

## Chapitre 1

# ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Les données statistiques concernant Israël sont fournies par et sous la responsabilité des autorités israéliennes compétentes. L'utilisation de ces données par l'OCDE est sans préjudice du statut des hauteurs du Golan, de Jérusalem-Est et des colonies de peuplement israéliennes en Cisjordanie aux termes du droit international.

## Vue d'ensemble

### La reprise s'est étendue...

La reprise consécutive à la récession la plus profonde depuis des décennies est en train de s'étendre. La croissance mondiale est repartie après le léger ralentissement observé au milieu de l'année passée, et l'activité est tirée de plus en plus par le raffermissement de la demande finale privée. Cela étant, les progrès restent inégaux selon les économies. À court terme, les effets défavorables, sur le plan de l'offre, de la hausse des cours des matières premières, du séisme dont le Japon a été victime et de ses conséquences pèsent quelque peu sur l'activité et font monter l'inflation globale. Ces effets devraient se dissiper à partir du second semestre de l'année, à condition que les cours des matières premières se stabilisent et que les anticipations d'inflation ne perdent pas leur ancrage. Les conditions financières continuent de s'améliorer et la politique monétaire demeure expansionniste dans les économies de l'OCDE, mais de moins en moins dans les économies de marché émergentes, où la marge de capacités inutilisées a été en grande partie résorbée. La reprise devrait donc se raffermir, malgré un processus de plus en plus généralisé d'assainissement des finances publiques. La croissance de la production mondiale devrait approcher 4¼ pour cent cette année et 4½ pour cent en 2012 (tableau 1.1). Dans ces conditions, la situation du marché du travail devrait continuer de s'améliorer lentement, même si, avec un taux de 7 % fin 2012, le chômage sera encore largement supérieur à son niveau d'avant la crise. L'inflation sous-jacente devrait augmenter lentement à mesure que la sous-utilisation des capacités diminuera, pour atteindre environ 1¾ pour cent à la fin de 2012. En dehors de la zone OCDE, la demande intérieure semble devoir rester vigoureuse, d'où la nécessité de prendre de nouvelles mesures pour tempérer les tensions inflationnistes.

### ... mais les incertitudes restent élevées...

Les incertitudes entourant les prévisions demeurent élevés, même si une faiblesse généralisée de l'activité dans le secteur privé et un mouvement de déflation semblent aujourd'hui moins à craindre. Certains des principaux risques tiennent au rythme de l'expansion, tandis que d'autres s'expliquent par la possibilité que certains événements n'entraînent une rechute de l'activité ou des marchés financiers ou ne viennent accentuer les tensions inflationnistes. De surcroît, on ne peut exclure qu'au cas où plusieurs de ces risques viendraient à se conjuguer, ils ne débouchent dans les économies de l'OCDE sur une phase de stagflation modérée, à laquelle il serait difficile de mettre un terme par des moyens macroéconomiques classiques.

Tableau 1.1. **La reprise mondiale restera modérée**

Total OCDE (sauf indication contraire)

	Moyenne						2010	2011	2012
	1998-2007	2008	2009	2010	2011	2012	T4 / T4		
	Pourcentage								
<b>Croissance du PIB en volume<sup>1</sup></b>	2.7	0.3	-3.5	2.9	2.3	2.8	2.8	2.4	3.0
États-Unis	3.0	0.0	-2.6	2.9	2.6	3.1	2.8	2.7	3.3
Zone euro	2.3	0.3	-4.1	1.7	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2
Japon	1.2	-1.2	-6.3	4.0	-0.9	2.2	2.4	0.3	1.5
<b>Écart de production<sup>2</sup></b>	0.3	0.1	-4.9	-3.7	-3.2	-2.4			
<b>Taux de chômage<sup>3</sup></b>	6.4	6.0	8.2	8.3	7.9	7.4	8.2	7.7	7.1
<b>Inflation<sup>4</sup></b>	2.8	3.2	0.5	1.8	2.3	1.7	1.8	2.3	1.7
<b>Solde des administrations publiques<sup>5</sup></b>	-2.1	-3.3	-8.2	-7.7	-6.7	-5.6			
<i>Pour mémoire</i>									
<b>Croissance du commerce mondial</b>	6.8	3.1	-10.8	12.5	8.1	8.4	11.2	8.2	8.5
<b>Croissance du PIB mondial<sup>6</sup> en volume</b>	3.8	2.6	-1.0	4.9	4.2	4.6	4.8	4.2	4.8

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

2. Pourcentage du PIB potentiel.

3. Pourcentage de la population active.

4. Déflateur de la consommation privée. Variation en glissement pour les 3 dernières colonnes.

5. Pourcentage du PIB.

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

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435017>**... aussi bien sur le plan positif...**

- Sur le plan positif, la principale incertitude tient à ce que la demande finale émanant du secteur privé pourrait s'accélérer davantage que prévu. La confiance des ménages et des entreprises pourrait se raffermir encore à mesure que la reprise se poursuit, sous l'effet de conditions financières favorables et d'une amélioration du marché du travail, ce qui entraînerait la libération d'une forte demande refoulée de biens de consommation durables et de biens d'équipement. Il se pourrait aussi que la reprise soit renforcée sur le court terme par des réformes structurelles favorables à la croissance, encore que relativement peu de progrès aient été enregistrés à cet égard depuis le début de la reprise.

**... que sur le plan négatif**

- Sur le plan négatif, des risques importants pèsent à court terme sur le rythme de la reprise en raison de la possibilité de nouvelles hausses des prix du pétrole liées à l'instabilité politique, d'un lent redressement au Japon à la suite du tremblement de terre et de ses conséquences – entraînant des perturbations dans les chaînes mondiales d'approvisionnement – et d'un ralentissement plus prononcé que prévu de l'activité en Chine. Une hausse des prix du pétrole viendrait amplifier les tensions inflationnistes, freiner la progression des revenus et accentuer les déséquilibres mondiaux en accroissant encore les excédents extérieurs déjà élevés des économies productrices de pétrole disposant d'une épargne abondante. Des risques subsistent aussi manifestement du fait des interrogations que continue de susciter la

viabilité de la dette publique dans certains pays de l'OCDE et, dans une moindre mesure, en raison de la faiblesse persistante de certains marchés immobiliers. Si ces risques venaient à s'accroître, ils pourraient provoquer de fortes perturbations sur les marchés financiers, nuisant ainsi à la confiance.

**Des réformes structurelles sont indispensables pour assurer une reprise équilibrée et durable**

Le risque d'une pérennisation du chômage à un niveau élevé et d'une réduction permanente de la production potentielle après la crise, de même que la nécessité de renforcer la confiance dans la viabilité de la dette publique et d'assurer une reprise durable et équilibrée au niveau mondial, sont autant de facteurs qui donnent un caractère d'urgence encore plus grand à l'adoption de réformes structurelles bien conçues destinées à stimuler la croissance. De telles réformes faciliteraient la tâche des autorités monétaires et budgétaires et pourraient aussi contribuer à la reprise sur le court terme. Compte tenu de la mauvaise santé des finances publiques, du chômage encore élevé et du rythme modéré de la reprise, la priorité devrait être donnée à des réformes propres à engendrer des gains d'emploi relativement importants sur le court terme et à faciliter l'assainissement des finances publiques. Il faudrait notamment veiller à ce que les travailleurs privés d'emploi et d'autres groupes vulnérables conservent un lien avec le marché du travail et retrouvent rapidement un emploi, accroissent la productivité dans le secteur public et améliorent la concurrence sur les marchés de produits. Parallèlement à l'assainissement des finances publiques dans les pays de l'OCDE, des réformes structurelles visant à réduire la réglementation des marchés de produits dans les secteurs protégés des pays à excédent extérieur, et à développer les marchés financiers et améliorer les systèmes de protection sociale dans les pays non membres, contribueraient aussi à terme à réduire les déséquilibres internationaux.

**Sur le plan macroéconomique et sur le plan financier, il est impératif de :**

**... mener activement un assainissement des finances publiques...**

Dans ces conditions, les impératifs de la politique macroéconomique et financière, pour la période actuelle et sur le plus long terme, sont les suivants :

- Étant donné la situation précaire des finances publiques dans beaucoup de pays de l'OCDE, notamment les États-Unis et le Japon, la priorité doit être donnée soit à l'établissement de programmes d'assainissement à moyen terme à la fois crédibles et favorables à la croissance, si ce n'est pas déjà le cas, soit à une plus grande extension des programmes existants. Dans certains pays, il faudra pour cela sortir de l'impasse politique qui rend la politique budgétaire imprévisible sur le court terme aussi bien que sur le long terme. Plus généralement, le rythme de l'assainissement et le choix des instruments d'action devront prendre en compte la nécessité d'instaurer sans retard une dynamique viable de la dette publique, la vigueur de la reprise, l'adoption de réformes structurelles favorables à la croissance et la possibilité d'utiliser la politique monétaire pour compenser les effets négatifs du

resserrement budgétaire. Dans les pays dont la situation budgétaire n'est pas viable, des « gages » rapides en matière d'assainissement contribueraient à crédibiliser les plans à moyen terme.

**... normaliser les taux directeurs à un rythme qui dépendra de la reprise...**

- Les autorités monétaires doivent déterminer comment réagir à une inflation globale plus élevée et au risque de déstabilisation des anticipations à un moment où la marge de capacité inutilisée est importante mais de plus en plus incertaine dans la plupart des économies de l'OCDE, où l'inflation sous-jacente demeure faible, et où le processus d'assainissement s'est amorcé quoiqu'à un rythme parfois incertain. Globalement, ces facteurs impliquent que les taux directeurs devront continuer de soutenir l'activité tout au long de la période couverte par les prévisions. Cela étant, il n'est plus nécessaire de maintenir ces taux à un niveau voisin de zéro pour des raisons de gestion des risques et leur relèvement rapide à un niveau nettement positif, comme c'est le cas dans la zone euro, se justifierait aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais pas encore au Japon. Cela permettrait aussi d'éviter une nouvelle fragilisation financière et de partir d'un meilleur pied au cas où il faudrait réagir à une montée imprévue de l'inflation. Après une pause, et à condition que les hausses initiales n'aient pas d'effets défavorables sur la reprise, les taux directeurs devraient être relevés régulièrement aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni dans le courant de 2012, pour tenir compte de la résorption progressive mais incomplète de la marge de capacité inutilisée et de la remontée de l'inflation sous-jacente. Dans les grandes économies non membres et dans plusieurs petites économies de l'OCDE, il y aurait lieu de resserrer encore les conditions monétaires afin de contenir l'inflation. Il demeure également important, aussi bien dans les pays de l'OCDE que dans les pays non membres, de faire en sorte que les taux de change puissent s'ajuster en fonction des besoins intérieurs et que le rééquilibrage international nécessaire puisse s'opérer.

**... et maintenir l'élan en direction de réformes financières**

- Dans le court terme, il est important de veiller à ce que les tests de résistance auxquels doivent être soumis les systèmes bancaires permettent d'évaluer de façon crédible la capacité des banques à résister à des chocs négatifs et de régler rapidement le cas des établissements vulnérables. Parallèlement, il faut maintenir l'élan en direction de réformes financières visant à renforcer la stabilité du système financier mondial : à cet égard, la mise en œuvre de l'accord récemment conclu au niveau international sur les exigences de fonds propres et de liquidités doit être considérée comme une première étape vers la mise en place d'une structure de réglementation plus générale. Par ailleurs, il faudra progresser dans la réduction des risques graves que pourrait engendrer la défaillance d'établissements financiers d'importance systémique.

## Les forces agissant sur les économies de l'OCDE

**Les forces agissant sur les économies des pays de l'OCDE demeurent favorables**

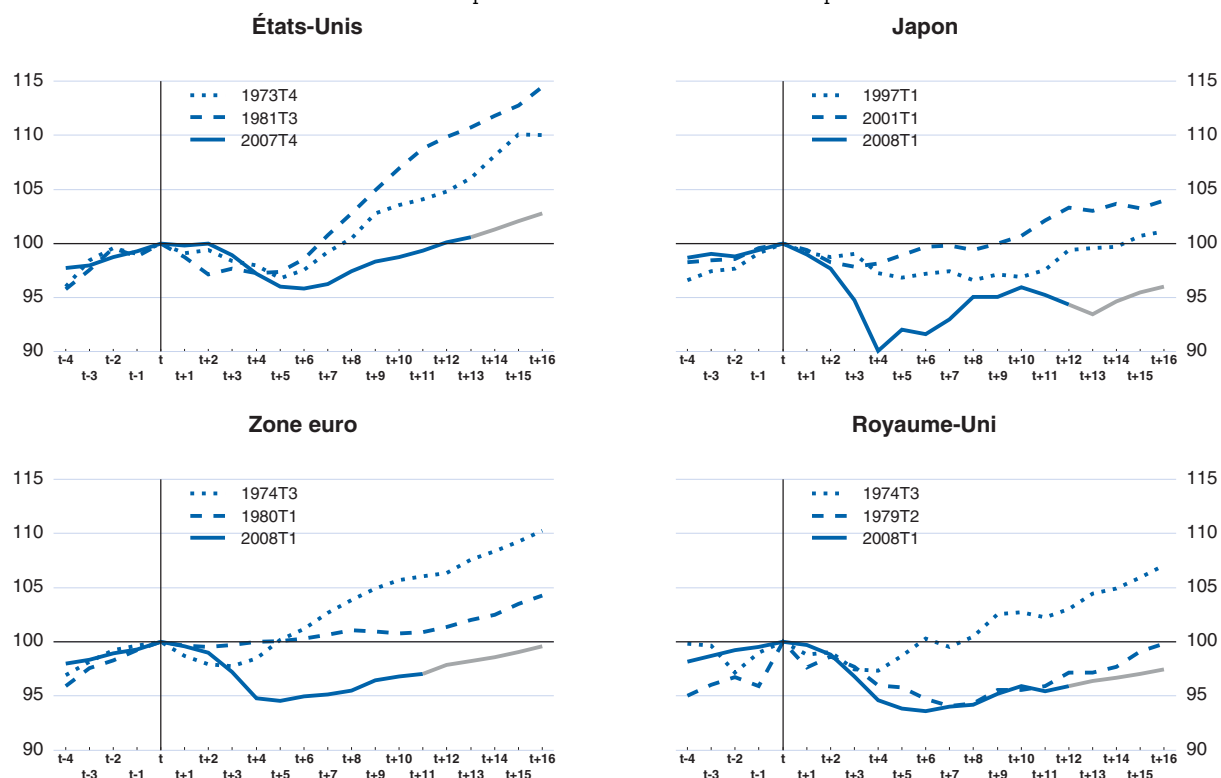
L'activité économique mondiale devient plus autonome, la reprise étant tirée de plus en plus par une demande finale privée plus soutenue. Dans le court terme, les chocs provoqués du côté de l'offre par le renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie, imputable en partie aux tensions politiques que connaît actuellement la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (MENA), au séisme qui s'est produit au Japon et à ses conséquences, freinent quelque peu la reprise. Cependant, ces effets semblent devoir s'estomper à partir du second semestre de l'année. Les enquêtes de conjoncture révèlent que la confiance et les carnets de commandes des entreprises manufacturières et de services restent généralement solides dans la plupart des économies, abstraction faite du Japon et de plusieurs autres économies d'Asie, et laissent entrevoir une poursuite de la progression des recrutements et de l'investissement, en dépit de leur tendance récente à surestimer la croissance de la production réelle. Compte tenu de la poursuite de l'amélioration des conditions financières, d'une croissance toujours soutenue dans les économies émergentes et en développement et de l'orientation expansionniste de la politique monétaire, les forces agissant sur les économies des pays de l'OCDE sont globalement favorables, encore que la reprise risque d'être toujours bridée par les ajustements en cours sur les marchés immobiliers, par le chômage encore élevé et par le retrait progressif des mesures de soutien mises en œuvre dans le contexte de la crise. Comme cela est souvent le cas à la suite d'une crise financière grave (Haugh et al., 2009), la reprise est relativement lente (graphique 1.1), la production de l'ensemble de la zone OCDE ne semblant devoir dépasser son sommet d'avant la crise que vers le milieu de l'année.

**L'expansion du commerce mondial s'est raffermie...**

Les échanges mondiaux en volume ont déjà dépassé le niveau record qu'ils avaient atteint avant la crise et, la reprise s'accéléralant, l'expansion des échanges commerciaux s'est raffermie cette année ; le taux de croissance annualisé du commerce mondial devrait être de l'ordre de 9 % pour le premier trimestre de cette année, contre 5 % au dernier trimestre de l'année passée. Plusieurs indicateurs mensuels des échanges mondiaux, notamment les commandes à l'exportation, laissent entrevoir une accéléralation de la croissance des échanges, celle-ci étant cependant contrebalancée, au deuxième trimestre du moins, par les perturbations provoquées par le séisme survenu au Japon dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et dans les capacités d'exportation du Japon (encadré 1.1). Les exportations japonaises en volume devraient baisser de plus de 11 % en taux annualisé au deuxième trimestre, avant de rebondir au troisième trimestre. Le commerce mondial devrait généralement rester vigoureux au second semestre 2011 et atteindre quelque 8½ pour cent en 2012, avec une progression des échanges voisine de ce qu'elle était en moyenne avant la crise (2004-2008), soit 1.7 fois celle de la production mondiale (graphique 1.2 et tableau 1.5 ci-après).


Graphique 1.1. **Le PIB réel pendant les phases de récession et de reprise**

Point haut précédant la récession = 100 au temps t



Note : L'axe horizontal représente les trimestres antérieurs et postérieurs au point haut du PIB (lequel est indiqué par une date). Les courbes grisées correspondent aux prévisions.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434504>

### ... et la demande intérieure reste robuste dans les économies non membres

Dans de nombreuses économies de marché émergentes, la production a continué de progresser vigoureusement au cours des derniers trimestres, et des contraintes de capacité commencent de plus en plus à apparaître, avec des hausses des prix des matières premières et de l'inflation sous-jacente. L'expansion a été alimentée en partie par une croissance soutenue du crédit intérieur et une demande finale privée robuste, qui ont contribué à stimuler les marchés d'exportation des économies de l'OCDE mais ont aussi soulevé de nouveaux problèmes pour les économies non membres. Cependant, les mesures déjà prises dans le sens d'un resserrement monétaire et, dans certains pays, dans celui d'un assainissement des finances publiques, de même que l'incidence négative de la hausse des cours des matières premières sur les revenus réels, commencent à peser sur l'activité. En Chine, la croissance du PIB s'est ralentie, revenant à un rythme annualisé de 8¾ pour cent au premier trimestre, avec une progression encore soutenue des ventes au détail mais un essoufflement de l'investissement. Le resserrement persistant de la politique monétaire et la hausse de l'inflation ont commencé à freiner la croissance des revenus et du crédit, et des enquêtes récentes auprès des directeurs d'achats laissent entrevoir un fléchissement de l'activité dans



### Encadré 1.1. Le Grand tremblement de terre de l'est du Japon et ses conséquences économiques mondiales

#### Conséquences pour l'économie japonaise

Le tremblement de terre et le raz de marée qui se sont produits au Japon le 11 mars 2011 ont fait environ 15 000 morts et 9 900 disparus (à la date du 9 mai 2011). D'après des estimations préliminaires des autorités japonaises (Bureau du Cabinet, 2011), le séisme et le tsunami auraient provoqué pour 16 000 à 25 000 milliards de yen de dégâts (entre 3.3 % et 5.2 % du PIB) sur le stock de capital dans sept préfectures<sup>1</sup>. Leurs effets se sont concentrés sur trois préfectures – Iwate, Miyagi et Fukushima – qui représentent environ 4 % de la production économique nationale et 4.5 % de la population du Japon, l'impact étant concentré le long de la côte du Pacifique dans ces trois préfectures. Ces chiffres recouvrent les dommages subis par les bâtiments (logements et capital fixe des entreprises privées), les services collectifs (électricité, gaz et eau), les infrastructures publiques (chemins de fer, ports et réseau routier) et les parcs publics.

À en juger par les catastrophes qui ont eu lieu dans le passé au Japon et dans d'autres pays développés, leurs effets négatifs à court terme sur la croissance économique (par rapport à la tendance) sont en général rapidement suivis d'un rebond, avec une augmentation des dépenses de reconstruction (Cavallo et Noy, 2010). Les dommages importants subis par le stock de capital et les ruptures temporaires d'approvisionnement ont déjà entraîné un recul prononcé de la production. La production industrielle a accusé une baisse sans précédent de plus de 15 % en mars. Le PIB a diminué à un taux annualisé de 3.7 % au premier trimestre, entraînant le Japon dans la récession, et il faut s'attendre à une nouvelle contraction au deuxième trimestre 2011. Ensuite, l'activité devrait se redresser rapidement et progresser à un rythme supérieur à la tendance au second semestre 2011, sous l'effet des dépenses publiques de reconstruction ainsi que de l'investissement des entreprises et de l'investissement en logements, comme cela avait été le cas après le tremblement de terre de Kobe en 1995 (voir OCDE, 2011b, pour plus de détails).

Les incertitudes entourant toute prévision sont particulièrement importantes dans ces circonstances, en particulier parce que la réduction de la capacité de production d'électricité et les perturbations des chaînes d'approvisionnement empêchent de prévoir l'ampleur et la durée du recul de la production. De fait, le tremblement de terre et le raz de marée ont endommagé plusieurs centrales thermiques et nucléaires, qui fournissent environ 30 % de l'électricité au Japon. De plus, d'après les estimations réalisées dans le cadre du *Billion Prices Project* du MIT, l'offre de produits de consommation disponibles en ligne aurait diminué de 15 % environ depuis la catastrophe.

Des effets négatifs commencent aussi à se manifester dans d'autres statistiques, qui accusent également une dégradation prononcée en mars. En glissement annuel, les exportations ont baissé de 2.3 % en mars (et de 9.7 % juste après la catastrophe) tandis que les importations ont augmenté de 11.9 % (9.5 % juste après la catastrophe). Les ventes au détail ont chuté de 8.5 % en mars (en glissement annuel), en raison sans doute des effets négatifs prononcés des contraintes d'approvisionnement, de la détérioration de la confiance des consommateurs et d'une autolimitation de la consommation (*jishuku*) sur les dépenses non contraintes.

#### Conséquences pour le reste du monde

L'économie japonaise représente 8.7 % du PIB mondial (utilisant les taux de change nominaux), de sorte que l'incidence nette estimée de la catastrophe naturelle et de ses effets secondaires, compte tenu des travaux de reconstruction, ne devrait pas d'impact négatif direct important sur la production mondiale. Même une forte contraction des importations japonaises, due par exemple à un recul de la demande intérieure, n'aurait qu'un effet très limité sur l'activité économique globale dans la plupart des pays. Pour les États-Unis et la zone euro, par exemple, les exportations vers le Japon représentent moins de 0.5 % du PIB (voir le graphique ci-après). L'impact serait limité même dans les économies asiatiques voisines ayant des échanges bilatéraux avec le Japon relativement plus importants, comme la Chine, dont les exportations vers le Japon représentent 2 % du PIB.

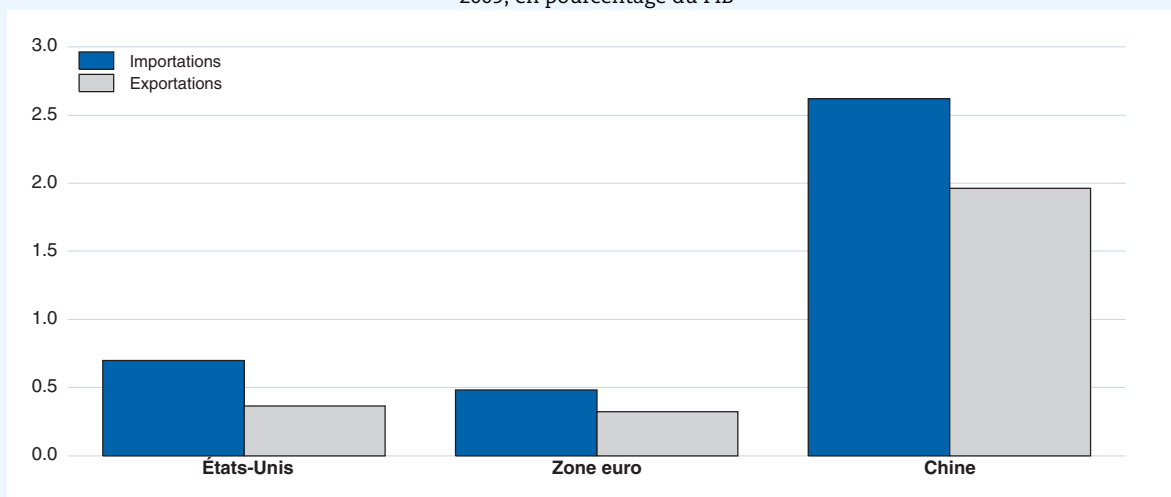


### Encadré 1.1. Le Grand tremblement de terre de l'est du Japon et ses conséquences économiques mondiales (suite)

En revanche, les effets indirects pourraient être plus sérieux dans le court terme. Alors que les conséquences directes seront sans doute limitées, la réduction immédiate des exportations japonaises a des effets marqués sur l'activité industrielle dans les autres pays, en raison du haut degré d'intégration des chaînes d'approvisionnement internationales et de l'utilisation de la méthode des flux tendus pour la gestion des stocks. Un exemple en est fourni par le nombre de constructeurs automobiles d'Amérique du Nord et d'Europe qui ont interrompu ou réduit temporairement leur production par suite d'une pénurie de sous-ensembles indispensables en provenance du Japon. Le secteur manufacturier japonais apporte une contribution importante à différentes activités industrielles dans d'autres pays ; par exemple, plus de 10 % de certaines catégories de produits électroniques utilisés aux États-Unis sont importés du Japon (*Japan Research Institute*, 2011). Les prix de certains composants électroniques (comme les mémoires flash) ont déjà augmenté sous l'effet d'interruptions de la production au Japon, en particulier lorsqu'il n'y a pas d'autres fournisseurs<sup>2</sup>. Ces effets négatifs dépendent en définitive de la disponibilité de produits de substitution.

#### Part du Japon dans les échanges

2009, en pourcentage du PIB



Source : Eurostat ; et Nations Unies, base de données Comtrade.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434523>

Il est difficile de déterminer l'importance du rôle de certains produits japonais dans les liaisons verticales internationales. D'après les statistiques concernant les investissements directs japonais à l'étranger et les exportations japonaises, ce serait surtout le cas pour les économies asiatiques. En Chine, 13 % des importations totales (soit 2.6 % du PIB) proviennent du Japon. Aux États-Unis et dans la zone euro, la proportion est beaucoup plus faible (respectivement 6.1 % et 3.4 % des importations totales, soit 0.7 % et 0.5 % du PIB). Selon une enquête récente de la *Japan External Trade Organisation* (JETRO, 2010), les filiales japonaises implantées dans les régions de l'Asie et du Pacifique sont assez fortement tributaires des approvisionnements en provenance du Japon. Dans le secteur manufacturier, un tiers des matières premières et des sous-ensembles proviennent du Japon. Les approvisionnements de source locale représentent un peu moins de la moitié du total. Les entreprises produisant des appareils électriques et des instruments de précision ont tendance à s'approvisionner plus particulièrement au Japon. Aux États-Unis, par contre, les filiales japonaises s'approvisionnent généralement davantage au niveau local. Près des deux tiers d'entre elles se procurent au moins la moitié (voire de 80 % à 100 % dans de nombreux cas) des produits dont elles ont besoin sur le marché local (JETRO, 2008). Par conséquent, une interruption de la production résultant des événements au Japon a en principe des conséquences plus graves pour les filiales japonaises des pays asiatiques voisins.

### Encadré 1.1. Le Grand tremblement de terre de l'est du Japon et ses conséquences économiques mondiales (suite)

Le séisme pourrait aussi avoir une incidence sur les flux de capitaux, étant donné que des compagnies d'assurances étrangères doivent faire face à de nouveaux sinistres au Japon à la suite de la catastrophe et que des établissements financiers japonais pourraient être contraints de rapatrier certains actifs qu'ils détiennent à l'étranger. Cela étant, jusqu'ici, il ne semble pas y avoir eu de rapatriement important d'actifs par des établissements japonais, ceux qui étaient à court de liquidités ayant surtout levé des fonds au Japon.

#### Conséquences économiques possibles sur le plus long terme

Les perturbations de la production et leurs conséquences pourraient avoir des effets à plus long terme au niveau mondial. Le développement des liens verticaux internationaux pourrait se ralentir, voire s'inverser, dans la mesure où les producteurs pourraient remettre en cause la gestion de leurs stocks en flux tendu afin de disposer de stocks tampons plus importants et chercher à diversifier davantage leurs sources d'approvisionnement, d'un point de vue géographique surtout, en renonçant à des gains d'efficacité immédiats.

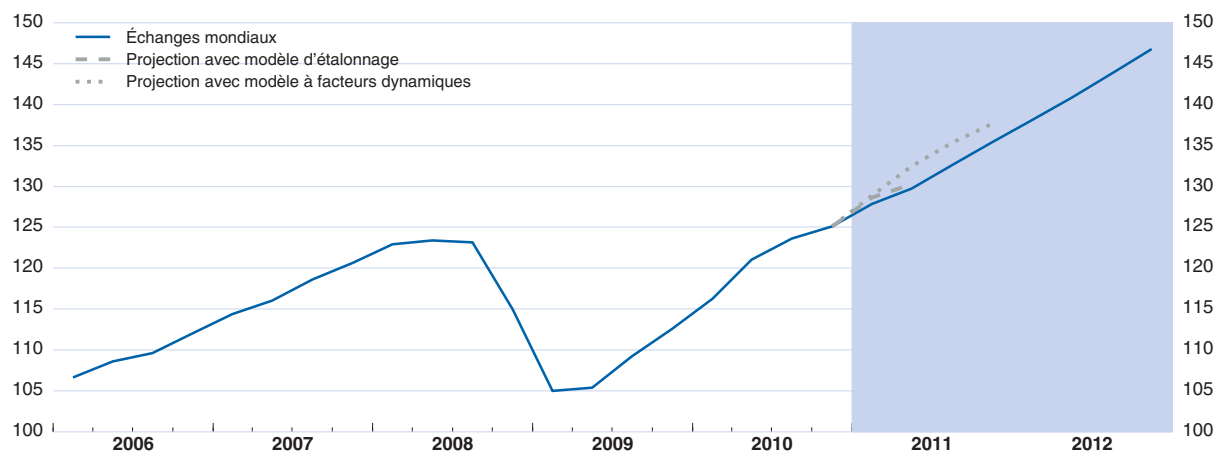
À court terme au moins, la demande japonaise de pétrole et de gaz va sans doute être stimulée étant donné qu'il va falloir compenser les pertes de capacité de production d'énergie résultant des dommages subis par les centrales nucléaires, et que des travaux de reconstruction gros consommateurs d'énergie vont être entrepris. Plus généralement, au niveau mondial, si les pays étaient conduits à reconsidérer leur politique électronucléaire, il faudrait en contrepartie s'attendre à un accroissement de la demande d'autres sources d'énergie traditionnelles comme le pétrole et le gaz, améliorer l'efficacité de l'utilisation d'énergie et, peut-être, exploiter de façon plus intensive des sources d'énergie nouvelles et renouvelables.

1. Chiffres à comparer à ceux du Grand tremblement de terre de Hanshin-Awaji (Kobe) de 1995, – catastrophe la plus coûteuse survenue au Japon depuis la guerre, avant le Grand tremblement de terre de l'est du Japon – et du Grand tremblement de terre du Kanto de 1923, qui ont causé des dommages représentant respectivement 2 % et 29 % du PIB (Shirakawa, 2011).
2. Le Japon assure environ un cinquième de la production mondiale de semi-conducteurs et près des deux cinquièmes de la production mondiale de mémoires flash. Par conséquent, il existe certaines possibilités de s'adresser à des fournisseurs d'autres pays. Mais c'est beaucoup plus difficile pour des matières premières entrant dans la composition de produits de haute technologie, comme la résine BT (utilisée pour les circuits imprimés), le Japon assurant dans ce cas quelque 90 % des approvisionnements mondiaux.

le court terme. En Inde, par contre, les enquêtes auprès des directeurs d'achats ne témoignent pas pour l'instant d'un affaiblissement notable de l'activité, encore que l'investissement privé commence à se modérer après avoir fortement progressé pendant la plus grande partie de l'année passée. Au Brésil, où l'écart de production s'est rapidement résorbé à la suite de la récession, l'assainissement des finances publiques s'est amorcé et la croissance a commencé de se ralentir, la forte expansion de l'investissement étant contrebalancée par un effet de freinage persistant du solde commercial sur la croissance, dû en partie à l'appréciation marquée de la monnaie sous l'effet d'importantes entrées de capitaux. En revanche, la croissance a commencé à s'accélérer en Afrique du Sud et en Russie, la hausse des cours internationaux des matières premières contribuant à stimuler l'activité.

Graphique 1.2. **La croissance du commerce mondial reste solide**

Indice 2005=100



Note : La ligne continue représente la projection principale du commerce mondial. Pour une description détaillée de la méthodologie utilisée pour les modèles d'étalonnage et les modèles à facteurs dynamiques, voir Guichard et Rusticelli (2011).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932434542>

**Les conditions financières d'ensemble ont continué de s'améliorer dans les principales économies de l'OCDE...**

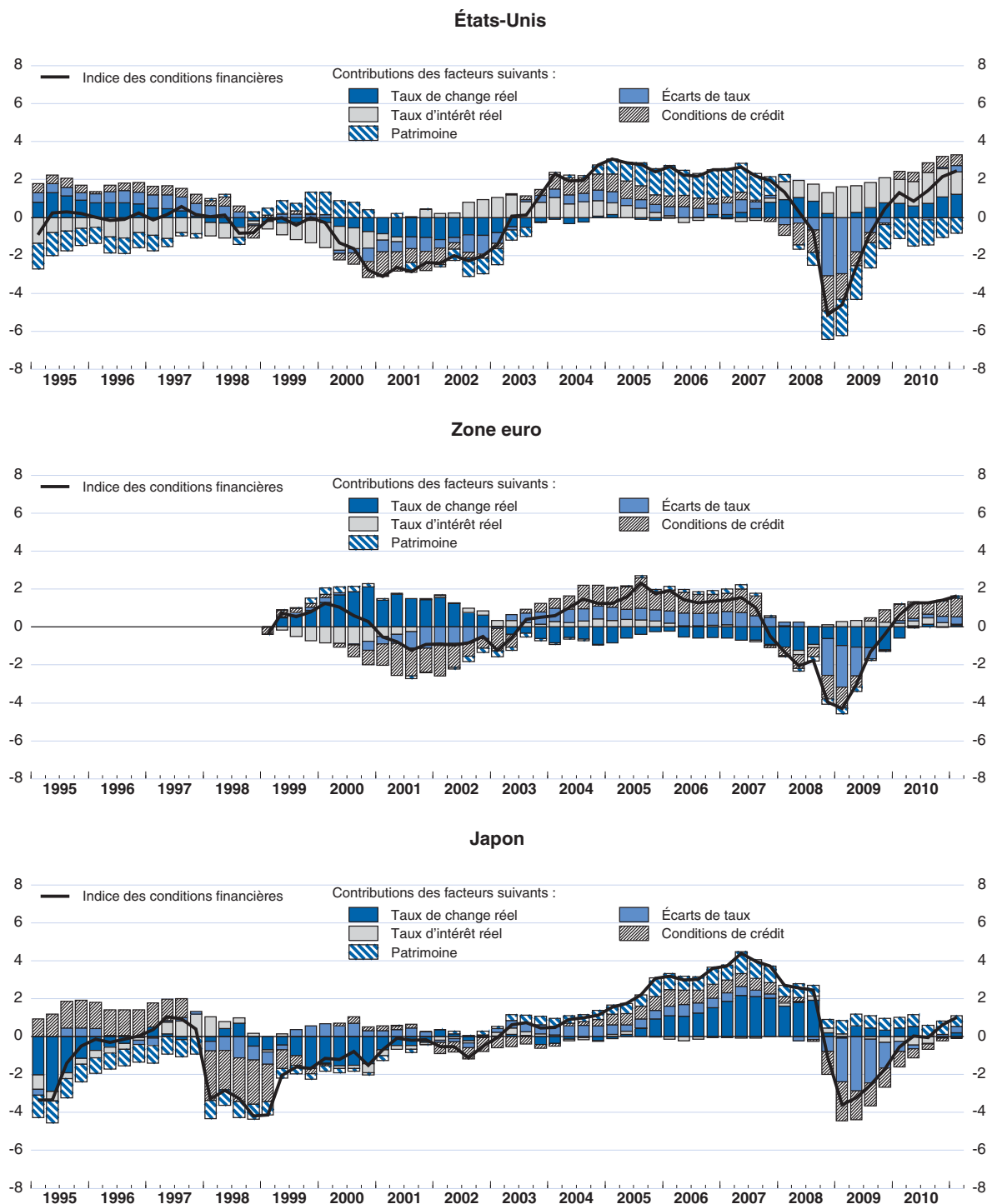
Les indices des conditions financières, qui font la synthèse de différents aspects du système financier ayant une incidence importante sur la croissance, continuent de s'améliorer dans l'ensemble des grandes économies de l'OCDE (graphique 1.3). Cette amélioration globale des conditions financières est le résultat de plusieurs facteurs qui exercent des effets différents selon les pays.

**... grâce à l'évolution des marchés des obligations de sociétés et des marchés d'actions...**

- Les conditions de financement favorables des entreprises continuent de soutenir l'activité économique. Les entreprises qui ont accès aux marchés de capitaux ont bénéficié de la réduction des écarts de taux entre les obligations de sociétés et les obligations d'État, en particulier dans le compartiment des emprunts n'entrant pas dans la catégorie « investissement » aux États-Unis, qui ont presque retrouvé leurs niveaux d'avant la crise<sup>1</sup>. Aux États-Unis, les banques ont continué d'assouplir régulièrement leurs conditions de crédit aux entreprises, mais l'amélioration a été plus inégale dans la zone euro. Bien que les marchés d'actions soient devenus plus instables en raison de risques géopolitiques, de la hausse des prix du pétrole et des inquiétudes suscitées par le tremblement de terre qui a eu lieu au Japon et ses conséquences, ils ont affiché des gains importants, les cours des actions dépassant largement leur niveau d'il y a un semestre aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans la zone euro (graphique 1.4).


1. Ce fort appétit pour le risque est également illustrée par le fait qu'au premier trimestre, les emprunts accompagnés de clauses documentaires allégées, offrant une moindre protection aux créanciers que les prêts traditionnels, émis par les sociétés américaines étaient en augmentation d'un quart par rapport à 2006, dernière année avant le début de la crise.

Graphique 1.3. Les indices des conditions financières se sont sensiblement améliorés



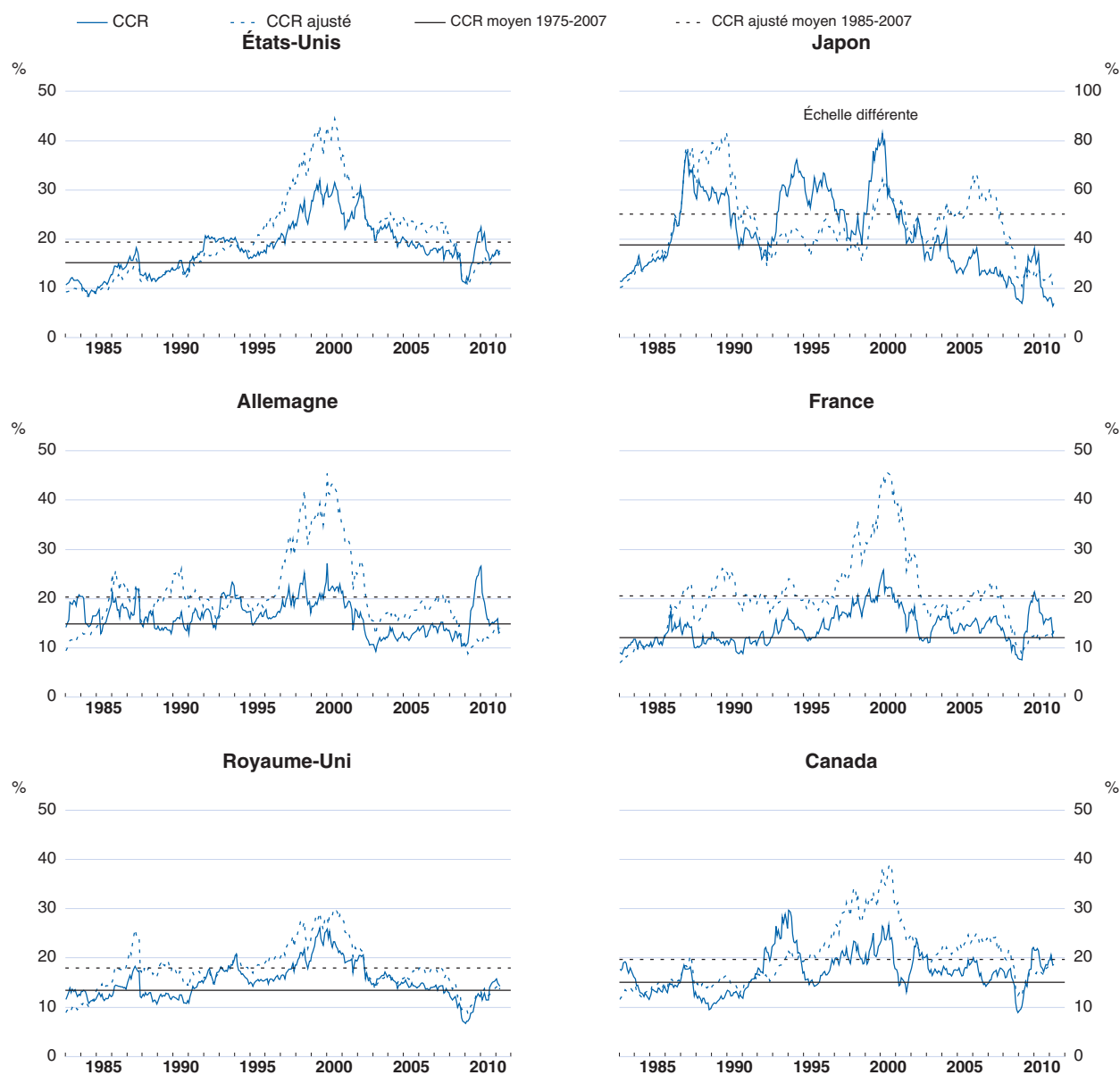
Note : Une augmentation (baisse) de un point de l'indice traduit un assouplissement (resserrement) des conditions financières suffisant pour entraîner une augmentation (réduction) moyenne du PIB d'un demi à un 1 % au bout de quatre à six trimestres. Pour plus de détails voir Guichard et al. (2009).

Source : Datastream ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434561>

Graphique 1.4. **Les coefficients de capitalisation des résultats restent inférieurs à leurs moyennes de longue période**

Dernière observation: avril 2011



Note : Les CCR ajustés sont obtenus par le ratio des prix des actions à la moyenne mobile des bénéfices des dix années précédentes, ajusté en fonction de la croissance tendancielle nominale. Les moyennes excluent la période 1998-2000 afin d'éliminer les effets de la bulle spéculative.

Source : Datastream; calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932434580>

**...malgré une hausse des taux des titres publics à long terme**

- La hausse des rendements réels des obligations publiques à long terme pèse sur les conditions financières d'ensemble. Dans la zone euro, les nouvelles inquiétudes suscitées par la dette souveraine au premier trimestre de l'année ont entraîné de fortes augmentations du coût des emprunts publics à long terme pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal (graphique 1.16).

**En dehors de la zone OCDE, les conditions financières restent favorables, mais instables**

Les conditions financières restent favorables mais instables dans les marchés émergents. L'abondance des liquidités au niveau mondial a abouti à des écarts historiquement faibles sur les taux des emprunts souverains dans de nombreuses économies, mais les cours des actions sont instables et des sorties nettes de placements de portefeuille vers les pays développés ont été enregistrées depuis le début de l'année. En Chine, le resserrement de la politique monétaire a conduit à un ralentissement de l'expansion du crédit bancaire. Cela étant, il est difficile de déterminer l'évolution sous-jacente du crédit en Chine parce que les autorités ont institué des quotas mensuels de crédit à la place des quotas annuels qui incitaient les banques à consentir un volume important de prêts au début de l'année.

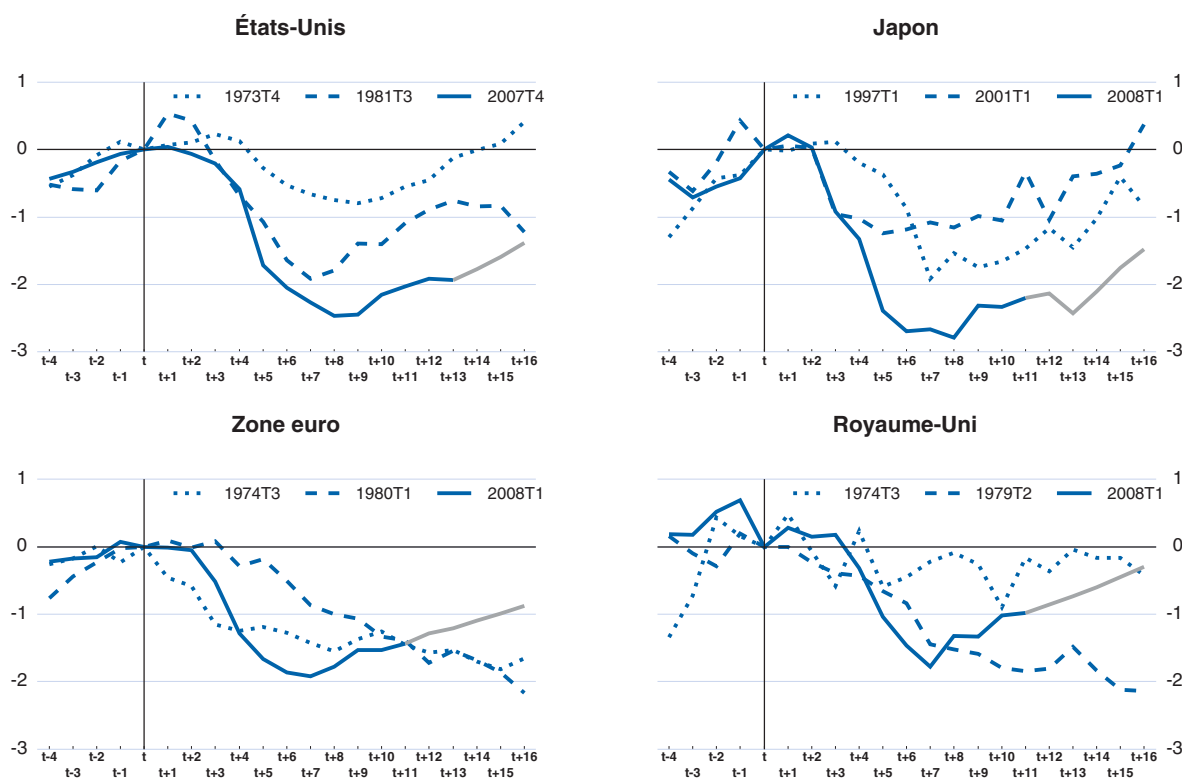
**L'investissement des entreprises s'est raffermi...**

L'investissement des entreprises s'est raffermi depuis le début de la reprise mais dans nombre de pays il ne s'est pas encore sensiblement accéléré, en dépit de l'amélioration continue de la rentabilité des entreprises et de la bonne santé générale de leurs bilans. Il est donc probable que les incertitudes entourant le rythme et la durabilité de la reprise, ainsi que le niveau relativement modeste de l'activité dans les secteurs des technologies de l'information au cours de ces derniers mois, aient un peu freiné la croissance de l'investissement. Cependant, les commandes de biens d'équipement ont repris dans beaucoup de grandes économies de l'OCDE et les résultats des enquêtes sur les intentions d'investissement continuent de s'améliorer, laissant entrevoir une expansion robuste des achats de biens d'équipement dans la période à venir. Les dépenses de reconstruction consécutives aux catastrophes naturelles qui se sont produites devraient aussi entraîner une forte augmentation des niveaux d'investissement au Japon à partir du second semestre de l'année. Comme l'intensité des investissements des entreprises est encore très inférieure à ce qu'elle était avant la crise (graphique 1.5) et que les incertitudes entourant la reprise semblent devoir continuer de s'estomper, les facteurs conjoncturels normaux et l'assainissement de la situation financière devraient encourager une augmentation des niveaux d'investissement au cours de la période examinée<sup>2</sup>.

2. Un modèle d'indicateurs simple concernant l'investissement des entreprises aux États-Unis, dans lequel la croissance de l'investissement est liée aux résultats actuels et passés des enquêtes sur les intentions d'investissement et de l'indice des conditions financières calculé par l'OCDE pour les États-Unis, fait apparaître que la croissance de l'investissement en volume serait soutenue, atteignant un peu plus de 9 % cette année, contre 8¼ pour cent d'après les prévisions. Pour la zone euro, où les informations sur les intentions d'investissement sont moins récentes et moins fréquemment publiées, un modèle d'indicateurs utilisant les résultats d'enquêtes sur les perspectives de production et l'indice des conditions financières pour la zone euro aboutit à une évaluation assez satisfaisante de l'évolution de l'investissement des entreprises. Selon ce modèle, la croissance de l'investissement serait légèrement supérieure à 6½ pour cent dans la zone euro en 2011, soit un peu plus forte que l'expansion prévue de 5¼ pour cent.

### Graphique 1.5. Évolution de l'intensité de l'investissement des entreprises pendant les phases de récession et de reprise

Différence avec l'intensité de l'investissement au point haut du PIB précédant la crise, au temps t, en points de pourcentage



Note : L'axe horizontal représente les trimestres antérieurs et postérieurs au point haut. Les courbes grisées correspondent aux prévisions.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932434599>

#### ... mais la reprise est plus hésitante sur les marchés de l'immobilier commercial

Cependant, dans le secteur de la construction non résidentielle, la production et l'investissement restent très faibles dans beaucoup de pays, en raison de la reprise hésitante des marchés de l'immobilier commercial. Certains signes d'amélioration se font jour, mais les prix restent généralement très inférieurs à leurs niveaux d'avant la récession. Les prix de l'immobilier commercial sont maintenant en augmentation dans la zone euro et au Royaume-Uni, en partie grâce aux faibles taux d'intérêt, mais aux États-Unis, où les excédents de capacité sont considérables, les prix de l'immobilier commercial restent déprimés et instables en termes nominaux. Les loyers des locaux à usage de bureaux ont aussi commencé à augmenter globalement, en particulier dans les grandes villes, et les taux d'inoccupation seraient en baisse. En dépit de ces améliorations, la situation reste fragile sur plusieurs marchés de l'immobilier commercial et beaucoup de pays de l'OCDE voient encore augmenter le nombre de projets compromis arriver sur le marché, ce qui donne à penser que l'investissement dans de nouveaux bâtiments va rester très limité pendant un certain temps encore.



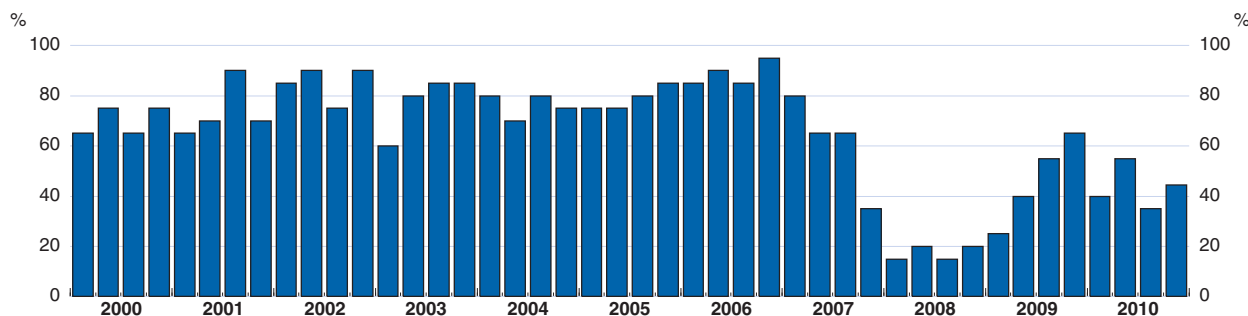
### La reprise des marchés du logement reste inégale...

La reprise des marchés du logement reste fragile dans plusieurs pays de l'OCDE et elle ne s'est même pas encore amorcée dans certains d'entre eux (graphique 1.6). En dépit de l'augmentation récente de l'investissement, le rapport de l'investissement en logements au PIB reste inférieur à la moyenne observée au cours des précédentes périodes de basse conjoncture et à la moyenne des trois dernières décennies, respectivement, dans l'ensemble de la zone OCDE et dans l'ensemble de la zone euro. Le Canada et la Finlande font figure d'exceptions notables, en partie parce que ces deux pays se caractérisent par une élasticité-prix relativement grande de l'offre de logements (OCDE, 2011a). Les ratios des prix des logements aux revenus et des prix aux loyers sont proches de leurs moyennes de longue période dans l'ensemble de la zone OCDE (tableau 1.2), mais avec des disparités considérables entre les pays. Dans plusieurs économies où le ratio prix-loyer dépasse de plus de 50 % sa moyenne de longue période, les prix réels sont sans doute sur le point d'atteindre leur point culminant, malgré des taux d'intérêt réels encore bas (encadré 1.6). En revanche, les prix réels des logements, en recul depuis déjà un certain temps, continuent de baisser aux États-Unis, en Espagne et en Irlande, et recommencent à diminuer au Royaume-Uni. Les indicateurs construits sur des données d'enquêtes sont globalement

Graphique 1.6. La reprise du marché du logement est hésitante

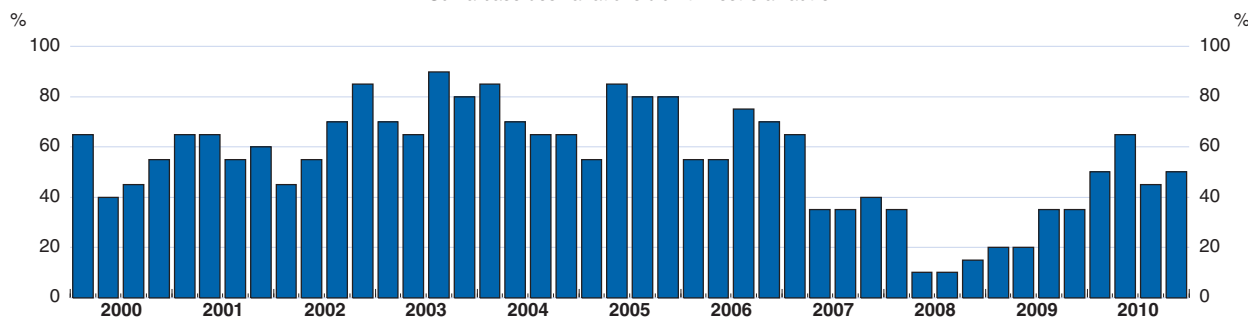
#### Proportion de pays de l'OCDE où les prix réels des logements sont en hausse<sup>1</sup>

Sur la base des variations d'un trimestre à l'autre



#### Proportion des pays de l'OCDE où les investissements réels en logements sont en hausse

Sur la base des variations d'un trimestre à l'autre



1. Prix des logements corrigés du déflateur de la consommation privée. Calculs basés sur 20 pays (18 disponibles en 2010 T4).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89; et diverses sources nationales, voir le Tableau A.1 dans Girouard et al. (2006).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434618>

Tableau 1.2. **Les prix réels du logement demeurent historiquement hauts dans certains pays**

	Pourcentage de variation annuel				Niveau relatif à la moyenne à long terme <sup>1</sup>		
	2002-2008	2009	2010 <sup>2</sup>	Dernier trimestre <sup>3</sup>	Rapport prix-loyers	Rapport prix-revenus	Dernier trimestre disponible
États-Unis	2.5	-4.3	-5.0	-2.4	108	93	2010 T4
Japon	-3.2	-1.7	-2.0	-2.1	64	64	2010 T3
Allemagne	-1.8	0.5	0.4	0.5	80	76	2010 T4
France	8.0	-6.7	5.0	7.7	143	134	2010 T4
Italie	4.1	-3.7	-3.1	-3.2	107	118	2010 T3
Royaume-Uni	5.5	-9.1	3.0	-0.3	140	129	2010 T4
Canada	6.5	4.0	5.4	0.0	155	132	2010 T4
Australie	5.7	1.7	10.1	3.2	157	142	2010 T4
Belgique	6.2	0.1	2.9	2.7	166	149	2010 T4
Danemark	6.4	-13.2	-0.2	-0.6	127	126	2010 T4
Finlande	4.5	-0.9	7.6	3.6	138	103	2010 T4
Grèce	3.0	-5.3	-8.2	-10.6	98	97	2010 T4
Irlande	3.0	-9.8	-13.6	-9.7	110	97	2010 T4
Corée	2.1	-2.3	-0.2	-1.5	109	60	2010 T4
Pays-Bas	2.1	-2.7	-3.6	-2.8	136	139	2010 T4
Norvège	5.4	-0.6	6.2	4.1	163	128	2010 T4
Nouvelle-Zélande	8.9	-3.9	0.5	-4.6	152	116	2010 T4
Espagne	7.5	-7.7	-6.2	-6.5	134	134	2010 T4
Suède	6.8	-0.4	6.5	4.2	143	132	2010 T4
Suisse	1.1	5.5	4.5	4.2	92	93	2010 T4
Zone euro <sup>4,5</sup>	3.6	-3.6	-0.8	-0.3	116	113	
Total des pays ci-dessus <sup>5</sup>	2.6	-3.5	-1.7	-1.2	111	100	

Note : Déflaté par le déflateur de la consommation privée.

1. Moyenne depuis 1980 (ou date la plus ancienne disponible) à maintenant = 100, dernier trimestre disponible.


2. Moyenne des trimestres disponibles quand l'année n'est pas complète.

3. Augmentation au dernier trimestre disponible par rapport au même trimestre de l'année précédente.

4. Allemagne, France, Italie, Belgique, Espagne, Finlande, Grèce, Irlande et Pays-Bas.

5. Utilisant comme poids le PIB de 2009, calculé avec les dernières données disponibles des pays.

Source : Girouard *et al.*, (2006); et OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435036>

médiocres pour ces marchés, et il faudra du temps pour résorber le stock de logements invendus. Les problèmes juridiques non résolus soulevés par certaines saisies immobilières pourraient aussi prolonger l'ajustement aux États-Unis. Cela aura probablement pour effet de freiner l'activité de construction pendant un certain temps, mais quelques indices donnent à penser que les prix réels ont pratiquement cessé de baisser dans ces économies (encadré 1.6).

**... mais l'investissement semble devoir augmenter légèrement**

L'investissement en logements semble devoir augmenter légèrement à partir du second semestre 2011 dans l'ensemble de la zone OCDE, mais plus rapidement au Japon et en Nouvelle-Zélande, où les dépenses de reconstruction entraîneront une forte progression de l'investissement à

partir du milieu de 2011. Néanmoins, étant donné le poids désormais peu important de l'investissement en logements dans la zone OCDE, la reprise prévue de l'investissement ne contribuera que modestement à la croissance de la production dans les pays membres.

**Les stocks sont proches de leurs niveaux de longue période...**

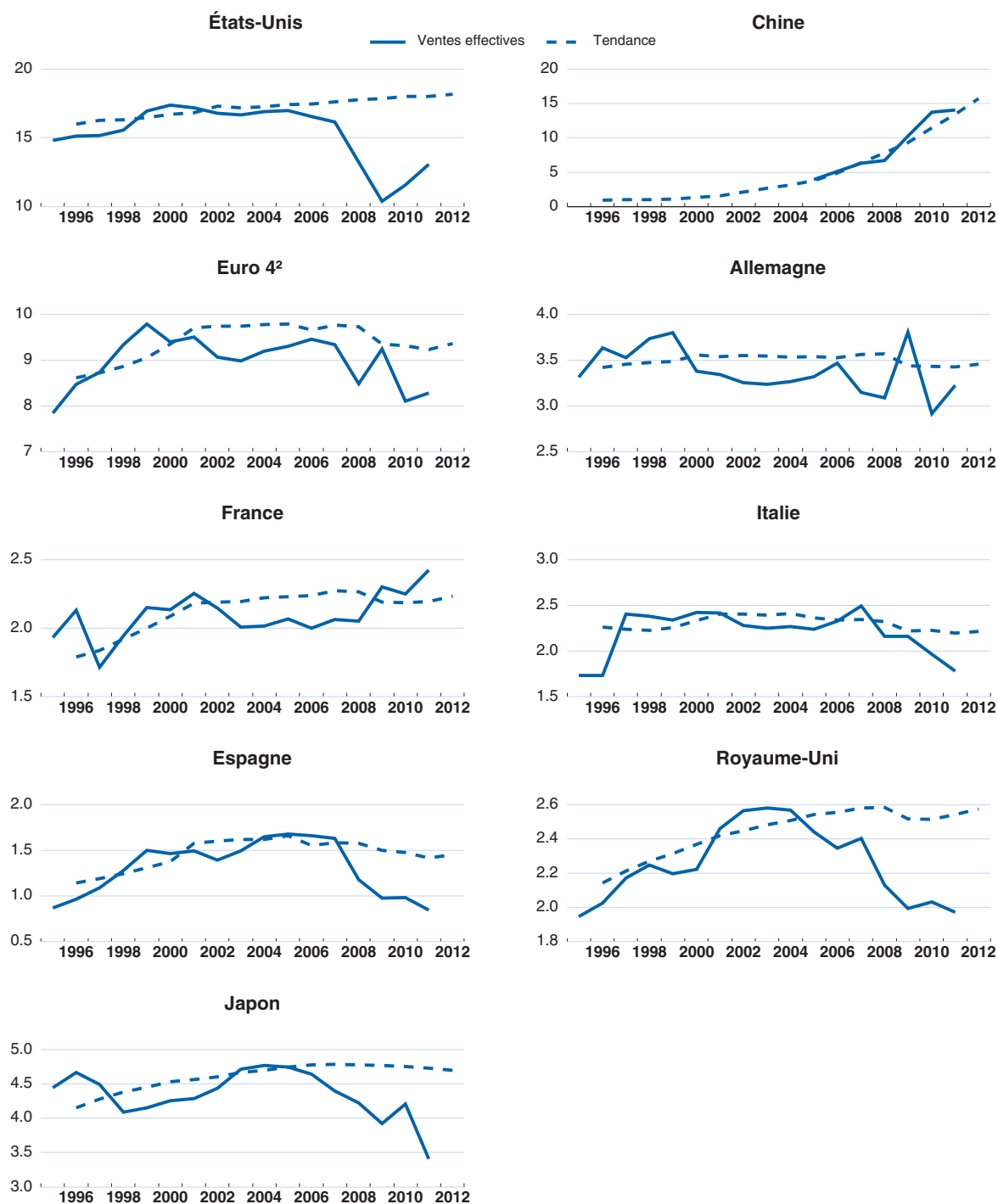
À en juger par des indicateurs à haute périodicité, les stocks sont proches de leurs niveaux normaux dans la plupart des grandes économies de l'OCDE, mais les perturbations des chaînes d'approvisionnement consécutives au tremblement de terre japonais entraîneront probablement un épuisement temporaire de certains stocks. Les prévisions tablent sur une contribution nulle de la formation de stocks à la croissance trimestrielle de la production à partir du troisième trimestre 2011.

**... et le taux d'épargne des ménages commence à baisser**

Le taux d'épargne des ménages a récemment amorcé un léger repli dans de nombreux pays de l'OCDE, mais il reste élevé par rapport aux niveaux observés avant la crise. La hausse des prix des actifs, l'augmentation de l'épargne et le désendettement qui s'en est suivi sont autant de facteurs qui ont contribué au redressement des bilans des ménages depuis le début de la reprise, rendant moins nécessaires de nouvelles augmentations du taux d'épargne à des fins d'amélioration des bilans. L'amélioration de la situation de l'emploi et des conditions de crédit pourrait aussi continuer à réduire le besoin d'épargne de précaution. Le rapport patrimoine/revenu dépasse actuellement la moyenne sur 5 à 10 ans observée avant la crise au Royaume-Uni et, dans la zone euro, il est proche du sommet atteint depuis la création de la zone. Cela incite à penser que le taux d'épargne pourrait encore marquer un léger recul dans ces économies si les conditions de crédit ne se détériorent pas. Aux États-Unis, de nouveaux ajustements de bilans vont sans doute se révéler nécessaires, compte tenu de la faiblesse persistante du marché du logement et de ses conséquences pour le patrimoine net des ménages. Cependant, comme la dette s'inscrit nettement en baisse, un taux d'épargne plus élevé ne sera pas nécessaire pour assurer cet ajustement. De fait, avec l'accélération des créations d'emplois, le taux d'épargne semble devoir accuser une baisse de l'ordre de  $\frac{3}{4}$  point par rapport à son niveau actuel de  $5\frac{3}{4}$  pour cent au cours de la période examinée aux États-Unis. Au Japon, les incertitudes engendrées par le séisme et ses conséquences pourraient inciter les ménages à accroître leur épargne de précaution pendant un certain temps, mais ce facteur pourrait être compensé, en partie du moins, par la nécessité de financer le remplacement des biens et logements détruits<sup>3</sup>. Une comparaison actualisée des ventes effectives d'automobiles et de leur tendance, calculée de la manière décrite dans Haugh *et al.* (2010), donne aussi à penser que la demande de consommation pourrait s'accroître fortement, les ventes effectivement enregistrées aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et dans la zone euro étant encore inférieures à leur tendance de longue période (graphique 1.7).

3. Des achats de biens de consommation pourraient aussi être différés temporairement du fait des perturbations survenues dans les chaînes d'approvisionnement et ayant entraîné des ruptures de stocks.


## Graphique 1.7. Les ventes d'automobiles sont généralement inférieures à leur niveau tendanciel

Niveau effectif<sup>1</sup> et tendanciel des ventes d'automobiles, 1995-2012, nombre de voitures en millions

1. Chiffres corrigés des variations saisonnières. Pour 2011, chiffre annualisé des ventes des trois premiers mois pour les États-Unis, la Chine, le Japon, l'Allemagne, la France, l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni.

2. Euro 4 : Allemagne, Espagne, France et Italie.

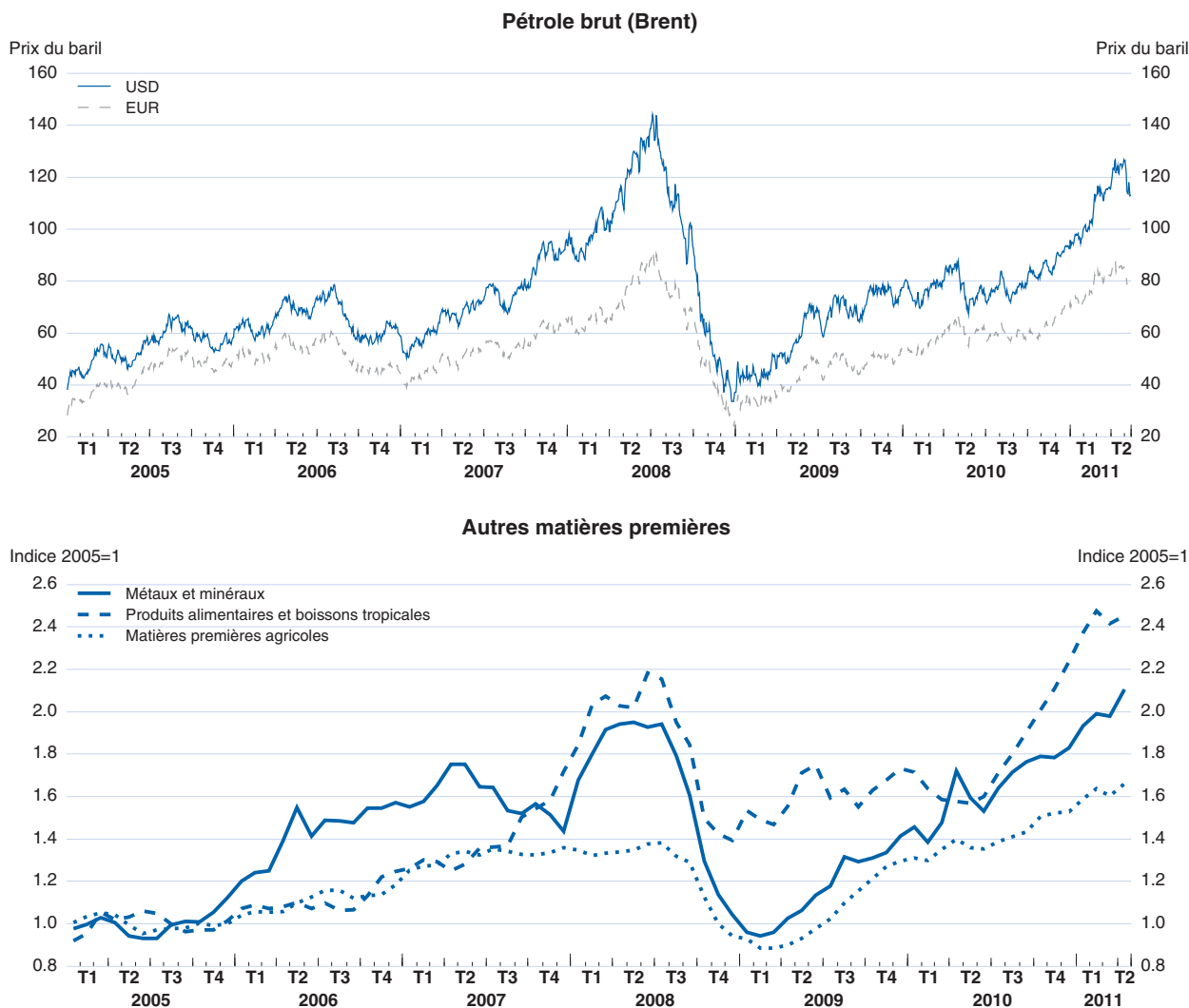
Source : Haugh et al. (2010) ; Datastream ; Association chinoise des constructeurs automobiles ; Association japonaise des constructeurs automobiles ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434637>

### Les cours mondiaux des matières premières se sont envolés...

Sur le court terme, la forte hausse des cours des matières premières pèse sur la croissance des revenus réels, freinant ainsi quelque peu les dépenses de consommation. Les cours du Brent ont augmenté d'environ 50 % depuis le milieu de 2010 (graphique 1.8) et ont fait preuve d'une grande volatilité. Jusqu'à la fin de 2010, la hausse des prix du pétrole semblait principalement s'expliquer par la fermeté de la demande de pétrole en dehors de la zone OCDE (encadré 1.2). Plus récemment, les troubles politiques dans la région MENA (Moyen-Orient et Afrique du Nord) ont encore fait monter les cours, en raison de la crainte d'une extension des problèmes d'approvisionnement. Un accroissement des importations japonaises de pétrole et de gaz à la suite de la catastrophe qu'a connue le Japon pourrait contribuer également à l'augmentation des prix. Les cours des autres matières premières ont aussi accusé de très fortes hausses, dépassant les sommets atteints en 2008 dans de

Graphique 1.8. Les cours des matières premières se sont envolés



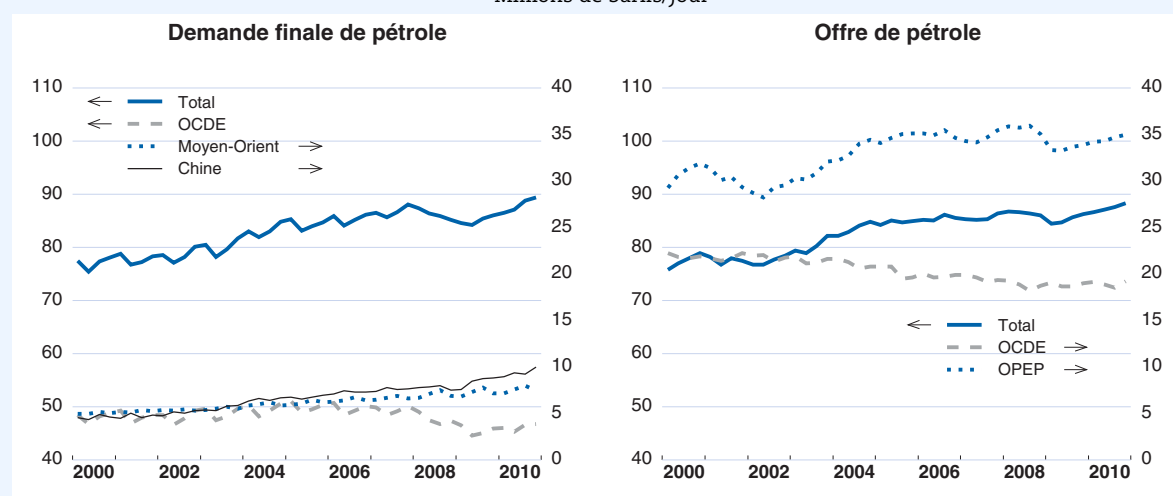
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434656>

### Encadré 1.2. De quoi dépendent les prix des matières premières ?

Diverses analyses économétriques révèlent que l'envolée des cours du pétrole brut vers de nouveaux sommets durant l'été 2008 a été provoquée dans une large mesure par la forte demande mondiale de pétrole, en particulier la demande très soutenue en provenance des économies de marché émergentes, notamment la Chine et certains pays du Moyen-Orient (voir graphique ci-après)<sup>1</sup>. La hausse des prix du pétrole depuis 2009 coïncide elle aussi avec une forte augmentation de la demande en dehors de la zone OCDE. Des facteurs agissant du côté de l'offre jouent également un rôle. L'offre de pétrole brut s'est stabilisée au milieu de la dernière décennie. Les longs délais séparant les décisions d'investissement de la mise en service de nouvelles capacités de production, la baisse de production de nombreux gisements conventionnels en dehors de l'OPEP et des pénuries de main-d'œuvre qualifiée sont autant de facteurs qui ont contribué à cette évolution. Des facteurs climatiques et géopolitiques, des réductions de la production de l'OPEP et le faible niveau des réserves de capacité, de même que les capacités de raffinage limitées, ont parfois aussi contribué à restreindre l'offre. Cependant, la hausse des cours s'est accompagnée d'une nouvelle augmentation de la capacité de production de l'OPEP en 2009 et 2010. S'agissant de la hausse actuelle des prix, les tensions politiques apparues en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ont encore fait monter les cours, en raison de ruptures directes d'approvisionnement et de la crainte d'une extension de celles-ci.

#### Demande et offre de pétrole

Millions de barils/jour



Note : Le poste d'ajustement entre la demande (finale) et l'offre de pétrole est la variation des stocks.

Source : AIE, Monthly Oil Data service.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434675>

D'autres facteurs macroéconomiques, comme les mouvements des taux de change et des taux d'intérêt, exercent aussi une influence. Le faible niveau des taux d'intérêt réels a sans doute contribué à la hausse des prix du pétrole. Lorsque les taux d'intérêt sont bas, il est moins intéressant pour les producteurs d'extraire du pétrole et d'investir les recettes qu'ils en tirent sur les marchés financiers, d'où une réduction possible de l'offre de pétrole et une hausse du prix du marché libre. Simultanément, les coûts d'opportunité de la détention de stocks de pétrole diminuent, ce qui peut faire augmenter la demande de pétrole. De fait, des estimations utilisant un simple modèle d'autorégression vectorielle structurel incitent à penser qu'une réduction de 1 point du taux d'intérêt réel américain à 3 mois pourrait entraîner une augmentation des prix du pétrole de \$ 4 environ au bout de deux ans<sup>2</sup>. Il est difficile de déterminer l'ampleur précise de cet effet, qui dépend probablement du niveau initial des cours du pétrole, mais les estimations permettent de considérer que les réductions prononcées des taux d'intérêt à court terme en réponse à la crise ont peut-être assez largement contribué à la hausse récente des prix du pétrole.

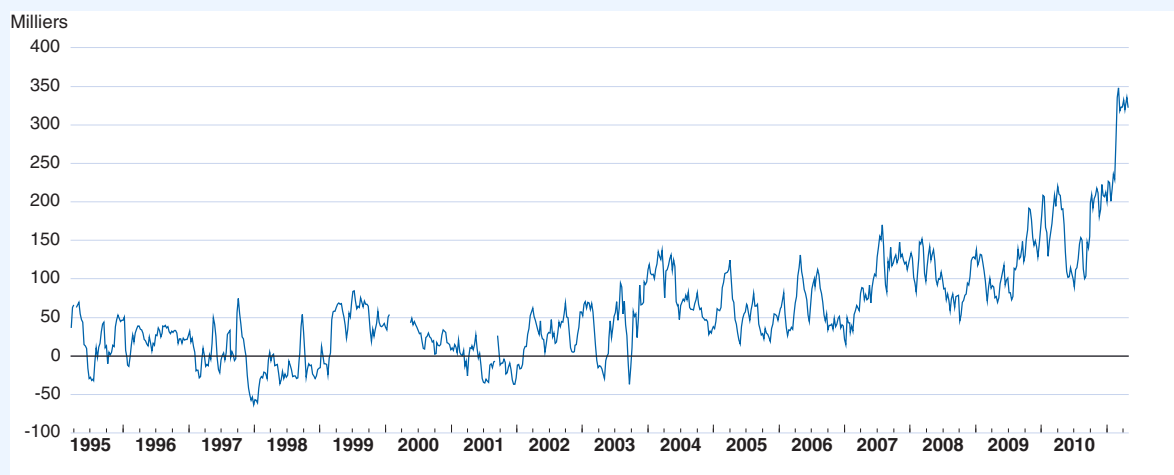
### Encadré 1.2. De quoi dépendent les prix des matières premières ? (suite)

La progression vigoureuse des revenus dans les marchés émergents, jointe à l'intégration de plus en plus poussée du commerce mondial, a contribué également de façon notable à la hausse des cours des autres matières premières. S'agissant des produits alimentaires, l'augmentation tendancielle de la demande de viande dans les marchés émergents s'inscrit dans ce contexte. Des facteurs défavorables agissant du côté de l'offre ont eu des effets. En particulier, la hausse des prix du pétrole a largement contribué à faire monter les prix des autres matières premières, notamment les produits alimentaires, dont la production consomme généralement beaucoup d'énergie. Dans le cas des produits alimentaires, ce lien a été renforcé par les politiques concernant les biocarburants. Entre 2000 et 2009, la production mondiale d'éthanol a quadruplé et la production de biogazole a été multipliée par dix, les mesures de soutien prises par les pouvoirs publics ayant largement contribué à ces augmentations<sup>3</sup>.

Des augmentations des prix du pétrole renforcent la compétitivité de l'éthanol par rapport à l'essence et en accroissent la demande. Comme le secteur des biocarburants et le secteur alimentaire utilisent les mêmes intrants et que l'élasticité de l'offre de produits végétaux est limitée sur le court terme, une augmentation de la production d'éthanol réduit l'offre de produits végétaux destinés à l'alimentation, et fait monter les prix alimentaires. Les perturbations des approvisionnements dues à des conditions météorologiques extrêmes sont venues accentuer cette hausse, de même que les restrictions à l'exportation imposées par certains pays qui exportent traditionnellement de grandes quantités de produits alimentaires.

#### Positions longues détenues par des opérateurs non commerciaux

Contrats à terme et contrats d'options portant sur du pétrole brut léger non sulfuré (au New York Mercantile Exchange), nombre net de contrats à long terme non commerciaux



Source : Commodity Futures Trading Commission des États-Unis ; et Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434694>

Par ailleurs, on a fait valoir que les cours des matières premières avaient sans doute été poussés à la hausse par la spéculation. Effectivement, les positions longues nettes (achats courants en vue de ventes futures) prises par des agents non commerciaux sur les marchés du pétrole ont très sensiblement augmenté en moyenne ces dernières années en même temps que les cours du pétrole s'inscrivaient en hausse (second graphique). Cependant, les hausses récentes des cours des matières premières ont été générales, s'étendant notamment à certains produits alimentaires pour lesquels il n'existe pas de marchés à terme organisés. Il semblerait donc que d'autres facteurs que la spéculation financière fassent monter les prix de certaines matières premières, encore que les prix du pétrole soient peut-être un canal par lequel des facteurs financiers influent aussi sur les cours d'autres matières premières.



### Encadré 1.2. De quoi dépendent les prix des matières premières ? (suite)

De même, les informations concernant les cours du pétrole sur les marchés à terme sont contradictoires. D'un côté, le niveau record des positions longues nettes prises par des agents non commerciaux semble témoigner de l'anticipation de nouvelles hausses des cours. De l'autre, comme les prix des contrats à terme sont stationnaires jusqu'à la fin de 2011 et amorcent une baisse ensuite, on s'attendrait plutôt à une baisse des cours dans l'avenir – mais les informations émanant des marchés à terme du pétrole sont sujettes à caution.

Globalement, les facteurs qui influent sur les cours des matières premières agissent dans plusieurs directions. D'un côté, l'augmentation de la demande de pétrole émanant des marchés émergents et l'accroissement limité de la capacité de production mondiale de pétrole au cours des deux années à venir font monter les prix. En revanche, d'autres facteurs, comme la hausse probable des taux d'intérêt au cours des deux années à venir, incitent à penser que les prix du pétrole et des produits alimentaires pourraient fort bien baisser par rapport aux niveaux élevés qu'ils atteignent actuellement, en particulier si les tensions géopolitiques venaient à s'atténuer et que la production alimentaire se redressait à la faveur de conditions météorologiques moins rigoureuses.

1. Voir en particulier Pain *et al.* (2008) et Wurzel *et al.* (2009). L'augmentation de la demande de pétrole émanant des marchés émergents d'Asie et du Moyen-Orient a été accentuée par l'intensité énergétique relativement forte de la production d'électricité et de l'industrie dans ces économies, ainsi que par un plafonnement assez général des prix à la pompe qui isole les consommateurs des hausses des cours mondiaux.
2. Ce résultat, évalué à la moyenne du prix réel du pétrole pour l'échantillon sur la période 1986-2010, est obtenu au moyen d'un modèle d'autorégression vectorielle structurel estimé à l'aide de données trimestrielles couvrant la période 1986-2010 et prenant en compte, en plus du cours réel du Brent, un indicateur du PIB réel mondial, les taux d'intérêt réels à court terme aux États-Unis et le taux de change effectif réel du dollar. L'ordre des variables est emprunté à Akram (2009).
3. Voir OCDE (2008a) et Jones et Kwiecinski (2010).

nombreux cas. L'augmentation des prix du pétrole et les conditions météorologiques défavorables observées dans différentes régions du monde expliquent pour l'essentiel la hausse des prix des produits alimentaires au niveau international.

#### ... ce qui va freiner la reprise dans le court terme

Les produits alimentaires représentent une part importante de la consommation des ménages dans les pays à faible revenu, mais occupent aussi une place importante dans les pays de l'OCDE. Par exemple, la part des produits alimentaires dans la consommation des ménages est de l'ordre de 14 % aux États-Unis et de 19 % au Japon. Cependant, la part des matières premières est beaucoup plus faible, en raison des marges commerciales et de l'utilisation de divers autres facteurs dans la production alimentaire. Un calcul rapide tenant compte de ces considérations incite à penser que, à taux de change et revenus nominaux constants, une augmentation durable des prix des produits de base alimentaires et du pétrole d'une ampleur comparable à celle qui s'est produite ces six derniers mois réduirait mécaniquement, toutes choses égales par ailleurs, le revenu disponible réel des ménages de près de 1½ pour cent environ dans les grandes régions de l'OCDE. Cependant, les effets seraient plus limités au niveau macroéconomique, car les producteurs alimentaires nationaux bénéficieraient des hausses de prix et les modes de consommation s'ajusteraient pour privilégier les produits dont les prix augmenteraient de façon relativement moins prononcée. Diverses études économétriques incitent à penser que l'impact à court terme d'une hausse de \$ 10 du prix du baril de brut pourrait réduire de deux dixièmes de point la croissance du PIB dans la zone OCDE les deux premières années (tableau 1.3).

Tableau 1.3. **Effets d'une hausse des prix du pétrole sur le PIB et l'inflation – Estimations récentes**

Étude	Méthode	Type de choc	Effet sur le PIB réel	Effet sur l'inflation
Carabenciov <i>et al.</i> (2008), FMI	Modèle macroéconométrique	Hausse (permanente) de 10 %	Écart moyen de taux de croissance les deux années suivantes : -0.10 point pour les États-Unis -0.03 point pour la zone euro -0.02 point pour le Japon	Écart moyen de taux d'inflation les deux années suivantes : +0.13 point pour les États-Unis +0.08 point pour la zone euro +0.04 point pour le Japon
Barell et Pomerantz (2004), NIESR	Modèle macroéconométrique NIGEM	Hausse (permanente) de 10 USD	Écart par rapport au scénario de référence la deuxième année : -0.47 point pour les États-Unis -0.38 point pour la zone euro	Écart par rapport au scénario de référence la deuxième année : +0.51 point pour les États-Unis +0.28 point pour la zone euro
Commission européenne (2004)	Modèle macroéconométrique QUEST	Hausse (permanente) de 25 %	Écart par rapport au scénario de référence la deuxième année : -0.38 point pour la zone euro	Écart par rapport au niveau de référence de l'IPC la deuxième année : +0.28 point pour la zone euro
Commission européenne (2008)	Modèle d'équilibre général stochastique dynamique QUEST III	Hausse progressive de 100 % sur une période de trois ans	Écart par rapport au scénario de référence la deuxième année : -0.59 point pour la zone euro	Écart par rapport au niveau de référence de l'IPC la deuxième année : +1.27 point pour la zone euro
Jimenez-Rodriguez et Sanchez (2004) BCE	Autorégression vectorielle (VAR)	Réponse impulsionnelle à une hausse de 1 %	Effets cumulés sur le taux de croissance jusqu'au huitième trimestre : -0.039 point pour les États-Unis -0.011 point pour la zone euro	
Modèle mondial de l'OCDE, Hervé <i>et al.</i> (2010)	Modèle macroéconométrique	Hausse (permanente) de 10 USD	Écart par rapport au scénario de référence la deuxième année : -0.3 point pour les États-Unis -0.3 point pour le Japon -0.2 point pour la zone euro	Écart par rapport au niveau de référence de l'IPC la deuxième année : +0.4 point pour les États-Unis +0.1 point pour le Japon +0.3 point pour la zone euro

Source : OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435055>

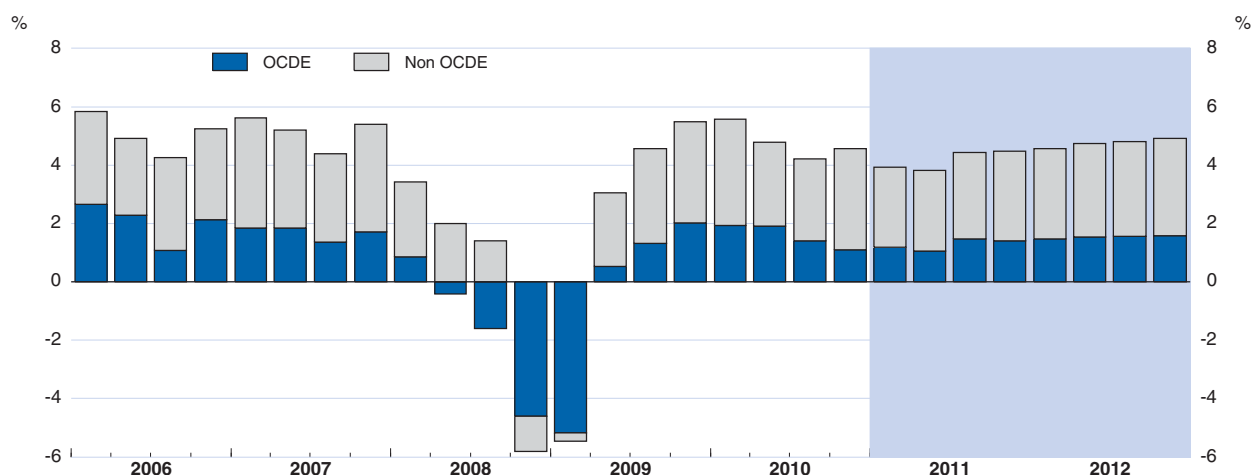
## Perspectives de croissance

### La croissance va peu à peu prendre de l'ampleur...

La croissance de la production s'est modérément raffermie dans la zone OCDE au premier trimestre, malgré l'impact de la hausse des coûts énergétiques sur les revenus réels des ménages et la forte contraction de l'activité au Japon consécutive au séisme survenu début mars. Dans les économies non membres de l'OCDE, la croissance est restée robuste. À terme, la reprise ne devrait s'affirmer que lentement (graphique 1.9), malgré l'effet stimulant de politiques monétaires encore accommodantes tout au long de la période de prévision, et en dépit de conditions financières favorables. L'assainissement nécessaire des finances


### Graphique 1.9. Les économies non membres de l'OCDE continuent de tirer la croissance mondiale

Contribution à la croissance trimestrielle annualisée du PIB réel mondial



Note : Calculée à l'aide de pondérations mobiles du PIB nominal, sur la base du PIB national à parité de pouvoir d'achat.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434713>

publiques (encadré 1.3), les effets négatifs sur les termes de l'échange et les vents contraires persistants dus aux séquelles de la récession sur les marchés du travail, du logement et du crédit sont autant de facteurs qui freineront la reprise dans la zone OCDE. En conséquence, il restera probablement un volant de ressources inutilisées dans la plupart des économies de l'OCDE à la fin de la période de prévision.

#### Encadré 1.3. Hypothèses de politique économique retenues pour les prévisions

Les cadres de politique budgétaire pour 2011 se fondent autant que possible sur les mesures concernant la fiscalité et les dépenses qui ont été adoptées. Lorsque des modifications des politiques ont été annoncées, mais n'ont pas été encore adoptées, il en est tenu compte si l'on considère qu'elles seront mises en œuvre sous une forme proche de celle annoncée. Lorsque les plans des gouvernements sont connus pour 2012, les prévisions budgétaires sont fonction de ces plans, sinon, dans les pays dont les finances publiques sont dégradées, un durcissement du solde primaire sous-jacent à hauteur de 1 % du PIB en 2012 a été pris en compte dans les prévisions. Lorsqu'on ne dispose pas d'informations suffisantes pour déterminer la répartition des efforts budgétaires, on présume qu'ils s'appliquent également aux dépenses et aux recettes et qu'ils sont étalés proportionnellement sur les différentes composantes. Grâce à ces conventions, on peut prendre en compte l'assainissement requis dans les pays dont les plans annoncés ne sont pas suffisamment détaillés pour être intégrés aux prévisions. Dans cette optique, les hypothèses suivantes ont été retenues (avec des ajustements supplémentaires si les prévisions d'activité économique de l'OCDE et celles des gouvernements concernés divergent) :

- Pour les États-Unis, les hypothèses pour 2011 se fondent sur les mesures adoptées. Étant donné l'incertitude législative entourant la politique budgétaire pour 2012, on présume que le déficit primaire sous-jacent des administrations publiques diminue de 1 % de PIB par rapport au niveau de 2011.

### Encadré 1.3. Hypothèses de politique économique retenues pour les prévisions (suite)

- Pour le Japon, les prévisions se fondent sur la stratégie de gestion budgétaire annoncée en juin 2010, qui limite l'émission de nouvelles obligations publiques dans les exercices 2011-12 au niveau de l'exercice 2010. Cette contrainte est globalement respectée par une combinaison de mesures visant les dépenses et les recettes, en dépit de la nécessité d'engager des dépenses de reconstruction liées au séisme.
- Pour l'Allemagne, le programme gouvernemental d'assainissement à moyen terme annoncé en septembre 2010, de même que l'élimination progressive des mesures temporaires des plans de relance budgétaire, ont été pris en compte dans les prévisions. Pour la France, les prévisions intègrent le programme d'assainissement à moyen terme du gouvernement. Pour l'Italie, elles prennent en compte les mesures annoncées dans la législation budgétaire pour 2011 et confirmées dans le Programme de stabilité révisé. Pour le Royaume-Uni, les prévisions reposent sur les mesures fiscales et les trajectoires d'évolution des dépenses qui ont été adoptées dans le budget de mars 2011.

Le concept d'engagements financiers des administrations publiques appliqué dans les *Perspectives économiques de l'OCDE* repose sur les conventions des comptes nationaux. Celles-ci exigent que les engagements soient comptabilisés aux prix du marché et non à prix nominaux constants (comme c'est le cas en particulier de la dette des administrations publiques dans la définition de Maastricht). En 2010, les pays de la zone euro confrontés à des situations budgétaires insoutenables qui ont demandé l'assistance de l'Union européenne et du FMI (Grèce, Irlande et Portugal) ont enregistré de fortes baisses du prix des obligations publiques. Afin de rendre l'analyse des *Perspectives économiques* indépendante de fortes fluctuations temporaires des niveaux de la dette publique par suite de réévaluations, la variation de la dette publique en 2010 dans ces pays a été estimée approximativement par la variation des engagements publics comptabilisés pour la dette des administrations publiques dans l'optique de Maastricht.

Les taux d'intérêt directeurs correspondent aux objectifs affichés des autorités monétaires concernées, sous réserve des prévisions de l'OCDE concernant l'activité et l'inflation, qui peuvent être différentes de celles des autorités monétaires. Le profil d'évolution des taux d'intérêt ne doit pas être interprété comme étant une prévision des intentions des banques centrales ou des anticipations des marchés à cet égard.

- Aux États-Unis, le programme d'assouplissement quantitatif est censé être achevé en juin comme annoncé. Il est présumé que le taux cible des fonds fédéraux est relevé, par petites étapes, de 100 points de base durant le reste de cette année, de façon que les anticipations inflationnistes restent bien ancrées. Après une pause au premier semestre 2012, ce taux est censé augmenter régulièrement à mesure que la reprise s'affirmera, pour atteindre 2¼ pour cent à la fin de l'année.
- Dans la zone euro, après avoir relevé le taux de refinancement en avril 2011, la Banque centrale européenne est censée le maintenir constant pendant le reste de l'année. Une normalisation progressive du principal taux directeur serait justifiée à partir du début de 2012, compte tenu d'une érosion du volant de ressources inutilisées et d'une montée progressive de l'inflation sous-jacente. Par conséquent, on présume que le principal taux de refinancement augmente tout au long de 2012 pour atteindre 2¼ pour cent à la fin de 2012.
- Au Japon, la politique de taux d'intérêt actuelle doit être maintenue jusqu'à ce que l'inflation soit fermement positive. Le taux d'intérêt directeur à court terme est censé se maintenir à 10 points de base sur l'ensemble de la période de prévision.
- Au Royaume-Uni, le taux d'intérêt directeur est censé être relevé de 50 points de base d'ici la fin de cette année de manière à éviter une hausse continue des anticipations inflationnistes. Après une pause, pour jauger les effets sur la reprise, le taux directeur est présumé augmenter encore de 125 points de base en 2012 avec la montée en puissance de la reprise.

**Encadré 1.3. Hypothèses de politique économique retenues pour les prévisions (suite)**

Pour les États-Unis, le Japon, l'Allemagne et les autres pays n'appartenant pas à la zone euro, les rendements des obligations publiques à 10 ans sont censés converger vers un taux de référence, déterminé par les taux courts futurs prévus majorés d'une prime d'échéance et d'une prime additionnelle pour les pays dont la dette publique brute dépasse 75 % du PIB, cette prime étant égale à 4 points de base pour chaque point de pourcentage en excédent de 75 %. Les hypothèses concernant les écarts sur la dette souveraine à long terme dans la zone euro par rapport à l'Allemagne sont les suivantes :

- Pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande, les écarts sont censés rester constants jusqu'à fin 2011 à la valeur moyenne observée en avril, avant de diminuer de moitié en 2012, du fait que les progrès de l'assainissement et de l'ajustement économique se traduisent par un raffermissement spontané de la confiance, ou que la conviction se répand que des financements officiels supplémentaires seront accordés si nécessaire.
- Pour l'Espagne, les écarts sont présumés rester constants jusqu'à fin 2011 à la valeur moyenne observée en avril, avant de diminuer d'un quart en 2012.
- Pour les autres pays de la zone euro, les écarts sont présumés rester constants jusqu'à fin 2012 à la valeur moyenne observée en avril.

Les taux de change sont censés rester inchangés par rapport à ceux observés le 6 mai 2011, à savoir : 1 dollar pour 80.31 yens, 0.70 euro (soit 1.43 dollar pour 1 euro) et 6.49 yuans.

Le prix du baril de Brent est censé rester constant à \$ 120 à partir du second trimestre de cette année. Les prix des autres produits de base sont présumés rester constants à leurs niveaux moyens de mars et avril 2011 au cours de la période de prévision.

Les prévisions ont été établies à partir des informations rassemblées jusqu'au 19 mai 2011. Pour des précisions sur les hypothèses concernant chaque pays voir les chapitres 2 et 3.

Les principales caractéristiques des perspectives économiques pour les grandes économies sont les suivantes :

- ... aux États-Unis...**
- Aux États-Unis, la croissance devrait se redresser légèrement à partir du second trimestre 2011, à la faveur d'une politique monétaire accommodante et de conditions financières propices, mais aussi de la dissipation progressive des effets négatifs de la fermeté des prix des produits de base, ainsi que des carences restantes sur les marchés du travail et de l'immobilier et dans les bilans des ménages. Néanmoins, la reprise restera probablement atone, l'assainissement budgétaire exerçant un léger effet de freinage sur l'activité en 2012. Le bas niveau des taux d'intérêt, la fermeté des bénéfices des entreprises et les facteurs cycliques habituels devraient étayer une robuste progression des achats d'équipements, mais l'excédent d'offre sur les marchés des biens continuera de peser pendant quelque temps sur les investissements dans l'immobilier résidentiel et commercial. La croissance de la consommation privée devrait être stimulée par de nouvelles améliorations de la situation du marché du travail, mais l'ajustement en cours des bilans va probablement limiter la baisse possible du taux d'épargne des ménages. L'accélération récente de l'emploi se poursuivant, le taux de chômage devrait redescendre aux

alentours de 7½ pour cent d'ici à la fin de 2012, et restera donc bien supérieur à son niveau d'avant la crise.

- ... au Japon...**
- Au Japon, le grand tremblement de terre survenu dans l'est du pays a eu pour effets immédiats de fortes contractions de la production et de la consommation, ainsi que du niveau de confiance des entreprises et des consommateurs. Étant donné l'expérience des catastrophes passées au Japon et ailleurs, le puissant impact négatif sur le PIB aux premier et second trimestres devrait s'inverser rapidement à mesure que les efforts de reconstruction s'engageront. Une croissance vigoureuse de l'investissement public et privé est prévue dans la seconde moitié de l'année et dans les premiers mois de 2012 en vue de remplacer les logements et les éléments de capital fixe détruits lors de la catastrophe, et la croissance des exportations devrait rebondir avec le rétablissement des chaînes d'approvisionnement. La consommation privée devrait aussi se redresser à partir du second semestre de cette année. Toutefois, après une forte contraction passagère au deuxième trimestre, la croissance du volume des importations sera probablement plus forte qu'elle ne l'aurait été autrement, vu la nécessité d'importer davantage de pétrole pour remplacer l'électricité nucléaire. Sur la période d'un an allant jusqu'au quatrième trimestre 2011, la production devrait être globalement constante, mais la croissance sur l'année civile sera probablement négative cette année. À partir du second semestre 2012, comme le niveau des dépenses de reconstruction diminuera, la croissance devrait faiblir, la consommation et l'investissement fixe des administrations publiques se contractant avec l'intensification des efforts d'assainissement. Le taux de chômage ne devrait que faiblement diminuer au cours de la période de prévision pour revenir à 4½ pour cent, et restera donc supérieur à son niveau d'avant la crise.

- ... dans l'ensemble de la zone euro...**
- Dans l'ensemble de la zone euro, la reprise s'est affirmée et s'étend au-delà des industries manufacturières pour gagner les secteurs de services. Elle devient plus équilibrée : la demande privée finale devrait se renforcer peu à peu tout au long de la période de prévision, les effets d'une politique monétaire encore accommodante et de conditions financières favorables l'emportant sur l'action de freinage exercée par l'assainissement budgétaire et sur les pressions à court terme sur les revenus réels dues au niveau élevé des prix de l'énergie. La situation du marché du travail va sans doute s'améliorer, la croissance de la production s'accompagnant de plus en plus d'une création nette d'emplois, mais le taux de chômage ne devrait descendre qu'aux environs de 9 % d'ici la fin de l'année prochaine, de sorte qu'il subsistera un volant considérable de ressources inutilisées. Les améliorations sur le marché du travail devraient amplifier l'effet stimulant de la faiblesse des taux d'intérêt sur la consommation privée, d'où un raffermissement de la confiance et de nouvelles réductions du taux d'épargne. L'investissement des entreprises



devrait aussi continuer de se redresser à partir de niveaux post-crise extrêmement bas, à la faveur des effets cycliques normaux et de conditions de financement favorables. Comme indiqué dans l'encadré 1.4, les perspectives économiques resteront inégales au sein de la zone euro.

**Encadré 1.4. Les pays de la zone euro couverts par un programme : situation actuelle, perspectives et actions envisageables**

Au sein de la zone euro, les perspectives économiques restent inégales, compte tenu du nécessaire rééquilibrage en cours entre les économies du cœur et certaines des économies de la périphérie. Cet ajustement est particulièrement prononcé dans les pays qui ont demandé l'aide de l'Union européenne et du FMI, et qui font l'objet d'une surveillance étroite de la part des marchés de capitaux. Dans ces économies, un assainissement budgétaire de grande ampleur est mis en œuvre, la politique monétaire adoptée pour l'ensemble de la zone s'avère plus restrictive qu'il ne conviendrait au vu de critères purement intérieurs, et la demande du secteur privé est bridée par des bilans encore fragiles et par des conditions défavorables sur le marché du travail. Toutefois, certains signes de rééquilibrage apparaissent : la compétitivité extérieure s'améliore à l'heure actuelle en Grèce et en Irlande, à la faveur d'une baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui devrait stimuler la croissance des exportations au cours de la période de prévision. La demande intérieure devrait faiblir en Irlande, en Grèce et au Portugal à la fois en 2011 et en 2012, mais la croissance vigoureuse des exportations pourrait se solder par une modeste progression du PIB en 2012, sauf au Portugal.

L'assainissement budgétaire requis dans ces pays va de l'avant. En Grèce, l'assainissement du budget en 2010 a représenté environ 7½ pour cent du PIB, soit un peu moins que le niveau prévu. Selon les prévisions de l'OCDE, cet effort devrait être suivi par des réductions supplémentaires du déficit sous-jacent de l'ordre de 4¼ pour cent du PIB en 2011 et de 1 % en 2010, conformément aux objectifs du programme UE/FMI. En Irlande, le déficit budgétaire a fortement augmenté en 2010 à cause des coûts de renflouement des banques, mais il est prévu actuellement que le déficit sous-jacent sera réduit de 3½ pour cent du PIB potentiel (de 5 % pour le solde primaire sous-jacent) entre 2010 et 2012, conformément à l'accord conclu avec l'Union européenne et le FMI. Au Portugal, un assainissement vigoureux est en cours cette année et des mesures supplémentaires seront prises dans le contexte du programme d'assistance financière UE/FMI ; le déficit budgétaire sous-jacent devrait diminuer de 4¼ et 2¼ pour cent du PIB potentiel respectivement en 2011 et en 2012. Toutefois, en dépit de ces efforts d'assainissement, le ratio dette publique brute/PIB s'envolera pour atteindre près de 160 % en Grèce, environ 125 % en Irlande et quelque 115 % au Portugal à l'horizon 2012. Dans chacun de ces trois pays, les gouvernements sont confrontés à des engagements éventuels liés à des garanties explicites et implicites en faveur des banques, qui pourraient accroître encore les ratios d'endettement public brut.

Quelques réformes structurelles ont été lancées pour faciliter l'ajustement requis. La Grèce s'est engagée sur des réformes structurelles d'envergure dans le contexte du programme d'assistance financière, notamment un assouplissement des restrictions sur les marchés de produits, un renforcement de la capacité d'ajustement des marchés du travail et une refonte du système de retraite. Nombre de ces engagements se sont déjà traduits par des dispositions législatives, même si l'adoption et l'application des mesures ont pris du retard dans certains cas. De même, l'Irlande mettra en œuvre des réformes du marché du travail dans le cadre de son accord avec l'UE et le FMI. Les réformes structurelles tiendront aussi une large place dans le programme du Portugal, avec notamment des ajustements du régime de protection de l'emploi et du système de prestations.



#### Encadré 1.4. Les pays de la zone euro couverts par un programme : situation actuelle, perspectives et actions envisageables (suite)

Malgré le soutien financier accordé, les vigoureux efforts d'assainissement budgétaire, les réformes structurelles et les signes de rééquilibrage, les écarts sur la dette souveraine ont continué de se creuser en Grèce, en Irlande et au Portugal. À la mi-mai, le rendement des obligations publiques à dix ans avoisinait 16 % en Grèce et 10 % en Irlande et au Portugal ; aux échéances plus courtes, les rendements étaient encore plus élevés. Les marchés ont donc intégré dans leurs prix de fortes probabilités de restructuration de la dette souveraine dans ces pays. À titre d'exemple, en Grèce, le prix de marché de l'assurance contre le défaut souverain correspond à une probabilité de 64 % que l'État fasse défaut au cours des deux prochaines années (une perte de 45 % étant présumée en cas de défaut). Même si les gouvernements sont plus ou moins en passe d'atteindre leurs objectifs budgétaires, leurs positions budgétaires ne seraient pas viables si les taux d'intérêt en vigueur sur les marchés se maintenaient longtemps à leur niveau actuel.

En même temps, les banques en Grèce, en Irlande et au Portugal ont été privées de financements sur le marché et sont tributaires des liquidités fournies par la BCE. Cet apport a été rendu possible par la décision de la BCE d'assouplir les critères de qualité des sûretés qu'elle accepte dans le cadre des accords de prise en pension. À la fin de février, les trois pays en question représentaient 55 % du total des liquidités fournies par la BCE.

L'objectif ultime de la Grèce, de l'Irlande et le Portugal est de parvenir à une situation budgétaire viable et de rétablir l'accès au financement sur le marché pour l'État et les banques. En l'absence d'un regain de confiance des marchés à l'égard des risques de solvabilité, il existe différents moyens de s'attaquer à cette situation non viable :

- Une première option consiste pour les créanciers officiels étrangers à continuer de financer ces États à des taux d'intérêt nettement inférieurs au rendement courant du marché, en contrepartie de mesures supplémentaires destinées à rétablir la viabilité budgétaire. Toutefois, si en définitive un de ces pays n'était pas en mesure de rembourser ses dettes au taux d'intérêt offert, cette aide prolongée n'aurait fait que retarder le règlement de situations non viables. En outre, tandis que les anticipations d'une aide prolongée pourraient calmer les marchés dans l'immédiat, elles risqueraient d'entraîner à la hausse les rendements de la dette publique sur le marché si les investisseurs estimaient que le financement officiel réduit la valeur de leurs créances, en particulier si les prêts officiels étaient considérés comme étant *de facto* prioritaires. À moins que cette aide par des prêteurs de premier rang ne réduise sensiblement la probabilité d'un défaut, elle se traduit donc par une hausse des primes de risque (Gros, 2010, et Chamley et Pinto, 2011).
- Une seconde option consiste à rééchelonner l'encours de la dette. Toutefois, dans les pays lourdement endettés, pour rétablir la viabilité budgétaire il faudrait rééchelonner la dette publique sur une très longue période et à des taux d'intérêt faibles.
- En théorie du moins, une troisième option consiste à réduire l'ampleur des engagements publics en fonction des anticipations actuelles des marchés. Mais en pratique, le recours à cette solution est fortement limité par la nécessité de trouver des réponses appropriées à ces trois questions : comment éviter un effondrement des secteurs financiers nationaux, qui aurait des effets désastreux ; comment faire face aux répercussions sur d'autres pays par le biais du système financier ; comment prévenir les effets de contagion d'un pays sur d'autres pays.

#### ... et dans la zone non OCDE

- En Chine, la croissance de la production devrait s'établir en moyenne à un peu plus de 9 % sur la période 2011-12. La modération à court terme du taux de croissance du PIB devrait se poursuivre dans la seconde moitié de cette année, la demande intérieure étant amortie par les effets du durcissement des conditions monétaires, par la hausse de

l'inflation globale et par certains effets négatifs immédiats de la faiblesse de l'économie japonaise. Ces effets s'estompant, la demande intérieure devrait se raffermir une fois de plus, favorisée par les investissements publics en cours dans le logement social. En Inde, la poursuite de l'assainissement des finances publiques et le durcissement continu de la politique monétaire devraient conduire la croissance du PIB à se modérer pour atteindre un taux plus soutenable de l'ordre de 8½ pour cent par an au cours de la période de prévision. La demande intérieure restera une source majeure de croissance, et sera alimentée par l'investissement privé, lui-même étayé par l'optimisme des entreprises et le besoin d'accroître les dépenses en infrastructures. Au Brésil, la demande interne restera également robuste et continuera d'être tirée par de grands programmes d'infrastructures et de développement de l'énergie, même si la normalisation en cours de la politique économique et la faible baisse continue des exportations nettes devraient maintenir la croissance à son rythme tendanciel. En Russie, la demande intérieure devrait augmenter fortement, à la faveur du niveau élevé des prix des produits de base. En dépit de l'effet de freinage dû à la vive hausse des importations et malgré le resserrement des conditions monétaires, la croissance de la production devrait avoisiner 5 % en 2011 et 4½ pour cent en 2012.

### **L'inflation globale est entraînée à la hausse...**

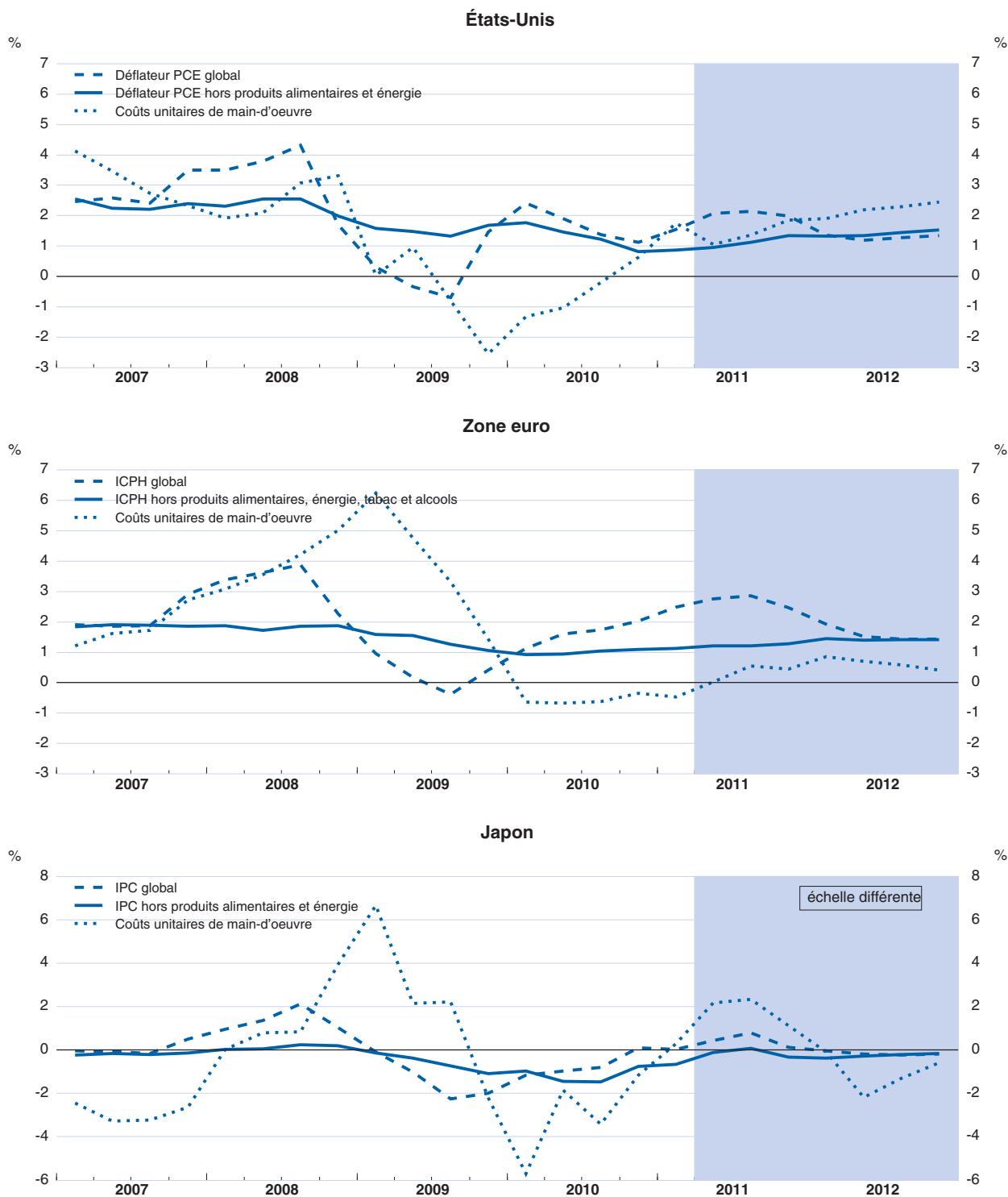
Les fortes augmentations récentes des prix des produits de base ont contribué à porter le taux annuel d'inflation globale des prix à la consommation aux environs de 2¾ pour cent cette année, à la fois aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 1.10). Au Japon, le taux d'inflation globale a aujourd'hui cessé de décroître pour la première fois depuis près de deux ans, même si le changement de l'année de base de l'indice des prix à la consommation prévu en août est susceptible de réduire le taux d'inflation annuelle d'environ ½ point de pourcentage. L'accélération de l'inflation globale est encore plus marquée dans de nombreuses économies de marché émergentes, en raison du poids plus important de l'alimentation et de l'énergie dans la consommation totale de ces économies et de l'intensité énergétique plus élevée de leur production. En outre, il apparaît clairement que les tensions inflationnistes sous-jacentes s'accroissent actuellement dans des économies telles que la Chine, l'Inde, le Brésil et l'Indonésie sous l'effet de contraintes intérieures de capacité.

### **... et les anticipations inflationnistes se sont peu à peu élevées**

Les anticipations inflationnistes à court et long terme ont augmenté progressivement ces derniers mois dans le contexte d'une inflation mondiale relativement forte et d'une hausse des prix des produits de base. La poussée des anticipations inflationnistes à long terme (graphique 1.11), en dépit d'une certaine volatilité à court terme, donne à penser qu'une partie de la récente accélération de l'inflation globale pourrait maintenant devoir persister plus longtemps qu'on ne l'avait estimé. Les anticipations à long terme sur la base de données d'enquête n'ont que légèrement augmenté dans les grands pays de l'OCDE, mais les

### Graphique 1.10. L'inflation sous-jacente devrait rester faible

En glissement annuel

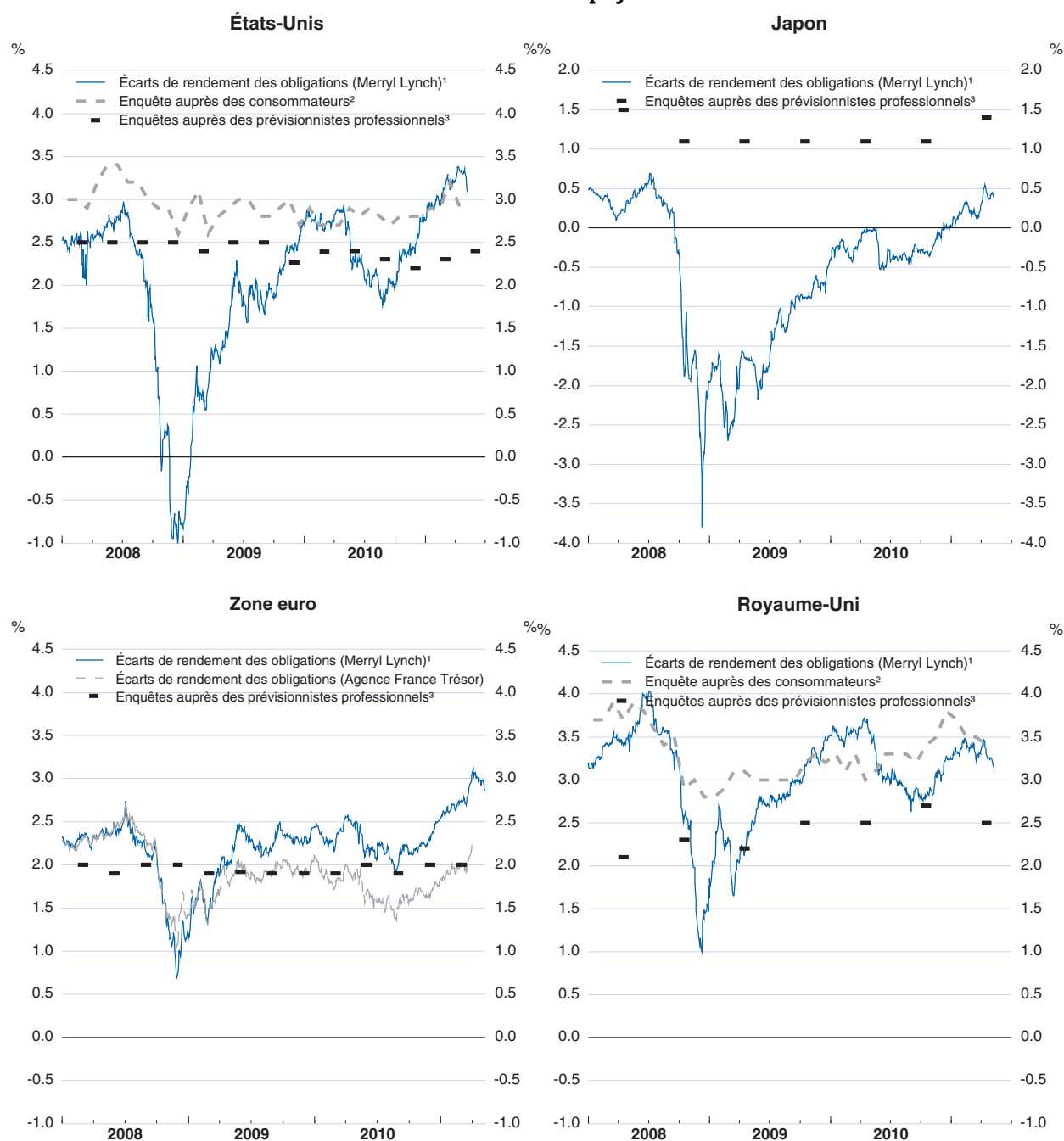


Note : le déflateur PCE est le déflateur des dépenses de consommation des ménages, IPCGH l'indice des prix à la consommation harmonisé et IPC l'indice des prix à la consommation. Les coûts unitaires de main d'oeuvre couvrent l'ensemble de l'économie.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932434732>

Graphique 1.11. Les anticipations inflationnistes à long terme s'inscrivent à la hausse dans certains pays



1. Inflation attendue qu'implique l'écart de rendement entre les obligations publiques de référence à dix ans et les obligations indexées sur l'inflation.
2. Inflation attendue au cours des cinq à dix prochaines années. Sur la base des enquêtes auprès des consommateurs de Reuters/Université du Michigan pour les États-Unis, et de l'enquête Citigroup/YouGov pour le Royaume-Uni.
3. Pour les États-Unis : taux moyen attendu de l'inflation IPC au cours des dix prochaines années, sur la base de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (SPF) de la Banque fédérale de réserve de Philadelphie. Pour la zone euro : taux d'inflation IPCH attendu à cinq ans, sur la base de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels. Pour le Royaume-Uni, taux moyen attendu de l'inflation IPC sur les six à dix prochaines années, sur la base des prévisions du Consensus.

Source : Datastream ; Agence France Trésor; sondage de l'université du Michigan ; Citigroup ; Réserve fédérale de Philadelphie ; BCE ; et prévisions du Consensus.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434751>

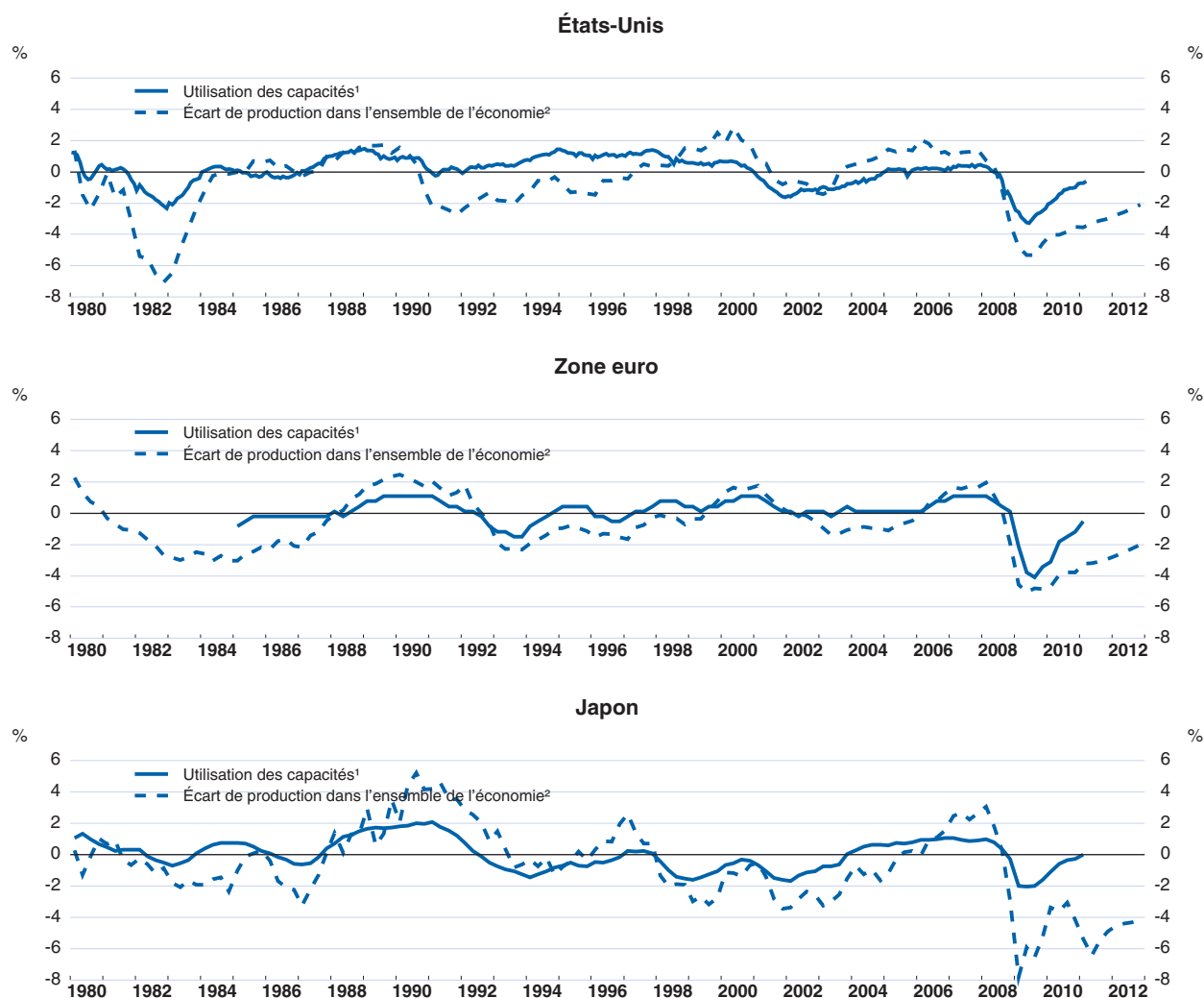
mesures des anticipations inflationnistes à long terme obtenues à partir des écarts de rendement entre les obligations nominales et les obligations indexées ont progressé plus nettement au cours de l'année écoulée. Bien que cette hausse puisse refléter en partie la correction d'erreurs de mesure antérieures, découlant d'une fuite vers des obligations nominales plus liquides durant la crise, ces indicateurs des anticipations ont aujourd'hui rejoint ou dépassé les niveaux d'avant la crise, ce qui laisse à penser que les marchés estiment, dans une certaine mesure, que les tensions inflationnistes s'amplifient. La fermeté récente des prix de l'or, refuge traditionnel contre l'inflation, peut dénoter des inquiétudes à l'égard de l'inflation future.

**La lourdeur de la conjoncture devient plus difficile à jauger...**

Les taux d'inflation tendancielle, abstraction faite des effets directs de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, s'orientent maintenant à la hausse dans les économies de l'OCDE, mais lentement et à partir d'un bas niveau. La montée de l'inflation tendancielle reflète probablement l'effet de freinage décroissant exercé sur l'inflation par le volant de capacités inutilisées subsistant sur les marchés du travail et des produits (Moccero *et al.*, 2011). Toutefois, le niveau et le rythme de variation du sous-emploi des capacités deviennent plus difficile à jauger dans certaines économies de l'OCDE, surtout celles où le chômage baisse aujourd'hui relativement rapidement et celles où les mesures de l'utilisation des capacités manufacturières tirées d'enquêtes sont revenues près des niveaux normaux, en dépit d'estimations faisant état d'écarts de production encore largement négatifs pour l'ensemble de l'économie (graphique 1.12).


**... mais l'inflation sous-jacente semble ne devoir progresser que lentement**

Il est probable que le volant actuel de ressources inutilisées ne se réduira que progressivement et pèsera encore sur l'inflation tout au long de la période de prévision. Les pressions des coûts de main-d'œuvre restent également légères (graphique 1.10), les pressions des salaires demeurant très discrètes dans la plupart des grandes économies en raison de la faiblesse persistante du marché du travail, alors même que la productivité du travail se raffermi. Aux États-Unis, le taux annuel d'inflation tendancielle devrait passer d'environ 1 % à l'heure actuelle à un peu de 1½ pour cent au cours de la période de prévision. Dans la zone euro, l'inflation tendancielle passerait de 1¼ pour cent au second semestre de cette année à 1½ pour cent au second semestre 2012. Au Japon, la déflation va sans doute persister. Ces chiffres prennent en compte les ajustements du niveau des prix dus à la hausse des impôts indirects et des prix administrés, qui induisent aussi une poussée temporaire du taux d'inflation tendancielle au Royaume-Uni et dans plusieurs économies de la périphérie de la zone euro (encadré 1.5). Quelques progrès seront sans doute encore réalisés dans l'inversion du profil passé de l'inflation des coûts au sein de la zone OCDE. Si de nouvelles mesures structurelles destinées à améliorer les pressions concurrentielles sur les marchés des produits et du travail étaient prises

Graphique 1.12. **L'écart de production et le taux normalisé d'utilisation des capacités divergent**

1. L'utilisation des capacités a été normalisée en ôtant la moyenne historique et en divisant par l'écart-type. Secteur manufacturier pour le Japon et la zone euro ; toutes branches d'activité pour les États-Unis.
2. L'écart de production est une mesure pour l'ensemble de l'économie. Il n'a pas été ajusté de l'effet de l'extension de la période d'indemnisation du chômage, qui pourrait réduire son ampleur absolue.

Source : OCDE, base de données des Principaux indicateurs économiques ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89 ; et Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434770>

en Grèce, en Irlande et au Portugal, cela pourrait faciliter l'ajustement des prix qui s'impose dans la zone euro.

### **La situation du marché du travail devrait continuer de s'améliorer**

Le rythme de la reprise reste tributaire des progrès accomplis dans la réduction du sous-emploi de la main-d'œuvre. La situation des marchés du travail est en train de s'améliorer légèrement, et pour la première fois depuis la fin de la crise, les taux de chômage sont stables ou décroissants dans la majorité des économies de l'OCDE. En outre, les résultats des enquêtes sur les intentions d'embauche s'améliorent (graphique 1.13), et

### Encadré 1.5. Effets inflationnistes des impôts indirects et des prix administrés

Dans de nombreux pays de l'OCDE, les hausses des taux de la TVA, des autres impôts indirects et des prix administrés ont fait monter le niveau des prix à la consommation et, partant, l'inflation globale et l'inflation tendancielle.

L'impact des hausses des impôts indirects et des prix administrés peut être considérable. À titre d'exemple, le poids combiné des biens et services assujettis à la TVA dans l'IPC est proche de 90 % dans les grandes économies avancées de l'OCDE et le poids des prix administrés avoisine 10 % dans la zone euro<sup>1</sup>. Dans le cas extrême où la TVA s'applique à tous les articles de l'IPC au taux normal et où sa hausse est intégralement répercutée sur les prix, un relèvement de 1 point de pourcentage du taux de la TVA ferait monter le niveau de l'indice des prix à la consommation de 0.8 à 1 %, suivant le taux initial. Dans la pratique, les producteurs et les distributeurs peuvent réduire leurs marges pour préserver leurs ventes. Selon une étude récente fondée sur l'expérience du Royaume-Uni, le coefficient de répercussion des hausses d'impôts indirects est de 0.5 dans le court terme (Banque d'Angleterre, 2010, et OCDE, 2011c). À l'inverse, les hausses des prix administrés ont des effets immédiats.

Des estimations officielles récentes réalisées dans les économies de l'OCDE indiquent que ces mesures fiscales ont d'importants effets sur les prix à la consommation.

- Aux États-Unis, les majorations de la taxe sur les tabacs au premier semestre 2009 ont accru le taux annuel d'inflation de l'IPC de 0.2 point de pourcentage selon les estimations. Depuis, les collectivités locales confrontées à des difficultés budgétaires ont augmenté les impôts indirects, avec notamment des hausses de 1 ou 1¼ point de certaines taxes sur les ventes prélevées par les États fédérés, mais ces mesures sont trop limitées pour avoir eu des effets notables sur l'inflation nationale.
- Dans la zone euro, des mesures destinées à accroître les recettes de TVA ont été prises par les pays de la périphérie en 2010 et 2011, de sorte que le taux d'inflation IPCH sur 12 mois actuel dépasse de 0.4 point le taux mesuré à taux d'imposition constants qu'Eurostat calcule à l'aide d'une méthode qui maintient le taux d'imposition constant par rapport à la période de référence (graphique de l'encadré). Si les hausses d'impôts indirects ont eu le même impact sur l'inflation tendancielle, les mesures fiscales expliqueraient, et au-delà, la montée de l'inflation tendancielle dans la période d'un an s'achevant en janvier 2011 : abstraction faite des impôts et des prix administrés, l'inflation tendancielle dans les premiers mois de 2001 pourrait être proche de ½ pour cent. Si l'on excluait l'effet des impôts, les niveaux tendanciels des prix seraient globalement stables (Portugal) ou décroissants (Espagne, Grèce et Irlande)<sup>2</sup>. En janvier 2011, les taux normaux de TVA ont été relevés de 2 points au Portugal et deux taux de TVA réduits ont été majorés de 1 et 2 points respectivement en Grèce<sup>3</sup>. Étant donné les coefficients de pondération applicables au Portugal et à la Grèce, on estime que ces majorations de la TVA ont augmenté l'inflation IPCH dans la zone euro de 0.1 point.
- Au Japon, l'effet d'un relèvement de la taxe sur le tabac en 2010 a été plus que compensé par la suppression des droits de scolarité dans les lycées publics<sup>4</sup>.
- Au Royaume-Uni, le taux normal de la TVA a été relevé de 2½ points en janvier cette année ainsi que l'an dernier, et la hausse de l'IPC en mars 2011 dépassait de 1.7 point son évaluation sur la base de prix à la consommation à taux d'imposition constants.

La hausse des prix administrés est partout affectée par les augmentations des prix des produits de base, par le biais des prix réglementés de l'énergie et des transports, mais le taux encore plus élevé de l'inflation des prix administrés dans les pays de la zone euro couverts par un programme de l'UE et du FMI laisse à penser que les mesures de récupération des coûts constituent en l'occurrence un facteur additionnel.

L'évaluation de l'inflation sous-jacente doit prendre en compte le fait que les effets des mesures budgétaires sur l'inflation annuelle disparaissent au bout d'un an dans la plupart des cas. Par conséquent, la nécessité d'un resserrement de la politique monétaire dépend de l'ampleur des effets de second tour des hausses de TVA par le biais des anticipations inflationnistes. En particulier, des majorations répétées de la TVA peuvent induire une montée des anticipations inflationnistes.



## Encadré 1.5. Effets inflationnistes des impôts indirects et des prix administrés (suite)

## L'inflation dans les pays européens



Note : HICP fait référence à l'indice des prix à la consommation harmonisé.

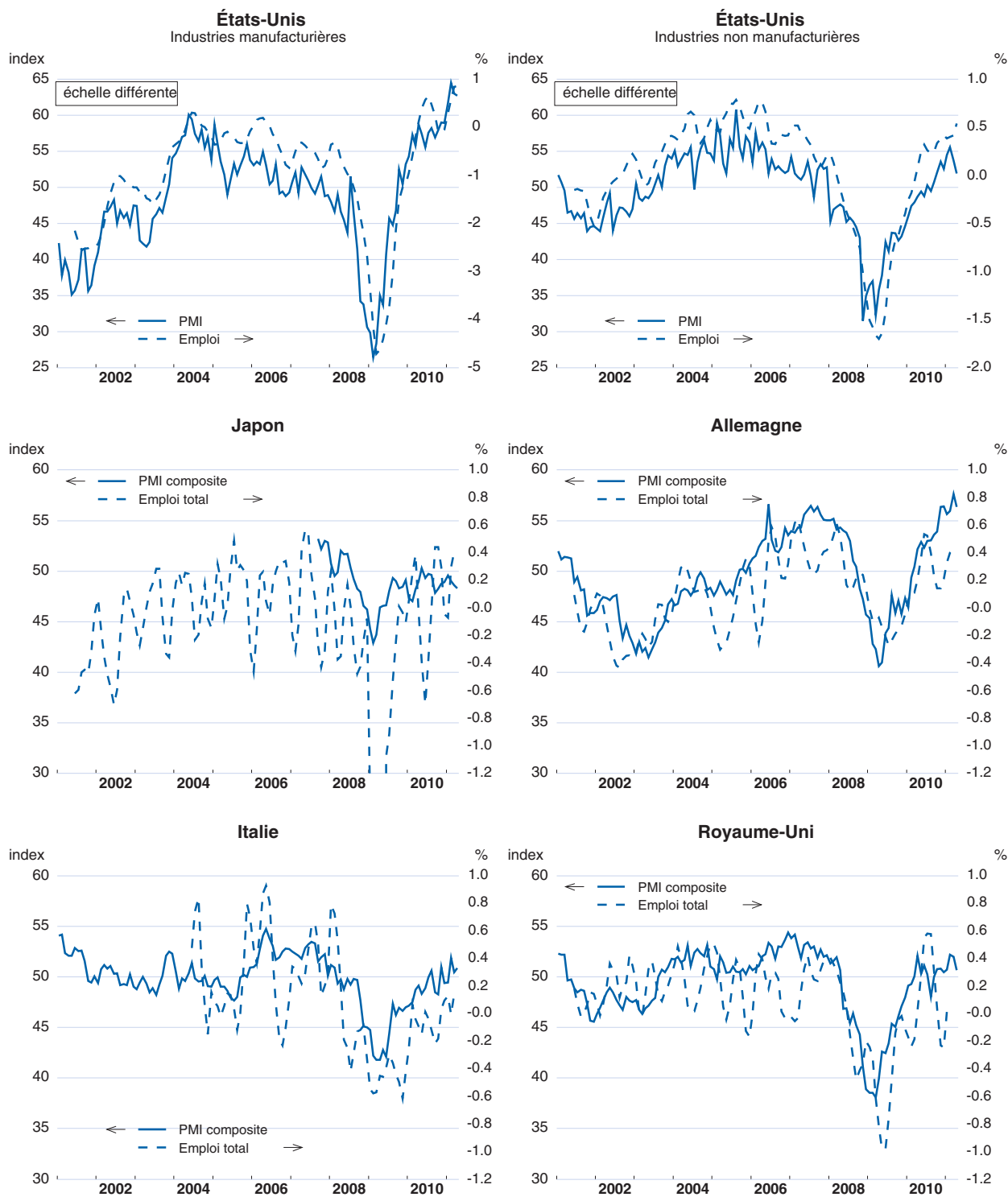
1. Les pays du coeur sont l'Allemagne, la France et l'Italie.
2. Les pays de la périphérie sont l'Espagne, la Grèce et le Portugal, mais non l'Irlande pour laquelle l'IPCH à taux d'imposition constants n'est pas publié.

Source : Eurostat, Office for National Statistics pour le Royaume-Uni.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434789>

1. Ces coefficients de pondération concernent les biens et services hors exemptions normales de TVA. Les impôts indirects sont perçus sur certains des articles bénéficiant d'exemptions normales et ne sont pas perçus sur certains articles autres que ceux bénéficiant d'exemptions normales. Voir OCDE (2008b) pour plus de détails.
2. En Grèce, le taux d'inflation annuelle est élevé en raison surtout d'une augmentation de 4 points de pourcentage du taux normal de la TVA en 2010, cependant l'IPCH à taux constants indique que l'économie est en fait tombée dans la déflation. En Espagne et au Portugal, les taux d'inflation globale de l'IPCH dépassent d'environ 1 point l'évaluation à taux constants, le taux normal de la TVA ayant été majoré de 2 points et 3 points respectivement depuis 2010.
3. Les taux de TVA ont été également relevés dans d'autres pays européens tels que la Suisse, la Pologne et la République slovaque en janvier 2011.
4. La majoration de la taxe, qui s'est accompagnée de hausses autorisées des prix, a entraîné une augmentation du prix du tabac de plus de 30 %.

Graphique 1.13. L'indice d'emploi PMI (indice des directeurs d'achats) et la croissance de l'emploi privé



Source : Markit; Bureau of Labour Statistics; BEA; et Datastream.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434808>

l'augmentation de la demande de main-d'œuvre est aujourd'hui progressivement couverte par de nouvelles embauches et non par un accroissement du nombre d'heures travaillées, contrairement à ce qui était le cas dans la première année de la reprise. L'emploi total dans la zone OCDE devrait progresser d'environ 1 % cette année et de 1¼ pour cent (tableau 1.4). Les taux d'activité devant croître quelque peu dans la plupart des économies, après avoir mieux résisté dans le passé récent que lors des récessions précédentes, en partie grâce à des réformes structurelles comme la suppression des mécanismes permettant de quitter le marché du travail pour prendre une retraite anticipée, le taux de chômage de la zone OCDE devrait redescendre aux alentours de 7 % d'ici à la fin de 2012 (graphique 1.14). Par conséquent, un certain sous-emploi de la main-d'œuvre subsisterait dans la plupart des grandes économies de l'OCDE, ce qui contribuerait à maintenir la pression des salaires sous contrôle, même compte tenu du fait que des facteurs comme la hausse du chômage de longue durée et la prolongation de l'indemnisation du chômage ont pu entraîner à la hausse le taux naturel de chômage dans quelques pays (Guichard et Rusticelli, 2010 ; Weidner et Williams, 2011). L'Allemagne est une exception frappante à cet égard. Le taux de chômage y est déjà nettement inférieur à ses niveaux d'avant la crise, grâce aux réformes antérieures du marché du travail et à la marge de flexibilité offerte par les dispositifs de chômage partiel, et il devrait baisser encore d'un point de pourcentage au cours de la période de prévision. Les marchés du travail allemands étant de plus en plus tendus, on peut penser que les pressions des salaires sont susceptibles de s'intensifier encore au-delà de la période de prévision. Aux États-Unis, le taux de

Tableau 1.4. **Les conditions du marché du travail s'amélioreront lentement**

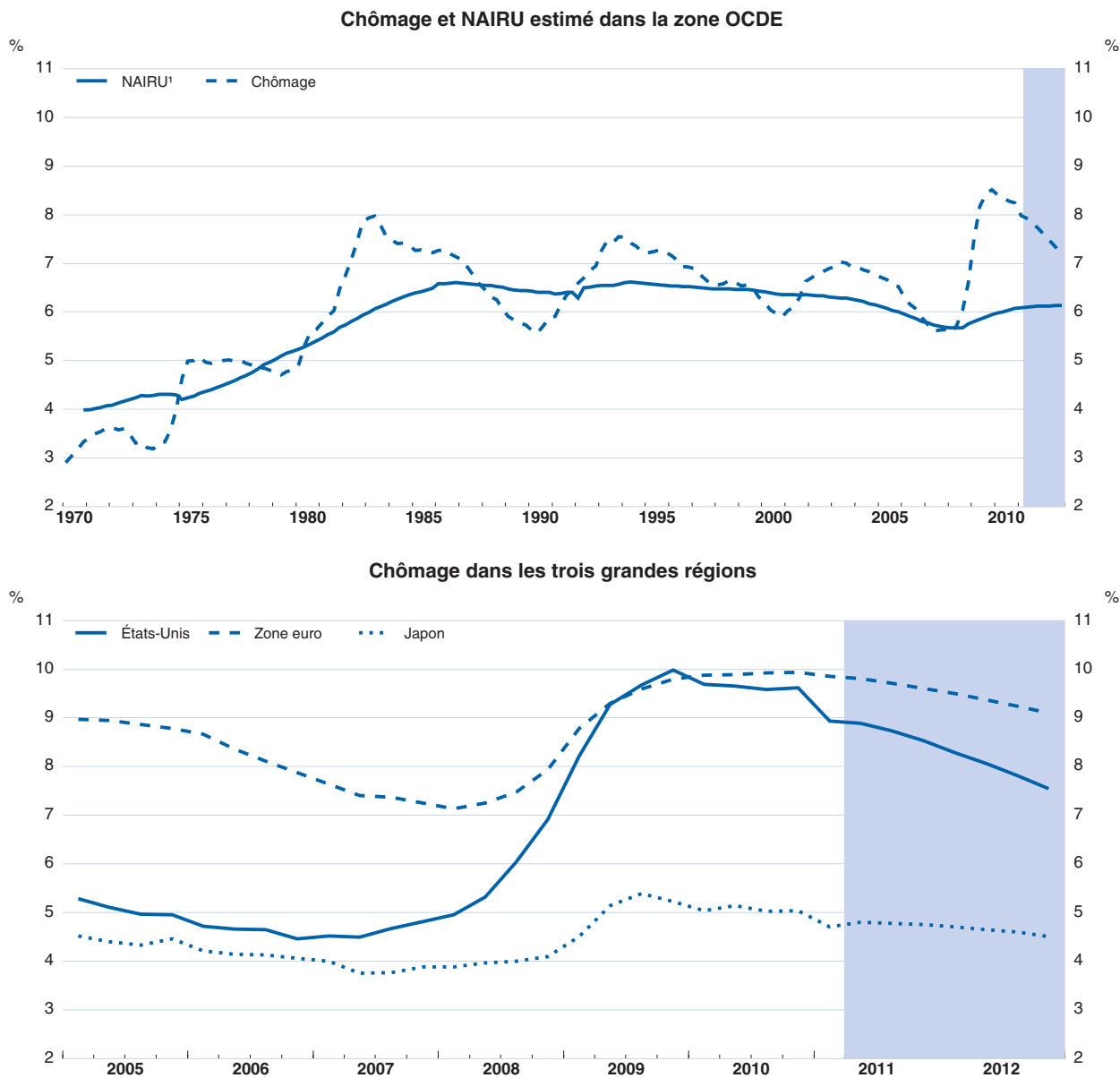
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente						
<b>Emploi</b>						
États-Unis	1.1	-0.5	-3.8	-0.6	0.9	1.9
Zone euro	1.8	1.0	-1.8	-0.5	0.3	0.7
Japon	0.5	-0.4	-1.6	-0.4	0.0	-0.2
OCDE	1.5	0.6	-1.8	0.3	0.9	1.2
<b>Population active</b>						
États-Unis	1.1	0.8	-0.1	-0.2	-0.1	0.9
Zone euro	0.9	1.0	0.2	0.1	0.1	0.2
Japon	0.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4
OCDE	1.0	1.0	0.5	0.5	0.4	0.6
<b>Taux de chômage</b>						
Pourcentage de la population active						
États-Unis	4.6	5.8	9.3	9.6	8.8	7.9
Zone euro	7.4	7.4	9.4	9.9	9.7	9.3
Japon	3.8	4.0	5.1	5.1	4.8	4.6
OCDE	5.7	6.0	8.2	8.3	7.9	7.4

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435074>

### Graphique 1.14. Les taux de chômage sont en train de décroître

En pourcentage de la population active



1. Le NAIRU est établi d'après des prévisions du Secrétariat de l'OCDE. Pour les États-Unis, il n'a pas été corrigé de l'effet de la prolongation de la période d'indemnisation du chômage.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932434827>

chômage diminuerait aussi assez fortement, en raison de la croissance plus soutenue de l'emploi et de l'impact de la réduction progressive présumée de la durée maximale des droits à prestations tout au long de l'année 2012.

### **Les politiques structurelles du marché du travail ont un rôle important à jouer**

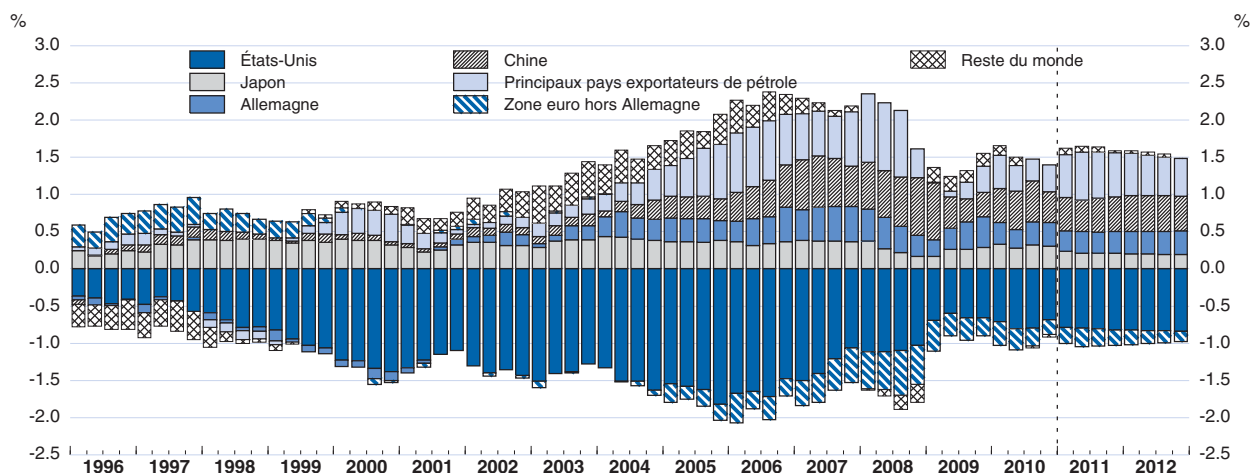
Les politiques structurelles du marché du travail ont un rôle important à jouer pour atténuer autant que possible la transformation potentielle du chômage conjoncturel en chômage structurel. À la différence des récessions et des reprises précédentes, cette question est également devenue préoccupante aux États-Unis, où l'on observe une tendance de baisse à long terme du taux de sortie du chômage et où la durée moyenne du chômage reste très élevée par rapport au passé, puisque 44 % environ des chômeurs sont privés d'emploi depuis 27 semaines ou plus. Les réformes susceptibles de favoriser la croissance de l'emploi à court terme et de minimiser le coût de la récession en termes d'emploi font l'objet d'une analyse approfondie dans le chapitre 5. On peut citer en particulier les actions suivantes : renforcer les services publics de l'emploi et les programmes de formation pour un meilleur appariement des demandes et des offres d'emploi ; rééquilibrer la protection de l'emploi dans le sens d'une protection moins stricte des travailleurs réguliers et d'une protection accrue des travailleurs temporaires ; et alléger temporairement la fiscalité du travail, en recourant là où c'est possible à des subventions marginales à l'emploi dûment ciblées (pour les nouvelles embauches lorsque les emplois nets augmentent) et non à des réductions générales des impôts sur les salaires. Des réformes visant à renforcer les pressions concurrentielles dans les secteurs où il existe un fort potentiel de création de nouveaux emplois, par exemple le commerce de détail et les services professionnels, pourraient aussi rehausser assez rapidement les performances du marché du travail.

### **Les déséquilibres externes demeurent élevés...**

Après avoir sensiblement diminué pendant la crise, les déséquilibres mondiaux paraissent devoir rester globalement stables au cours de la période de prévision (graphique 1.15, tableau 1.5). Le déficit extérieur des États-Unis devrait se creuser à raison d'un peu plus de ½ pour cent de PIB, et la zone euro dans son ensemble pourrait passer d'un déficit à un léger excédent extérieur, à la faveur de la réduction continue des déséquilibres commerciaux à l'intérieur de la zone. L'excédent de la balance courante chinoise devrait s'établir aux alentours de 4½ pour cent du PIB, bien au-dessous des pics précédents, la dégradation des termes de l'échange et un rythme plus modéré de progression des résultats à l'exportation contribuant à maintenir cet excédent à un niveau plus bas que dans le passé récent. Toutefois, les déséquilibres mondiaux seront maintenus à des niveaux élevés par la forte hausse prévue des excédents extérieurs des économies productrices de pétrole à taux d'épargne élevé non membres de l'OCDE, compte tenu de la montée des prix du pétrole. Le recyclage des recettes pétrolières va probablement augmenter de ce fait, mais cela ne suffira pas à réduire sensiblement les excédents de ces pays. Une grande partie des recettes supplémentaires engrangées seront probablement épargnées, comme il convient pour des pays dont les réserves pétrolières s'épuisent peu à peu. Cette stratégie restera sans doute particulièrement pertinente au-delà du court terme, car les prix du pétrole vont probablement augmenter au fur et à mesure que la ressource s'épuisera.

Graphique 1.15. **Les déséquilibres mondiaux restent élevés**

Solde de la balance courante, en pourcentage du PIB mondial



Note : La ligne verticale en pointillés sépare les données effectives des prévisions.

1. Azerbaïdjan, Kazakhstan, Turkménistan, Brunei, Timor-Leste, Bahreïn, Iran, Irak, Koweït, Libye, Oman, Qatar, Arabie Saoudite, Émirats arabes unis, Yémen, Équateur, Trinidad et Tobago, Venezuela, Algérie, Angola, Tchad, République du Congo, Guinée équatoriale, Gabon, Nigeria et Soudan.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434846>

### ... mais ils pourraient être atténués par des réformes structurelles

De nouvelles réductions des déséquilibres exigeront sans doute des taux de change flexibles ainsi que des réformes structurelles et des ajustements budgétaires. Les réformes structurelles pourraient contribuer à traiter les causes sous-jacentes des déséquilibres externes à l'échelle mondiale et au sein de la zone euro dans le moyen terme, du fait de leur impact sur les taux d'épargne et d'investissement nationaux (OCDE, 2011a). En particulier, des mesures destinées à stimuler l'investissement dans les économies affichant des excédents extérieurs en allégeant les réglementations des marchés de produits dans les secteurs protégés, couplées avec des mesures visant à améliorer les systèmes de protection sociale et à libéraliser les marchés de capitaux (tout en maintenant une réglementation prudentielle appropriée) dans les économies non membres de l'OCDE en excédent extérieur, pourraient contribuer à réduire les déséquilibres mondiaux dans les années à venir<sup>4</sup>. De même, des améliorations de la flexibilité des marchés des produits et

4. Selon une analyse de scénario, le durcissement budgétaire requis pour stabiliser les ratios dette/PIB dans les pays de l'OCDE à l'horizon 2025 pourrait réduire de près d'un sixième l'ampleur des déséquilibres mondiaux — mesurée par la somme des ratios des écarts épargne/investissement absolus au PIB, pondérés par le PIB. Si, en outre, le Japon, l'Allemagne et la Chine déréglementaient leurs marchés de produits, pour aligner le niveau de la réglementation des marchés de produits dans l'ensemble de l'économie sur les bonnes pratiques de la zone OCDE, et que la Chine augmentait ses dépenses publiques de santé de 2 points de PIB (sans incidence sur le budget) et libéralisait ses marchés de capitaux, la réduction des déséquilibres mondiaux pourrait être deux fois plus marquée (OCDE, 2011a). Une forte modification des taux de change est également incorporée dans ce scénario.

Tableau 1.5. **Le commerce mondial reste robuste et les déséquilibres extérieurs s'accroissent progressivement**

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Échanges de biens et services en volume</b>	Pourcentage de variation				
<b>Commerce international<sup>1</sup></b>	3.1	-10.8	12.5	8.1	8.4
<i>dont:</i> OCDE	1.2	-12.2	11.3	6.9	7.5
Amérique	0.8	-12.8	13.1	6.5	8.6
OCDE Asie-Pacifique	3.3	-12.7	15.3	6.7	9.3
OCDE Europe	1.0	-11.8	9.7	7.1	6.6
Chine	6.5	-4.0	24.8	10.4	12.2
Autres pays industrialisés d'Asie <sup>2</sup>	6.7	-9.7	16.6	9.6	9.4
Russie	7.0	-17.2	14.6	11.8	8.2
Brésil	7.8	-10.9	24.4	15.6	12.7
Autres pays producteurs de pétrole	8.7	-3.6	1.5	9.8	10.1
Reste du monde	7.3	-10.6	8.5	11.8	7.0
Exportations de la zone OCDE	2.0	-11.7	11.3	7.5	7.7
Importations de la zone OCDE	0.5	-12.5	11.1	6.3	7.3
<b>Prix du commerce extérieur<sup>3</sup></b>	Pourcentage du PIB				
Exportations de la zone OCDE	9.0	-9.1	2.7	10.3	2.2
Importations de la zone OCDE	11.1	-11.2	3.9	11.7	2.2
Exportations de la zone non-OCDE	14.7	-13.7	10.9	15.4	2.7
Importations de la zone non-OCDE	12.0	-9.8	10.1	11.8	2.4
<b>Balances des opérations courantes</b>	Pourcentage du PIB				
États-Unis	-4.7	-2.7	-3.2	-3.7	-4.0
Japon	3.3	2.8	3.6	2.6	2.5
Zone euro	-0.7	0.0	0.2	0.3	0.8
OCDE	-1.5	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7
Chine	9.1	5.2	5.2	4.5	4.4
	Milliards de dollars				
États-Unis	-669	-378	-470	-568	-631
Japon	158	143	195	152	151
Zone euro	-97	9	21	42	107
OCDE	-660	-197	-252	-347	-365
Chine	412	261	305	318	362
Autres pays industrialisés d'Asie <sup>2</sup>	89	137	109	120	137
Russie	104	49	71	133	130
Brésil	-28	-24	-48	-47	-58
Autres pays producteurs de pétrole	484	99	226	429	406
Reste du monde	-194	-86	-106	-186	-195
Non-OCDE	867	434	558	765	782
Monde	207	237	306	419	416


Note : Les agrégats régionaux incluent le commerce intra-régional.

1. Taux de croissance de la moyenne arithmétique des importations et exportations en volume.

2. Hong-Kong, Chine ; Malaisie ; Philippines ; Singapour ; Taipei chinois ; Vietnam ; Thaïlande ; l'Inde et l'Indonésie.

3. Valeurs unitaires moyennes en dollars.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435093>

du travail dans les pays de la zone euro en déficit extérieur pourraient en outre faciliter le nécessaire processus d'ajustement du taux de change réel et l'allocation interne des ressources dans ces pays (Barnes, 2010). L'assainissement budgétaire contribuerait aussi à réduire sensiblement les déséquilibres au niveau mondial et au sein de la zone euro, les besoins d'assainissement étant généralement plus prononcés dans les pays de l'OCDE en déficit extérieur que dans les pays en excédent extérieur.



## Risques

### Les risques demeurent élevés

Des risques nombreux et substantiels entourent encore les prévisions, même si les risques négatifs d'une faiblesse généralisée de l'activité du secteur privé consécutive à la suppression des mesures de soutien budgétaire, et d'une possible déflation, se sont aujourd'hui estompés. Du point de vue positif, il s'agit surtout de risques économiques, inhérents au rythme de l'expansion. Du point de vue négatif, en revanche, les risques sont plus variés, soit inhérents au rythme de la reprise, soit associés à la possibilité d'événements particuliers susceptibles de déclencher un nouvel accès de faiblesse de l'activité. Enfin, certains des risques identifiés jouent dans les deux sens. À titre d'exemple, les cours pétroliers pourraient augmenter ou se replier pendant la période de prévision, et les tensions sur la dette souveraine dans la zone euro pourraient soit s'accroître soit s'estomper plus rapidement que prévu. Et tandis que le séisme au Japon et ses séquelles représentent un risque à la baisse dans le court terme, de nouveaux programmes de reconstruction pourraient accélérer le rebond.

### S'agissant des risques à la hausse...

À l'heure actuelle, les principaux risques positifs sont les suivants :

#### ... la reprise pourrait être plus ample...

- Il se pourrait que le redémarrage de la demande finale du secteur privé revête plus d'ampleur que prévu, surtout si la confiance des ménages et des entreprises devait se raffermir encore au fur et à mesure de la reprise et si l'incertitude qui subsiste à l'égard de la durabilité de la reprise s'atténue davantage. En particulier, après une période d'austérité, les achats de biens de consommation durables, surtout d'automobiles, pourraient dépasser le rythme tendanciel à la faveur du regain de confiance des ménages. En outre, l'investissement des entreprises pourrait croître plus vigoureusement que ne l'indiquent les principales prévisions.

#### ... et les réformes structurelles pourraient avoir des retombées bénéfiques à court terme

- Depuis l'amorce de la reprise, relativement peu de réformes structurelles favorables à la croissance ont été entreprises, mais il n'en reste pas moins que la mise en œuvre de ces mesures, préconisée dans l'étude OCDE (2011a), pourrait aussi donner un coup de fouet à la reprise dans le court terme. Ce serait le cas si les effets bénéfiques futurs des nouvelles réformes sur l'activité et sur les ratios d'endettement public étaient incorporés dans les prix à terme des actifs, ce qui contribuerait à consolider les bilans et à soutenir la demande globale, ou si des réformes contribuaient à améliorer la performance des marchés du travail à très court terme. Des réformes structurelles visant à intensifier la concurrence sur les marchés de produits et à approfondir les marchés de capitaux stimuleraient aussi les perspectives de croissance dans les économies non membres de l'OCDE.

**Quant aux risques à la baisse, ils concernent principalement...**

Les prévisions sont entourées d'un large éventail de risques à la baisse possibles. Plusieurs d'entre eux concernent l'ensemble des économies, mais d'autres sont propres à la zone euro. À l'heure actuelle, les principaux risques à la baisse sont les suivants :

**... de nouvelles hausses des prix du pétrole...**

- Une extension de l'instabilité politique dans la région MENA (Moyen-Orient/Afrique du Nord) pourrait entraîner une nouvelle poussée des cours pétroliers. Comme l'ont démontré des épisodes passés, notamment lors de la première guerre du Golfe en 1990-91, l'instabilité dans un grand pays producteur de pétrole peut déclencher rapidement une flambée des cours pétroliers, en particulier parce que les élasticités-prix de la demande et de l'offre de pétrole à court terme sont faibles et que les capacités excédentaires peuvent se contracter rapidement. Cela amplifierait les effets négatifs sur les revenus et la demande de la récente augmentation des prix du pétrole (examinée plus haut), tout en intensifiant les pressions à la hausse sur l'inflation globale. Une incertitude géopolitique accrue pourrait s'ajouter à ces effets à la baisse et conduire à un recul plus généralisé de la prise de risque sur les marchés de capitaux. En outre, la montée des prix du pétrole creuserait davantage les déséquilibres mondiaux en gonflant les excédents extérieurs déjà élevés des pays pétroliers à haut niveau d'épargne et pousserait peut-être les taux d'intérêt réels à la baisse en altérant l'équilibre *ex ante* entre l'épargne et l'investissement au niveau mondial.

**... une reprise retardée au Japon...**

- Au Japon, il se pourrait que les répercussions néfastes du séisme et de ses séquelles se révèlent plus fortes ou plus prolongées que prévu, surtout si les coupures de courant et les perturbations des chaînes d'approvisionnement persistent. Cette évolution saperait probablement un peu plus la confiance des ménages et des entreprises, avec des effets négatifs sur la demande intérieure, et affaiblirait aussi quelque peu l'activité mondiale, surtout pour les producteurs d'autres pays utilisant des intrants spéciaux en provenance du Japon et qu'il est impossible de se procurer ailleurs.

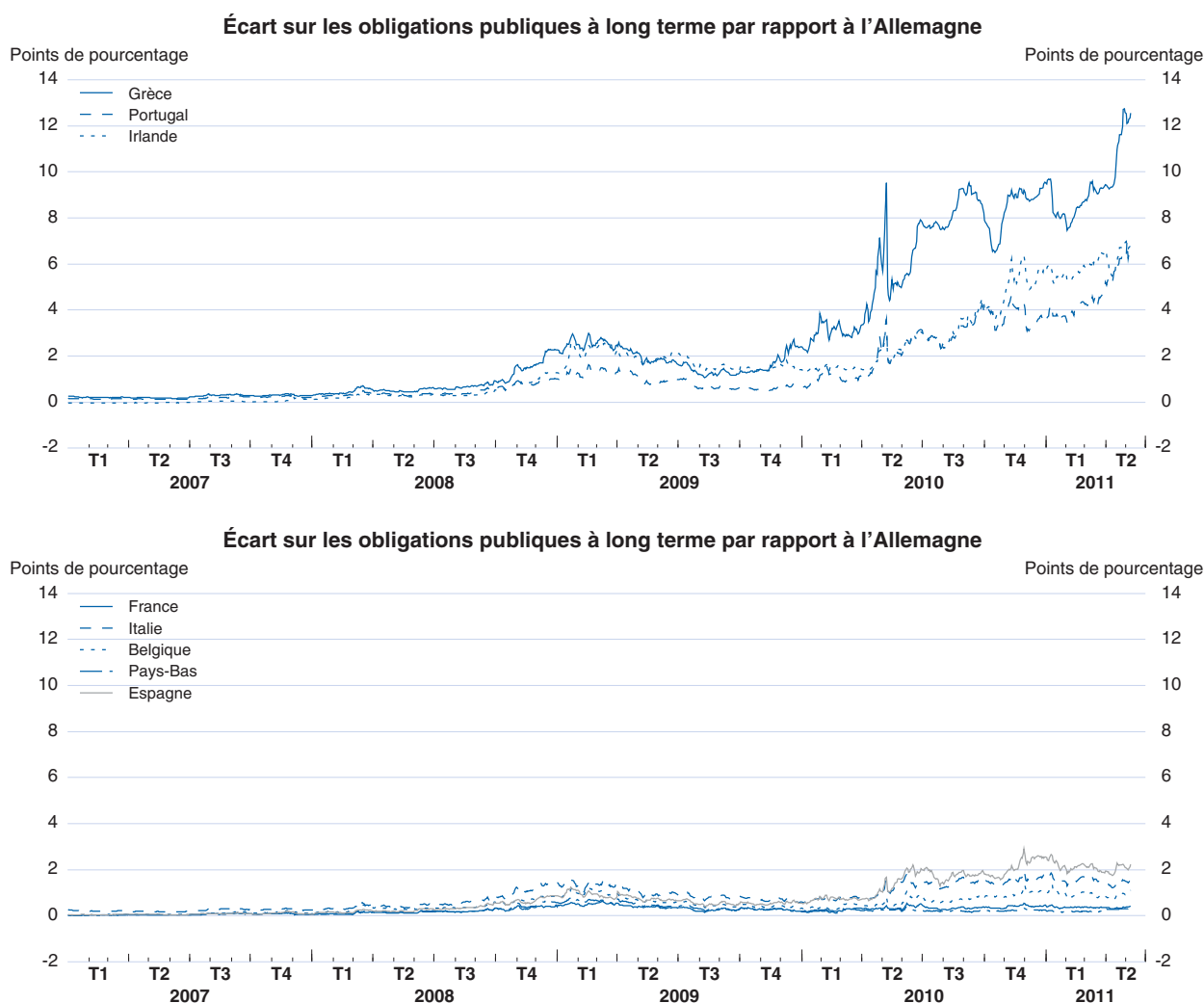
**... et un ralentissement plus marqué en Chine.**

- En Chine, les mesures dictées par la montée de l'inflation et la hausse rapide des prix des actifs pourraient induire un ralentissement de l'activité plus marqué que prévu. À court terme, l'activité pourrait se modérer fortement si le durcissement des conditions monétaires au cours de l'année écoulée s'avère plus prononcé qu'il n'était nécessaire pour amortir les pressions des prix. À l'inverse, si le durcissement passé est insuffisant, les tensions inflationnistes sont susceptibles de se renforcer, ce qui nécessiterait en fin de compte de nouvelles mesures publiques vigoureuses, accentuant ainsi le risque d'un ralentissement beaucoup plus prononcé dans le moyen terme.


**Des vulnérabilités financières pourraient résulter de l'exposition à la dette souveraine dans la zone euro...**

• Des vulnérabilités financières considérables subsistent, surtout en Europe. Les écarts sur le risque souverain par rapport à l'Allemagne demeurent élevés dans les pays de la zone euro couverts par un programme de l'UE et du FMI (Grèce, Irlande et Portugal ; graphique 1.16 et encadré 1.4) et aussi, mais dans une moindre mesure, dans quelques grands pays (Belgique, Espagne et Italie). Les doutes quant à la valeur des obligations publiques sont étroitement liés aux craintes à l'égard de la solvabilité des banques, étant donné la forte exposition de nombreuses banques européennes à la dette souveraine, les engagements de soutien *de jure* ou *de facto* des États envers les banques et l'absence d'un dispositif européen précis pour faire face aux défauts des banques et des emprunteurs souverains. Si une restructuration de la dette devait se produire de façon désordonnée, on ne saurait exclure

**Graphique 1.16. Les écarts sur la dette souveraine restent très élevés pour les pays périphériques de la zone euro**



Source : Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434865>

une contagion jusqu'au cœur du système financier de la zone euro, avec des effets négatifs sur l'activité et une plus grande aversion pour le risque au niveau mondial (Blundell-Wignall et Slovik, 2010). Dans cette éventualité, il pourrait y avoir aussi des effets budgétaires préjudiciables dans les pays du cœur si un nouveau soutien au système bancaire se révélait nécessaire, à quoi s'ajouteraient des risques pour la crédibilité de la politique monétaire, étant donné les fortes répercussions probables sur le bilan de la BCE.

**... ainsi qu'aux États-Unis  
et au Japon...**

- La situation budgétaire indécise aux États-Unis et au Japon reste également une source de préoccupation. Un assainissement budgétaire est clairement nécessaire dans ces deux économies, étant donné les niveaux élevés et croissants de la dette publique. Aux États-Unis, des problèmes politiques rendent la politique budgétaire quasi imprévisible. À court terme, si un assainissement excessivement brutal était appliqué, la reprise pourrait être compromise. Au Japon, les politiques budgétaires à très court terme sont sujettes à une incertitude concernant l'ampleur, le calendrier et le financement des dépenses de reconstruction ; l'absence de consensus politique sur les mesures spécifiques à mettre en œuvre pour atteindre les objectifs du programme d'assainissement à moyen terme représente une autre source d'incertitude. Si des programmes de reconstruction supplémentaires s'avèrent nécessaires pour soutenir l'économie, ils devraient s'accompagner d'une communication claire et détaillée sur les mesures à adopter dans le cadre des plans d'assainissement à moyen terme.

**... et d'un nouvel accès de  
faiblesse sur les marchés du  
logement...**

- Un risque à la baisse persistant découle de la forte exposition de nombreuses banques sur les marchés de l'immobilier caractérisés par une faiblesse persistante des prix et une offre excédentaire et, à l'autre extrême, sur les marchés dans lesquels les prix sont près d'atteindre leur pic<sup>5</sup>. Aux États-Unis, les prix des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles ont jusqu'ici bien résisté aux nouvelles baisses des prix de l'immobilier, mais le risque d'une forte correction ne peut être exclu si cette faiblesse du secteur immobilier américain devenait plus profonde et plus durable. Dans d'autres économies, notamment au Canada, en France et en Suède, où les prix des logements ont rapidement rebondi dans le contexte de taux d'intérêt très bas et où les ratios prix des logements/loyers sont élevés en comparaison des moyennes historiques, il existe un certain risque de forte correction des prix (encadré 1.6). Tandis que cette éventualité ne menace pas nécessairement la stabilité du secteur bancaire à court terme, surtout si des politiques prudentielles sont appliquées de manière efficace, le risque subsiste qu'il apparaisse en fin de compte

5. À l'amorce de la crise, les banques étrangères représentaient 29 % de l'exposition totale sur les prêts non conformes titrisés aux États-Unis (Beltran et al., 2008).

### Encadré 1.6. Pics et creux des prix réels des logements

Avant la crise financière, des analyses de l'OCDE (encadré 1.3 dans les *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 79 ; van den Noord, 2006) donnaient à penser que les prix réels sur plusieurs marchés du logement de la zone OCDE étaient devenus de plus en plus vulnérables à une modification des conditions financières et économiques, le risque d'une récession ultérieure devenant de plus en plus plausible, comme la suite l'a montré. Des corrections ayant désormais eu lieu dans de nombreux marchés du logement, mais non dans tous, tandis que dans certains pays les prix ont augmenté rapidement dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêt, la question de savoir si les prix sont aujourd'hui proches d'un nouveau point de retournement redevient très importante du point de vue de l'action publique. Pour les pays dans lesquels les corrections des prix se poursuivent, il est intéressant d'examiner si la correction sera achevée et si la reprise s'amorcera. Pour les pays dans lesquels les corrections ont été achevées, ou ne se sont pas concrétisées, il est utile de savoir à quel moment un pic (prochain) sera atteint.

Afin de résoudre cette question, des modèles probit séparés ont été estimés pour obtenir des indications sur les pics et creux possibles des prix réels des logements en 2011 ou en 2012, à partir de données pour 20 pays de l'OCDE (Rousova et van den Noord, 2011). La définition des pics et des creux utilisée ici figure dans la note du tableau. Les variables explicatives utilisées dans ces modèles sont l'écart estimé entre les prix immobiliers réels effectifs et tendanciels, la hausse des prix réels des logements dans le passé récent, le nombre de pics des prix immobiliers réels dans les autres pays de l'OCDE, le taux d'intérêt, l'inflation, l'investissement résidentiel et l'écart de chômage.

Pour obtenir les prévisions, deux scénarios différents ont été posés. Dans le premier (scénario 1), les prix réels des logements sont censés rester constants à partir du dernier trimestre observé (voir le tableau 1.2 du texte). Dans le second (scénario 2), les prix réels des logements sont censés baisser ou augmenter de 10 % au cours de la période de prévision – suivant que les prix baissent ou augmentent jusqu'au dernier trimestre observé. La trajectoire des principales variables explicatives utilisées dans le modèle est fixée de façon à être compatible avec les prévisions des présentes *Perspectives économiques*.

Les principaux résultats de ces calculs sont résumés ci-après (voir aussi le tableau ci-dessous). L'éventail des scénarios appliqués donne une idée de la robustesse sous-jacente des conclusions qui sont tirées, même si les fausses alertes peuvent également être courantes dans ces types de modèles (Crespo Cuaresma, 2010). Les principaux résultats sont les suivants :

- Les pays dans lesquels les prix réels des logements ont culminé avant la crise financière et sont depuis lors orientés à la baisse sont la Corée, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Parmi ces pays, l'Espagne, la Grèce et l'Irlande devraient enregistrer des creux en 2011 ou en 2012 dans les deux scénarios. En ce qui concerne les deux pays de la zone euro couverts par un programme, ce résultat dépend en partie de la baisse supposée des écarts de rendement des obligations dans les principales prévisions (voir l'encadré 1.3). Sans celle-ci, les creux probables seraient renvoyés au-delà de la période de prévision. Aux États-Unis, un creux des prix immobiliers réels n'est prévu que dans le scénario 2.
- Les pays où la remontée des prix immobiliers réels n'a pas encore pris fin sont l'Australie, la Belgique, le Canada, la Finlande, la France, la Norvège, la Suisse et la Suède. En Suède, un pic des prix réels est prévu en 2011 ou en 2012 dans les deux scénarios. Parmi les autres pays de ce groupe, un pic est signalé en Australie, en Belgique, au Canada, en France et en Norvège uniquement dans le scénario 2.
- Il y a deux pays, l'Allemagne et le Japon, dans lesquels les prix réels des logements accusent une baisse de long terme. Dans le cas du Japon, il existe une probabilité significative que les prix immobiliers réels finissent par toucher leur point bas dans le scénario 2. Pour l'Allemagne, même si les prix se sont quelque peu redressés depuis 2008, l'analyse ne révèle de creux dans aucun des deux scénarios.

Encadré 1.6. **Pics et creux des prix réels des logements** (suite)**Pics et creux prévus des prix réels des logements en 2011-12**


Résumé des résultats analytiques

	Signal cohérent entre les scénarios	Signal de pic / creux dans un scénario seulement
Creux prévus en 2011 et/ou 2012	États-Unis Grèce Irlande Espagne	Danemark Italie Japon Corée Nouvelle-Zélande
Pics prévus en 2011 et/ou 2012	Suède	Australie Belgique Canada France Norvège
Pas de pics ou de creux prévus en 2011 et/ou 2012		Allemagne Finlande Pays-Bas Suisse Royaume-Uni

*Note* : Pics (creux) prévus par les modèles probit.

Un pic (creux) est signalé si les prix réels des logements pendant six trimestres avant et avant le pic (creux) sont inférieurs (supérieurs) aux prix du pic (creux), et lorsque la hausse (baisse) de prix cumulée entre le creux (pic) précédent le plus proche et le pic (creux) est d'au moins 15 (7.5) pour cent et que la baisse (hausse) de prix cumulée entre le pic (creux) et le creux (pic) suivant est d'au moins 7.5 (15) pour cent. En ce qui concerne les deux différents scénarios, voir le texte de l'encadré.

*Source* : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, no 89 ; Datastream ; diverses sources nationales.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435150>

des effets négatifs prononcés sur les bilans et des difficultés dans le secteur bancaire.

### ... et sur les marchés de l'immobilier commercial

- Les engagements du secteur bancaire sur les marchés de l'immobilier commercial restent aussi une source indéniable de préoccupation, surtout dans la zone euro et au Royaume-Uni. Comme indiqué dans le *Financial Stability Review* de décembre de la BCE et dans le *Financial Stability Report* de la Banque d'Angleterre, une proportion notable des créances hypothécaires sur l'immobilier commercial ont une valeur nette négative, ce qui implique un risque persistant de pertes potentielles pour le secteur bancaire.

### L'interaction de différents risques à la baisse pourrait être particulièrement coûteuse

Les risques à la baisse ne sont pas totalement indépendants les uns des autres. De fait, leur interaction pourrait déclencher une légère stagflation dans les économies de l'OCDE, si de nouvelles hausses de l'inflation globale dues à des chocs d'offre négatifs se traduisaient par un désancrage des anticipations inflationnistes, et un affaiblissement prolongé de l'activité. Par exemple, une nouvelle poussée des prix du pétrole pourrait amplifier les anticipations inflationnistes, la montée consécutive des taux d'intérêt mettant en péril la stabilité des banques et

les finances publiques. Dans un tel scénario, la croissance de la production serait plus faible que prévu, et très probablement bien inférieure aux taux tendanciels, et l'inflation serait clairement supérieure à l'objectif d'inflation des autorités monétaires. Dans ces circonstances, les politiques macroéconomiques conventionnelles pourraient difficilement être d'un grand secours.

### Réponses et impératifs de politique économique

**Une normalisation des politiques macroéconomique et financière s'impose...**

La reprise devenant plus autonome et montant lentement en régime, les priorités essentielles des pouvoirs publics doivent être d'étayer la reprise et de maintenir les prévisions d'inflation à proximité de l'objectif visé, tout en mettant en œuvre des programmes d'assainissement budgétaire à moyen terme qui soient propices à la croissance et en normalisant progressivement les politiques monétaires. Les politiques devraient aussi prendre en compte l'importance des incertitudes actuelles et rester prêtes à s'ajuster si nécessaire. Des réformes financières coordonnées au niveau international devraient également être engagées afin de renforcer la résilience des marchés de capitaux.

**... et doit s'accompagner de réformes structurelles**

Comme indiqué précédemment, la mise en œuvre de réformes structurelles judicieusement conçues est également essentielle pour que la reprise puisse se consolider de manière équilibrée et durable. Dans le contexte de la reprise, il faudrait accorder la priorité aux réformes qui offrent les meilleures perspectives de renforcement de la croissance à court terme, et qui aident les chômeurs à conserver des liens étroits avec le marché du travail. Compte tenu de la situation dégradée des finances publiques, ces réformes devraient intégrer la nécessité de renforcer la confiance dans la viabilité de la dynamique de la dette du secteur public. La prise en compte de cet impératif pourrait en effet se traduire par des taux d'intérêt à long terme moins élevés. À moyen terme, des réformes structurelles réussies pourraient également déboucher sur des gains budgétaires importants, en sus de l'amélioration des niveaux de revenu par habitant qu'elles pourraient entraîner. Par ailleurs, des réformes structurelles renforçant la croissance s'imposent aussi pour atténuer les déséquilibres externes, tant au niveau mondial que dans la zone euro.

#### Politique budgétaire

#### **Un ample assainissement des finances publiques s'impose dans la plupart des pays de l'OCDE**

**Les déficits budgétaires demeurent considérables dans de nombreux pays de l'OCDE...**

L'orientation de la politique budgétaire diffère sensiblement suivant les pays dans les présentes prévisions. En 2011, conformément aux projets du gouvernement, le déficit budgétaire sous-jacent devrait demeurer peu ou prou stable aux États-Unis. Au Japon, où l'évolution des finances publiques est difficile à cerner compte tenu de l'incertitude qui entoure l'ampleur, le calendrier et le financement des dépenses de reconstruction, les hypothèses retenues par l'OCDE font ressortir une



diminution modeste du solde sous-jacent. Par contre, dans la zone euro et dans la plupart des autres pays de l'OCDE, un ample assainissement budgétaire est attendu (tableau 1.6)<sup>6</sup>. En 2012, étant donné la forte incertitude politique qui entoure l'évolution des finances publiques aux États-Unis, l'OCDE est partie de l'hypothèse qu'un certain resserrement aurait lieu (voir ci-après), ce qui se traduirait par un déficit budgétaire de base d'environ 9 % du PIB. Il est également supposé qu'un resserrement modeste se produira au Japon, débouchant sur un déficit de près de 8¼ pour cent du PIB. Dans la plupart des autres pays de l'OCDE, les soldes sous-jacents devraient s'améliorer en 2012, compte tenu des projets officiels des autorités, le déficit budgétaire reculant pour s'établir à un niveau proche de 3 % du PIB en moyenne dans la zone OCDE, hors États-Unis et Japon. Néanmoins, pour la plupart des pays de l'OCDE, la dérive à la hausse de la dette des administrations publiques en pourcentage du PIB devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années, en raison de

Tableau 1.6. **Les situations budgétaires s'amélioreront dans les années à venir**  
En pourcentage du PIB / PIB potentiel

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>États-Unis</b>					
Solde effectif	-6.3	-11.3	-10.6	-10.1	-9.1
Solde sous-jacent	-5.9	-8.7	-8.6	-8.7	-8.2
Solde primaire sous-jacent	-4.2	-7.3	-7.0	-6.8	-5.8
Engagements financiers bruts	71.0	84.3	93.6	101.1	107.0
<b>Zone euro</b>					
Solde effectif	-2.1	-6.3	-6.0	-4.2	-3.0
Solde sous-jacent	-2.2	-4.2	-3.5	-2.5	-1.9
Solde primaire sous-jacent	0.5	-1.8	-1.1	0.0	0.9
Engagements financiers bruts	76.5	86.9	92.7	95.6	96.5
<b>Japon</b>					
Solde effectif	-2.2	-8.7	-8.1	-8.9	-8.2
Solde sous-jacent	-3.5	-7.2	-6.9	-6.4	-5.9
Solde primaire sous-jacent	-2.6	-6.1	-5.5	-4.9	-4.2
Engagements financiers bruts	174.1	194.1	199.7	212.7	218.7
<b>OCDE</b>					
Solde effectif <sup>1</sup>	-3.3	-8.2	-7.7	-6.7	-5.6
Solde sous-jacent <sup>2</sup>	-3.8	-6.4	-6.1	-5.7	-5.0
Solde primaire sous-jacent <sup>2</sup>	-2.0	-4.8	-4.4	-3.7	-2.8
Engagements financiers bruts <sup>2,3</sup>	79.3	90.9	97.6	102.4	105.4


Note : Le solde effectif et les engagements financiers bruts sont en pourcentage du PIB nominal. Les soldes sous-jacents sont exprimés en pourcentage du PIB potentiel, corrigés des variations cycliques et ajustés pour exclure les effets des mesures budgétaires ponctuelles et temporaires. Les soldes primaires sous-jacents excluent l'impact des charges d'intérêts nettes de la dette sur les soldes sous-jacents.

1. Excluant le Chili et le Mexique.

2. Excluant le Chili, le Mexique et la Turquie.

3. Voir l'encadré 1.3 pour l'évaluation des engagements financiers bruts de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435112>

6. La distinction entre les composantes cyclique et tendancielle des soldes budgétaires est cependant particulièrement incertaine, dans la mesure où l'impact de la crise sur la production potentielle demeure peu clair.

l'ampleur des déficits sous-jacents, d'une croissance économique encore modérée, et de l'augmentation des charges d'intérêts.

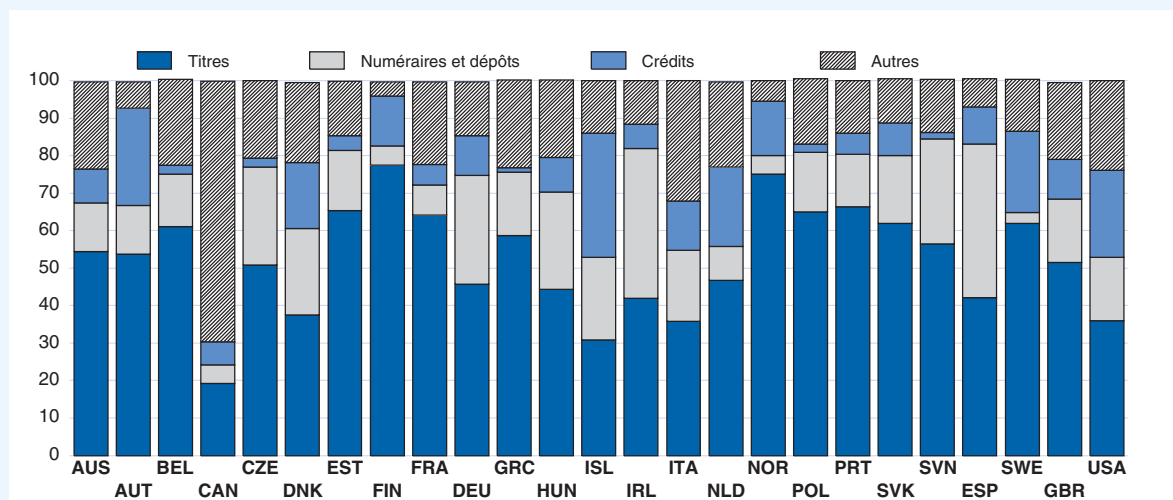
**... rendant nécessaire un assainissement significatif des finances publiques pour enrayer puis inverser la tendance à la hausse des ratios d'endettement**

Pour la plupart des pays de l'OCDE affichant de volumineux déficits sous-jacents, l'expansion économique à elle seule ne sera pas suffisante pour stabiliser le ratio dette/PIB, ni *a fortiori* pour le réduire. En conséquence, ramener les ratios d'endettement aux niveaux d'avant la crise, ou en deçà, exigera des efforts d'assainissement budgétaire sans précédent. Sur la base des hypothèses simplifiées relatives aux taux de croissance et d'intérêt retenues dans le scénario de référence à long terme décrit dans le chapitre 4, il faudrait, pour ramener les ratios dette/PIB à leurs niveaux d'avant la crise d'ici à 2026, une amélioration des soldes primaires sous-jacents de 6½ points de PIB (potentiel) pour le pays type (médian) de l'OCDE, et de 15 points de PIB au moins pour les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni, entre autres. Des ventes d'actifs du secteur public pourraient permettre de rembourser une partie de la dette brute, mais une évaluation *ex ante* approfondie serait nécessaire (encadré 1.7). Dans le passé, des niveaux d'endettement élevés ont souvent été réduits par une forte inflation. Toutefois, comme l'indique l'encadré 1.8, des taux d'inflation élevés n'atténueraient pas notablement la charge de la dette, compte tenu de la structure par échéances actuelle de la dette publique.

#### Encadré 1.7. Actifs et dette nette des administrations publiques

On évalue généralement la viabilité de la situation budgétaire des administrations publiques en se fondant sur leur dette brute, et non sur leur dette nette, qui est égale à la différence entre leur dette brute et leurs actifs financiers. Or, cette méthode est douteuse d'un point de vue conceptuel, car une fois pris en considération les actifs des administrations publiques, leur situation budgétaire peut se révéler meilleure que ne l'indique leur seul niveau d'endettement brut. Des cessions d'actifs peuvent notamment contribuer à restaurer la viabilité des finances publiques, suivant l'ampleur et la composition du portefeuille d'actifs considéré et leurs taux de rendement.

Les actifs financiers des administrations publiques se composent généralement de titres, de numéraire et dépôts, de crédits et d'autres actifs. Les poids relatifs de ces différentes catégories varient considérablement suivant les pays de l'OCDE (voir le premier graphique). Les titres dans leur ensemble constituent la principale catégorie pour la plupart des pays de l'OCDE, représentant en moyenne la moitié des actifs financiers totaux. Il s'agit essentiellement des actions et autres participations (40 % des actifs totaux en moyenne) et des titres autres que les actions, tels que les effets à court terme, les obligations et les certificats de dépôt, dont la valeur nominale est déterminée à l'émission (10 % des actifs totaux en moyenne). Suivant les conventions du Système de comptabilité nationale (SCN), les actions sont évaluées aux prix courants du marché, qui sont estimés s'ils ne sont pas disponibles. Le numéraire et les dépôts représentent en moyenne 20 % des actifs totaux, tandis que le poids relatif des crédits – essentiellement à long terme – s'établit en moyenne à 10 %. Les autres actifs représentent en moyenne 20 % des actifs financiers totaux. Ils sont principalement constitués des créances financières qui trouvent leur origine dans le délai qui s'écoule entre la conclusion d'une opération et le versement de sa contrepartie financière, pour des éléments tels que des impôts, des salaires ou encore des intérêts. Dans certains pays, les crédits commerciaux et avances ainsi que l'or monétaire et les droits de tirage spéciaux (DTS) détenus en dehors du périmètre de la banque centrale jouent également un rôle important<sup>1</sup>.

Encadré 1.7. **Actifs et dette nette des administrations publiques (suite)****Ventilation des actifs financiers, en 2009 (en pourcentage du total)**

Note : Voir le corps de texte de cet encadré pour une définition des catégories d'actifs. Ces actifs financiers sont consolidés pour l'ensemble des niveaux d'administration.

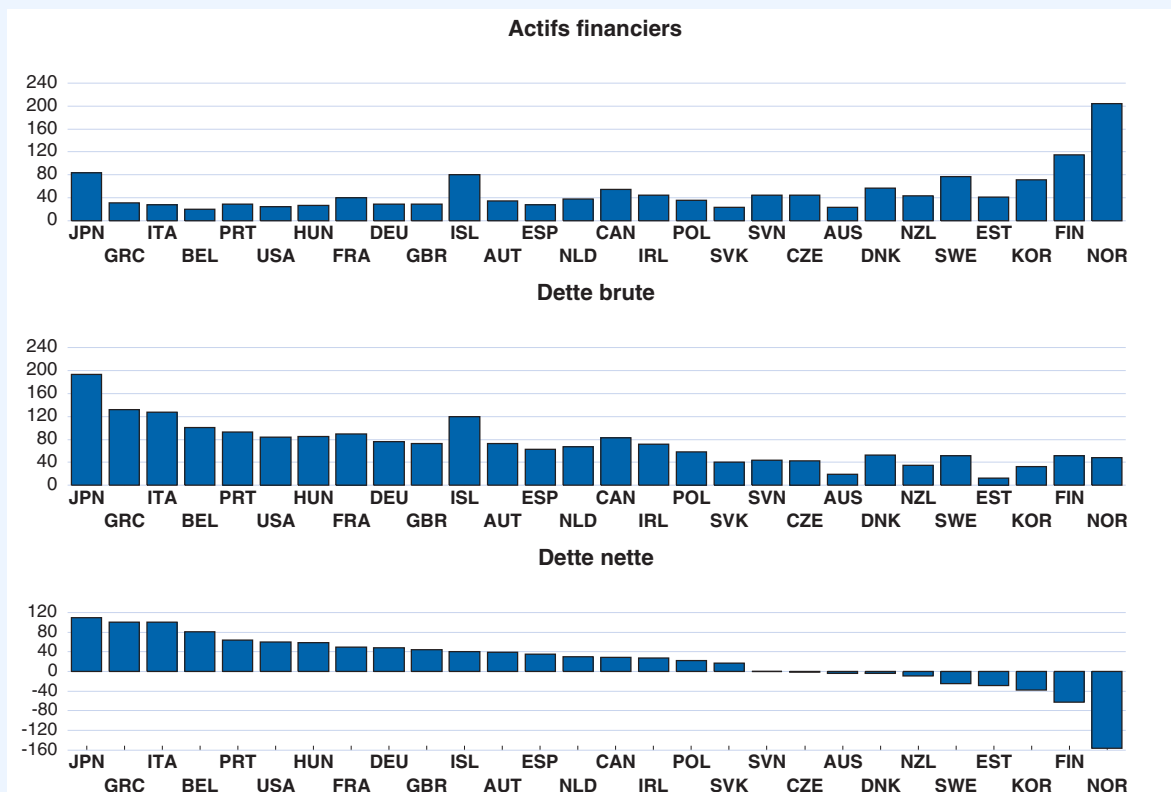
Source : Eurostat, Comptes financiers trimestriels des administrations publiques ; et OCDE, base de données des comptes nationaux.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434884>

Le niveau des actifs financiers des administrations publiques diffère considérablement suivant les pays de l'OCDE, puisque la Corée, la Finlande, l'Islande, le Japon, la Norvège et la Suède affichent des niveaux compris entre 70 % du PIB (Corée) et 200 % du PIB (Norvège), tandis que les actifs financiers des administrations publiques représentent environ 40 % du PIB dans les autres pays (en 2009 ; voir le deuxième graphique). En conséquence, en 2009, la dette nette des pays de l'OCDE était en moyenne (simple) de 22 % du PIB, tandis que leur dette brute s'établissait à 72 % du PIB. Dans dix pays, cette dette nette était nulle, voire négative. Ces niveaux élevés d'actifs financiers s'expliquent en partie par les mesures prises à la suite de la crise financière, les actifs financiers du secteur des administrations publiques ayant sensiblement augmenté en raison de la recapitalisation ou du rachat d'établissements financiers. De fait, entre 2007 et 2009, les actifs financiers ont enregistré une hausse comprise entre 10 et 26 % du PIB au Canada, au Danemark, en Irlande, en Islande, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

Le produit de la vente d'actifs financiers peut être utilisé pour réduire la dette brute, tout en laissant la dette nette inchangée. Cela se traduit par une diminution du coût du service de la dette, et éventuellement par des baisses des taux des obligations d'État, si les marchés considèrent cette amélioration de la situation budgétaire comme une nette avancée vers la viabilité des finances publiques. Néanmoins, les cessions d'actifs entraînent également la perte des revenus dont ils étaient la source. L'effet net de ces ventes dépend, entre autres, de la différence entre le taux d'intérêt sur la dette et le taux de rendement des actifs considérés. Si le premier est supérieur au second, la vente d'actifs améliorera la dynamique de la dette, en raison de l'effet induit sur la charge d'intérêts nette (abstraction faite des éventuels effets sur le PIB pouvant être associés à ces cessions d'actifs).

## Encadré 1.7. Actifs et dette nette des administrations publiques (suite)

Dette et actifs financiers des administrations publiques dans les pays de l'OCDE, en 2009  
(% du PIB)

Note : Suivant la définition du Système européen des comptes de 1995 (SEC95) / Système de comptabilité nationale (SCN) - par opposition à la définition du Traité de Maastricht. Les actifs financiers sont consolidés pour l'ensemble des niveaux d'administration, sauf dans le cas de la Corée. Les pays sont classés en fonction de leur ratio dette nette/PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 89.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434903>

Néanmoins, la vente d'actifs financiers pourrait ne pas être souhaitable ou immédiatement possible, compte tenu de la situation du marché, de la ventilation de ces actifs et des objectifs de l'action publique. Les programmes de privatisation devraient reposer sur des analyses coûts-avantages, tenant compte des défaillances de marché constatées dans les secteurs concernés et des possibilités d'absorption de ces cessions d'actifs sans décote excessive, au lieu d'être uniquement motivés par des objectifs de réduction de la dette. Dans certains cas, des réserves ont été constituées pour couvrir de futurs engagements implicites liées aux retraites, et ces actifs ne doivent donc pas être liquidés. Par ailleurs, dans une optique de gestion de la dette, il peut être prudent de conserver des actifs en réserve. De plus, il peut s'écouler du temps avant que les prêts à long terme ne soient remboursés. Par conséquent, il est difficile d'évaluer l'ampleur des cessions d'actifs envisageables, même si dans plusieurs pays, l'État revendra probablement au fil du temps les participations qu'il a acquises dans le secteur bancaire. À titre d'illustration simplifiée, le tableau ci-après montre, pour les pays dont la dette était supérieure à 75 % du PIB en 2009 ou qui étaient confrontés à des difficultés budgétaires, les réductions de dette brute qui auraient lieu si tous les titres ou toutes les actions étaient cédés (le Japon n'y figure pas en raison de données manquantes). Pour la plupart des pays, ces ventes ne suffiraient pas à ramener la dette brute à son niveau d'avant la crise (2007). La situation est encore pire lorsqu'on retient les données 2010, les estimations montrant que la dette brute de nombre de ces pays a augmenté davantage que leurs actifs.


Encadré 1.7. **Actifs et dette nette des administrations publiques (suite)****Scénarios simplifiés de réduction de la dette brute par le biais de cessions d'actifs financiers, en 2009**

En pourcentage du PIB

	Dette brute (A)	Actifs financiers			(A)-(C)	(A)-(D)
		Total (B)	Ensemble des titres (C)	Actions et autres participations (D)		
Belgique	100	20	12	10	88	90
Canada	83	55	11	5	73	79
France	89	36	23	21	66	68
Allemagne	76	28	13	10	64	66
Grèce	132	31	17	17	114	115
Hongrie	85	26	12	11	73	73
Islande	120	80	25	25	95	95
Irlande	72	45	19	13	53	59
Italie	128	28	10	9	118	119
Portugal	93	29	19	18	74	75
Espagne	62	28	12	9	51	53
Royaume-Uni	72	30	16	14	57	59
États-Unis	84	25	9	3	75	82

Note : L'ensemble des titres comprend les titres autres que les actions ainsi que les actions et autres participations. Les actifs financiers sont consolidés pour l'ensemble des niveaux d'administration.

Sources : Eurostat, Comptes financiers trimestriels des administrations publiques, et OCDE, base de données des comptes nationaux.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435169>

Les marges de réduction de la dette brute s'élargiraient si les actifs non financiers étaient également pris en considération. Ils comprennent généralement les bâtiments résidentiels et non résidentiels, les machines et équipements (classés dans la catégorie des actifs fixes corporels), les droits d'auteur, brevets et logiciels (actifs fixes incorporels), ainsi que les terrains (actifs corporels non produits). La couverture des données est cependant très inégale suivant les pays et les différentes catégories d'actifs, étant donné que nombre d'États ne disposent pas d'un inventaire adéquat, et que l'évaluation de ces actifs aux prix du marché soulève des difficultés. Pour les pays publiant des données complètes sur leurs actifs non financiers (l'Australie, la France, la République tchèque et le Royaume-Uni), on constate que ces actifs sont nettement plus importants que les actifs financiers. De même que ces derniers, il est clair que les actifs non financiers ne pourraient, ni ne devraient, tous être mis en vente. Néanmoins, il faudrait saisir l'occasion qu'offrent les difficultés budgétaires persistantes auxquelles sont confrontés nombre de pays de l'OCDE pour évaluer l'opportunité d'une cession de ces actifs. La Grèce est un bon exemple à cet égard. En vertu de l'accord d'aide financière qu'il a conclu, le gouvernement grec s'est engagé à établir un inventaire de ses actifs fixes, et à mettre en œuvre un programme de privatisation et de promotion immobilière d'un montant de € 50 milliards (soit 22 % du PIB de 2010). Au-delà des besoins actuels de réduction de la dette brute, il est également souhaitable de disposer d'un inventaire complet des actifs non financiers des administrations publiques pour une évaluation approfondie du patrimoine de l'État et de l'efficacité avec laquelle sont utilisés les actifs publics.

1. Bien que la banque centrale ne fasse pas partie du secteur des administrations publiques, celui-ci peut, dans certaines circonstances, détenir des avoirs en or. Tel est le cas au Royaume-Uni (4 % des actifs financiers totaux) et aux États-Unis (2 % des actifs financiers).

### Encadré 1.8. Inflation et dynamique de la dette

Dans le contexte d'endettement public élevé et croissant qui prévaut dans de nombreux pays de l'OCDE, la possibilité de faire baisser les ratios dette/PIB (ratios d'endettement) par le biais d'une hausse de l'inflation a été évoquée<sup>1</sup>. De fait, par le passé, des problèmes de niveaux d'endettement intenable ont souvent été « réglés » par un surcroît d'inflation. Toutefois, cet encadré montre que dans les circonstances actuelles une inflation plus forte n'atténuerait pas notablement les charges élevées de la dette et pourrait avoir des effets secondaires négatifs.

Une inflation plus forte réduit la dette en termes réels, mais elle accroît également le coût nominal du service de la dette lorsque les taux d'intérêt nominaux augmentent avec l'inflation. Ce dernier effet est d'autant plus marqué que le taux de reconduction de la dette est élevé (c'est-à-dire que son échéance est courte). Quant au coût réel du service de la dette, il augmente ou diminue suivant que la hausse des taux d'intérêt nominaux est supérieure ou inférieure à l'inflation.

Le premier tableau ci-après montre comment le ratio d'endettement évolue en cas d'accélération de l'inflation, sur la base de différentes hypothèses concernant le taux de reconduction de la dette. Nous supposons dans le cadre de cet exercice que l'inflation enregistre une augmentation durable de 1 point de pourcentage, qui se répercute immédiatement et intégralement sur tous les taux d'intérêt nominaux. Les calculs sont effectués pour une économie simplifiée, caractérisée par des ratios d'endettement et d'actifs initiaux de 100 % et 25 % du PIB respectivement, un taux de croissance réel et une inflation de 2 % dans le scénario de référence, et un coût de la dette de 4 % (voir les notes sous le tableau). Ces paramètres sont simplifiés, mais ils correspondent aux caractéristiques de nombre de pays de l'OCDE telles qu'elles ressortent des prévisions les concernant pour la décennie actuelle. Nous avons retenu différentes hypothèses en matière de perspectives de remboursement de la dette, en vue de refléter la diversité des structures des échéances observées dans les pays de l'OCDE (voir le second tableau). Dans un souci de simplicité, il a été supposé que le solde primaire et la structure des échéances ne réagissaient pas à l'accélération de l'inflation.

#### Impact d'une hausse de l'inflation de 1 point de pourcentage sur le ratio d'endettement au bout de 10 ans pour différents paramètres de reconduction de la dette

En pourcentage du PIB

Taux annuel de reconduction de la dette initiale à partir de la 2 <sup>e</sup> année <sup>2</sup>	Différence de ratio d'endettement au bout de 10 ans entre le scénario alternatif et le scénario de référence <sup>1</sup>			
	Proportion de la dette initiale arrivant à échéance la 1 <sup>ère</sup> année			
	10%	20%	30%	40%
5 %	-9.2	-8.5	-7.9	-7.2
10 %	-7.8	-7.1	-6.5	-6.0
15 %	-6.7	-6.2	-5.8	-5.4
20 %	-6.2	-5.8	-5.4	-5.1
25 %	-5.8	-5.5	-5.2	-4.9

- Le scénario de référence repose sur les hypothèses suivantes : i) les niveaux initiaux de la dette et des actifs (c'est-à-dire au cours de l'année antérieure au choc subi par l'inflation, dite t0) sont égaux à 100 % et 25 % du PIB, respectivement ; ii) le coût implicite de la dette au cours de l'année t0 est de 4.1 % ; iii) au cours des dix années consécutives à t0, le solde primaire est nul, la croissance du PIB nominal est de 4 %, l'indice implicite des prix du PIB augmente de 2 %, le taux d'intérêt auquel sont rémunérés les actifs est de 2.3 %, et les taux d'intérêt à long et court termes s'établissent respectivement à 5.5 % et 4.0 % ; iv) au cours de la première année du choc subi par l'inflation, la dette initiale est reconduite dans les proportions indiquées dans la ligne supérieure du tableau, et au cours des années suivantes, elle arrive à échéance chaque année à un taux constant indiqué dans la colonne de gauche ; v) les nouveaux titres de dette (c'est-à-dire ceux émis après l'année t0) arrivent à échéance chaque année dans des proportions égales à celles indiquées dans la colonne de gauche ; vi) les versements d'intérêts au titre de la dette initiale sont proportionnels au coût implicite de la dette au cours de l'année t0 et au solde de cette dette au cours de l'année considérée ; vii) les versements d'intérêts au titre des nouveaux emprunts ne commencent qu'au bout d'un an, et ils sont proportionnels aux taux d'intérêt de l'année d'émission et au solde de cette dette au cours de l'année considérée ; viii) les taux d'intérêt sur les nouveaux emprunts dépendent de leur échéance – le taux à court terme est acquitté sur la dette à 1 an, le taux à long terme est acquitté sur la dette à 10 ans, et la combinaison linéaire des taux à court et long termes est acquittée sur tous les emprunts ayant une autre échéance. Dans le scénario alternatif, l'inflation (mesurée par l'indice implicite des prix du PIB) et tous les taux d'intérêt enregistrent une hausse durable de 1 point de pourcentage sur dix ans.

- Pour certaines combinaisons de paramètres d'échéance, au cours de la dernière année de remboursement de la dette, le taux de reconduction peut être inférieur à celui indiqué.

Source: OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435188>

### Encadré 1.8. Inflation et dynamique de la dette (suite)

Dans ce cadre, le choc affectant l'inflation entraîne une baisse du ratio d'endettement au bout de dix ans qui est comprise entre 5 points de pourcentage (avec un taux élevé de reconduction de la dette) et 9 points de pourcentage (avec un faible taux de reconduction de la dette). Ce résultat tient essentiellement à la diminution de l'encours de la dette en termes réels, et à la répercussion différée de la hausse des taux d'intérêt nominaux sur le coût effectif de la dette, dû aux paramètres de reconduction de la dette retenus comme hypothèses. Cela laisse à penser qu'une augmentation durable de l'inflation de 2 points de pourcentage serait nécessaire sur une période de 10 ans pour compenser légèrement la hausse moyenne du taux d'endettement provoquée par la crise dans la zone OCDE, qui a été de l'ordre de 20 points de pourcentage au total entre 2007 et 2010.

Une diminution de la dette en termes réels présente assurément des avantages économiques, mais le recours à une inflation plus forte va aussi de pair avec de nombreux effets négatifs potentiels qui ne sont pas pris en compte dans les calculs simplifiés qui sous-tendent le premier tableau. Une inflation élevée et persistante pourrait nuire à la stabilité macroéconomique et freiner la croissance réelle, en exacerbant la volatilité des prix et des taux de change, en réduisant les encaisses réelles, et en accentuant la dispersion des prix relatifs. L'ampleur exacte de ces effets est toutefois incertaine. Dans un tel environnement, il est également probable que les investisseurs exigeraient que les instruments financiers soient davantage à court terme et indexés sur l'inflation. Dans certains pays de l'OCDE, les échéances sont déjà relativement brèves, et la proportion d'obligations indexées sur l'inflation est non négligeable (voir le second tableau). En outre, une forte incertitude entoure la capacité des autorités à engendrer une inflation plus forte, mais demeurant stable, sans désancrer pour autant les anticipations inflationnistes. Or, si un tel désancrage se produisait, les taux d'intérêt acquittés sur la dette enregistreraient sans doute une hausse supérieure à l'inflation. Enfin, une inflation forte et persistante peut déboucher sur une utilisation plus généralisée des clauses d'indexation, ce qui aurait probablement pour effet d'amplifier les chocs subis par l'inflation.

Globalement, les avantages découlant d'une réduction de la dette en termes réels obtenue par une hausse de l'inflation semblent modestes comparés aux risques qu'elle comporte. L'effet induit sur la dette par une hausse d'un point de pourcentage de l'inflation est limité au regard de l'ampleur de la dette moyenne des pays de l'OCDE. Pour ramener les ratios d'endettement à leurs niveaux d'avant la crise, il faudrait que l'inflation atteigne des niveaux nettement plus élevés, ce qui irait probablement de pair avec des effets plus préjudiciables pour l'activité économique.

### Structure de la dette dans certains pays de l'OCDE (à la fin de 2010)


	Échéance moyenne en années	Proportion de l'encours de la dette qui	
		arrive à échéance d'ici un an	est indexée sur l'inflation
France	7.2	22.9	11.6
Allemagne <sup>1</sup>	6.2	21.3	4.0
Grèce	7.1	11.9	5.3
Irlande	5.9	12.5	0.0
Italie	7.2	19.1	6.8
Japon	6.7	17.8 <sup>2</sup>	0.8
Portugal	5.8	19.8	0.0
Espagne	6.6	25.1	0.0
Royaume-Uni	13.4	21.6	20.8
États-Unis	4.9	29.7	7.0

Note : il s'agit en général des titres de dette négociables émis par l'administration centrale.

1. Encours de dette au 26 avril 2011. La proportion arrivant à échéance d'ici un an couvre les titres d'emprunt dont l'échéance est comprise dans la période allant du 26 avril 2011 au 25 avril 2012 inclus.

2. Encours de la dette à la fin de mars 2010 et montant des emprunts arrivant à échéance au cours de l'exercice budgétaire 2010 (qui va d'avril 2010 à mars 2011).

Sources : Autorités nationales et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435207>

1. Cottarelli et Viñals (2009) et Aizenman et Marion (2009).



**Les finances publiques des économies de marché émergentes sont relativement saines**

Dans les économies de marché émergentes, les situations budgétaires varient considérablement, mais dans la plupart des cas elles sont meilleures que celles observées dans la majorité des pays de l'OCDE, notamment parce que leurs taux de croissance élevés tendent à rendre la dynamique de la dette plus favorable. En Chine, le déficit et la dette du secteur des administrations publiques sont faibles. Bien que les dépenses extrabudgétaires des sociétés d'investissement adossées à l'État aient fortement augmenté pendant le ralentissement économique mondial, le gouvernement a commencé à limiter cette forme de relance. Néanmoins, l'impact de cette initiative sur l'économie sera compensé dans une certaine mesure par un nouveau programme de logements sociaux. Un assainissement modeste des finances publiques a eu lieu en Inde, et la réduction des volumineux déficits enregistrés devrait se poursuivre. Des efforts d'assainissement budgétaire ont également été annoncés au Brésil et en Fédération de Russie, tandis que l'orientation de la politique budgétaire devrait être globalement neutre en Afrique du Sud et en Indonésie.

**Assainissement budgétaire prévu à court et moyen terme**

**La situation des finances publiques diffère d'un pays de l'OCDE à l'autre**

Dans la majorité des pays de l'OCDE, un assainissement budgétaire progressif a commencé soit en 2010, soit au début de 2011, ce qui semble opportun compte tenu de l'ampleur sans précédent des déséquilibres budgétaires observés et des perspectives d'activité. Dans quelques pays de l'OCDE (notamment en Estonie, en Finlande, en Norvège, en Suède et en Suisse), la nécessité d'assainir les finances publiques est des plus limitées, voire inexistante.

**La situation est sérieuse et les perspectives d'assainissement sont incertaines...**

Malgré l'endettement élevé et croissant aux États-Unis et au Japon, les perspectives d'évolution des finances publiques sont particulièrement incertaines dans ces pays :

**... aux États-Unis...**

- Aux États-Unis, après une longue période de pourparlers politiques, le projet de loi de finances relatif à l'exercice budgétaire 2011 (qui a débuté en octobre 2010) a été voté par le Congrès à la fin du mois d'avril. D'après les prévisions fondées sur cette loi, le déficit budgétaire sous-jacent des administrations publiques devrait demeurer *grosso modo* inchangé. Néanmoins, aucun consensus ne s'est fait jour sur la stratégie d'assainissement des finances publiques, ce qui jette le doute sur l'adoption du projet de budget du Président pour l'exercice suivant<sup>7</sup>. Par conséquent, les présentes prévisions sont fondées sur l'hypothèse que l'assainissement réalisé équivaudra à 1 point de PIB, selon les

7. Le Service d'études budgétaires du Congrès (CBO, *Congressional Budget Office*) a estimé en mars 2011 que le projet de budget du Président se traduirait par une réduction du déficit fédéral de 9.9 % du PIB en 2011 à 7 % du PIB en 2012 (CBO, 2011). Ces estimations reposent sur l'hypothèse que, comme prévu par la législation en vigueur, les dispositions de la loi sur les impôts de 2010 expireront en 2012.

procédures appliquées dans ces circonstances (encadré 1.3). Pour autant, la situation des finances publiques demeurerait tout à fait intenable, ce qui risquerait de déclencher de graves réactions négatives sur les marchés de capitaux. Par conséquent, un resserrement budgétaire plus poussé que celui retenu comme hypothèse ici serait de mise, étant donné que l'économie n'est pas encore pleinement sortie du creux du cycle. Une stratégie d'assainissement à moyen terme clairement définie, destinée à remettre les finances publiques sur une trajectoire viable, doit aussi être adoptée de toute urgence, et bénéficier d'un soutien qui soit suffisamment large pour assurer sa crédibilité. Compte tenu de l'ampleur de l'assainissement budgétaire requis, ce plan devrait porter sur toutes les grandes catégories de dépenses, notamment les dépenses au titre des droits à prestations et les dépenses militaires, et prévoir des augmentations de recettes. Étant donné l'accroissement rapide de la dette publique et la nécessité de rendre les plans crédibles, quel que soit le plan adopté, il devrait intégrer des mesures immédiates.

- ... et au Japon
- Au Japon, la Stratégie de gestion budgétaire du gouvernement, annoncée en juin 2010, vise à réduire de moitié le déficit primaire des administrations centrale et locales d'ici à l'exercice budgétaire 2015, et à l'éliminer d'ici à l'exercice 2020. À cette fin, selon la Stratégie, les dépenses primaires de l'administration centrale (c'est-à-dire hors amortissement et versement des intérêts de la dette) de chacun des budgets des exercices 2011 à 2013 ne doivent pas excéder le niveau prévu dans le budget initial de l'exercice 2010, et les émissions obligataires au cours des exercices 2011 et 2012 doivent se limiter à leur niveau de l'exercice 2010. Le programme de reconstruction initial annoncé par le gouvernement en avril 2011 s'élève à 4 000 milliards yen (0,8 % du PIB). Des programmes ultérieurs sont attendus au cours de l'exercice 2011. S'ils sont mis en route, ils devraient avoir un effet stimulant à court terme sur l'activité économique. Les mesures prévues dans le programme de reconstruction initial doivent être financées sans emprunts supplémentaires conformément à l'intention des autorités de maintenir inchangé le niveau des émissions obligataires durant l'exercice 2011, le financement étant largement assuré au moyen des réserves budgétaires. Une telle stratégie s'impose compte tenu de la gravité de la situation budgétaire, puisque la dette brute atteignait 200 % du PIB en 2010. Le fait que la dette publique japonaise soit financée de manière prédominante par des investisseurs nationaux, qui détiennent environ 95 % des titres d'emprunt considérés, réduit certes le risque d'envolée de la prime de risque sur la dette souveraine, mais la dégradation des notations des obligations d'État souligne les inquiétudes grandissantes des marchés concernant la viabilité de la situation budgétaire. Même en l'absence d'emprunts supplémentaires pour financer les dépenses de reconstruction, la dette brute des administrations publiques devrait atteindre un 219 % du PIB en 2012.

Un programme d'assainissement à moyen terme plus détaillé, indiquant les composantes des recettes et des dépenses à mettre en œuvre pour atteindre les objectifs fixés, doit donc être élaboré d'urgence afin de ramener les finances des administrations publiques sur une trajectoire viable. Les programmes d'assainissement à moyen terme devraient avoir pour objectif un excédent budgétaire primaire suffisant pour stabiliser le ratio d'endettement, et non simplement un budget primaire à l'équilibre. Comme indiqué dans le document OCDE (2011b), l'impôt sur la consommation devrait être la principale source de recettes supplémentaires, étant donné qu'il est faible et que son impact sur l'activité économique est moins négatif que celui d'autres impôts. Les mesures fiscales devraient s'accompagner d'une réforme de la sécurité sociale qui limite les hausses de dépenses, notamment au titre des soins de santé, et qui s'attaque aux problèmes des retraites.

**Dans la zone euro a été adopté un cadre destiné à assurer la viabilité des finances publiques...**

Dans la zone euro, sur fond d'exacerbation des craintes suscitées par les dettes souveraines, tous les gouvernements ont défini des objectifs pluriannuels d'assainissement budgétaire en vue de ramener leur déficit budgétaire à 3 % du PIB, ou en deçà, en 2015 au plus tard. En mars 2011, les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro ont également décidé que la valeur de référence retenue pour la réduction de la dette publique serait une diminution annuelle d'environ un vingtième de l'écart entre le niveau de cette dette et le plafond de 60 % du PIB, même si cette norme ne revêt pas une forme contraignante<sup>8</sup>. De plus, le Pacte pour l'euro plus adopté à la fin du mois de mars appelle, entre autres, à une coordination renforcée des politiques économiques pour assurer la pleine mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance, notamment en mettant en place des cadres budgétaires nationaux fondés sur les règles budgétaires de l'Union européenne.

**... mais les efforts d'assainissement budgétaire prévus varient suivant les pays**

Dans la majorité des pays de la zone euro, notamment en Allemagne, en France et en Italie, les résultats budgétaires ont été meilleurs que prévu en 2010. Les efforts ciblés d'assainissement budgétaire varient sensiblement suivant les États membres de la zone euro, en fonction de leur situation actuelle :

- En 2011, un assainissement particulièrement marqué, d'une ampleur de 2½ point de PIB au moins, est nécessaire et prévu dans les pays qui ont sollicité l'assistance du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et du Fonds monétaire international (FMI) ou font l'objet d'une surveillance étroite sur les marchés de capitaux, et il sera suivi d'un

8. Un ratio dette/PIB supérieur à la valeur de référence de 60 % serait considéré comme diminuant à un rythme satisfaisant si son écart par rapport à cette valeur de référence s'est réduit d'un vingtième par an au cours des trois années précédentes. Néanmoins, un pays ne respectant pas cette condition ne serait pas automatiquement soumis à la procédure concernant les déficits excessifs, car d'autres facteurs seraient également pris en compte, tels que les engagements implicites liés à l'endettement du secteur privé et aux coûts du vieillissement démographique.

assainissement budgétaire équivalant à 1 point de PIB au moins l'année prochaine (encadré 1.4).

- En revanche, un assainissement d'une ampleur de ½ point de PIB, ou moindre, est prévu tant en 2011 qu'en 2012 dans certains des pays dont les finances publiques sont relativement saines (l'Allemagne et l'Autriche).
- La réduction programmée des déficits structurels sous-jacents en France est proche de la moyenne de la zone euro en 2011 comme en 2012. En Italie, la réduction programmée du déficit est en deçà de la moyenne de la zone euro en 2011, mais proche de celle-ci en 2012. Compte tenu de l'ampleur de la dette brute de ces pays et de l'assainissement budgétaire requis pour ramener leur ratio d'endettement à la valeur de référence de 60 % du PIB, il importe que le resserrement budgétaire prévu ait effectivement lieu.

Dans certains des pays lourdement endettés, l'assainissement des finances publiques ne sera peut-être pas suffisant pour satisfaire au critère d'endettement susmentionné proposé pour la procédure de déficit excessif.

*Des efforts énergiques  
d'assainissement  
budgétaire sont en cours au  
Royaume-Uni...*

Au Royaume-Uni, la stratégie d'assainissement budgétaire à moyen terme du gouvernement vise à éliminer le déficit structurel d'ici à l'exercice 2014/15, les efforts déployés devant être concentrés en début de période. Ce programme d'assainissement correspond à un juste équilibre entre la nécessité de restaurer la viabilité des finances publiques, ce qui permettra de réduire du même coup les risques extrêmes qui entourent la situation budgétaire, et celle de préserver la croissance (OCDE, 2011c). De fait, la récente dérive des anticipations inflationnistes confirme l'opportunité de concentrer en début de période ce resserrement budgétaire. Les stabilisateurs automatiques devraient pouvoir jouer librement, comme l'envisage le plan gouvernemental d'assainissement.

*... tandis que les besoins  
d'assainissement varient  
dans les autres pays de  
l'OCDE*

Au Canada, le gouvernement fédéral et les autorités des provinces et territoires devraient procéder à l'assainissement budgétaire prévu afin de restaurer la viabilité à long terme des finances publiques. Les efforts d'assainissement requis sont des plus limités, voire nuls, dans les pays dont la dette est modeste et dont le budget des administrations publiques est proche de l'équilibre ou en excédent (l'Estonie, la Finlande, la Norvège, la Suède et la Suisse).

### **Des réformes structurelles peuvent faciliter l'assainissement des finances publiques**

*Les efforts  
d'assainissement  
budgétaire peuvent être  
facilités par des réformes  
structurelles visant à...*

Dans ce contexte marqué par des situations budgétaires dégradées et le rythme modéré de la reprise, il est particulièrement important de mettre en œuvre des réformes structurelles qui facilitent l'assainissement des finances publiques, tout en renforçant la croissance à court et moyen termes (OCDE, 2011a).

**... renforcer l'emploi...**

- Parmi les éléments qui pourraient faire l'objet de réformes pouvant contribuer à améliorer les situations budgétaires tout en stimulant la croissance de l'emploi, sans pour autant avoir des effets négatifs marqués sur l'activité à court terme, figurent les systèmes de retraite, les incitations à la retraite anticipée, ainsi que les prestations d'invalidité, de maladie et de chômage. Les autorités pourraient notamment relever l'âge de la retraite, durcir progressivement les critères d'accès aux prestations de maladie et d'invalidité afin d'éviter qu'elles ne soient octroyées pour des raisons liées au marché du travail et, une fois que le chômage commencera à refluer, réduire les contre-incitations au travail qui sont inhérentes aux régimes d'allocation de chômage dans certains pays (notamment dans nombre d'économies d'Europe continentale). D'après les estimations du Secrétariat, une augmentation de 1 point de pourcentage de la croissance de l'emploi potentiel pourrait se traduire par une amélioration du solde des administrations publiques comprise entre 0.3 et 0.8 point de PIB (OCDE, 2010).

**... réformer les programmes de prestations sociales et de chômage partiel...**

- Dans ce contexte, et dans la mesure où les perspectives du marché du travail s'améliorent suffisamment pour empêcher que les personnes affectées ne basculent durablement dans la pauvreté, il faudrait revenir sur l'allongement de la période de versement des allocations de chômage aux États-Unis<sup>9</sup> et dans d'autres pays ayant eu recours à cette mesure pendant la crise. Cela dit, lorsque la couverture du système d'indemnisation du chômage a été élargie, cette extension devrait être pérennisée pour des raisons sociales et pour préserver les liens avec le marché du travail des nouveaux bénéficiaires de ces prestations. Les mesures adoptées en raison de la crise pour encourager le recours au chômage partiel au Japon et dans la zone euro devraient également être revues à la baisse. Un des avantages inhérents à l'approche retenue en Allemagne est qu'elle intègre des mécanismes d'incitation qui favorisent le démantèlement automatique des mesures de chômage partiel prises en raison de la crise.

**... améliorer la productivité du secteur public...**

- Des réformes destinées à renforcer la productivité du secteur public entraîneraient une amélioration marquée de la situation budgétaire dans de nombreux pays. Il conviendrait notamment d'exploiter les possibilités de gains d'efficacité dans le secteur public offertes par

9. Dans le cas des États-Unis, on estime que l'allongement temporaire de la durée de versement des prestations d'assurance-chômage de 26 à 99 semaines a entraîné une hausse du taux de chômage structurel comprise entre 1 et 1½ point de pourcentage (Fujita, 2011 ; Mazumder, 2011).

l'adoption des pratiques optimales nationales ou internationales en matière de prestation des services de santé et d'enseignement<sup>10</sup>.

### ... et modifier la structure fiscale

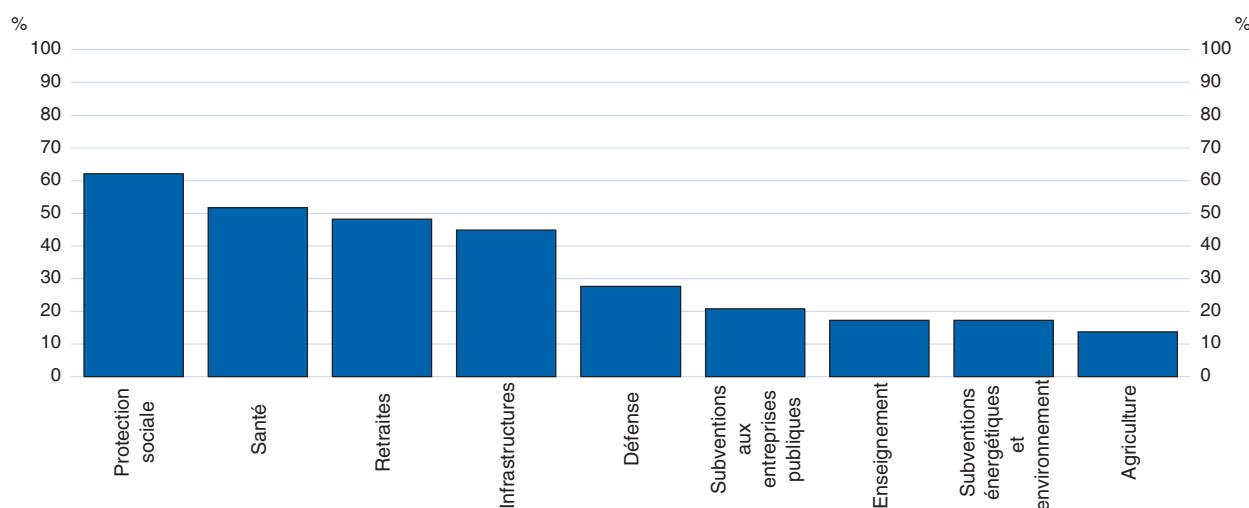
- D'autres réformes structurelles budgétaires pourraient favoriser la croissance et se traduire par des gains de bien-être : réduire les subventions et les dépenses fiscales ; mettre en place des mécanismes de tarification de la pollution, tels que des taxes sur le carbone ou des systèmes de vente aux enchères de permis d'émission ; et procéder progressivement à une refonte de la structure fiscale qui soit sans incidence sur les recettes, en effectuant un transfert de charge fiscale des sociétés et du travail vers la consommation et, une fois que le marché du logement se redressera, vers les biens immobiliers (OCDE, 2009).

### Les mesures d'assainissement budgétaire affecteront la croissance économique

Certaines des mesures d'assainissement budgétaire en cours d'application peuvent avoir des effets bénéfiques sur la croissance. Ainsi, en l'état actuel des dispositions prévues, les dépenses de protection sociale, de santé et de retraite sont les catégories les plus fréquemment visées par les projets de coupes (graphique 1.17). Cela peut déboucher sur


Graphique 1.17. **Grandes catégories de dépenses visées par les mesures d'assainissement budgétaire**

Fréquence pour l'ensemble des pays considérés



Note : Ces chiffres reposent sur un ensemble de 29 pays.

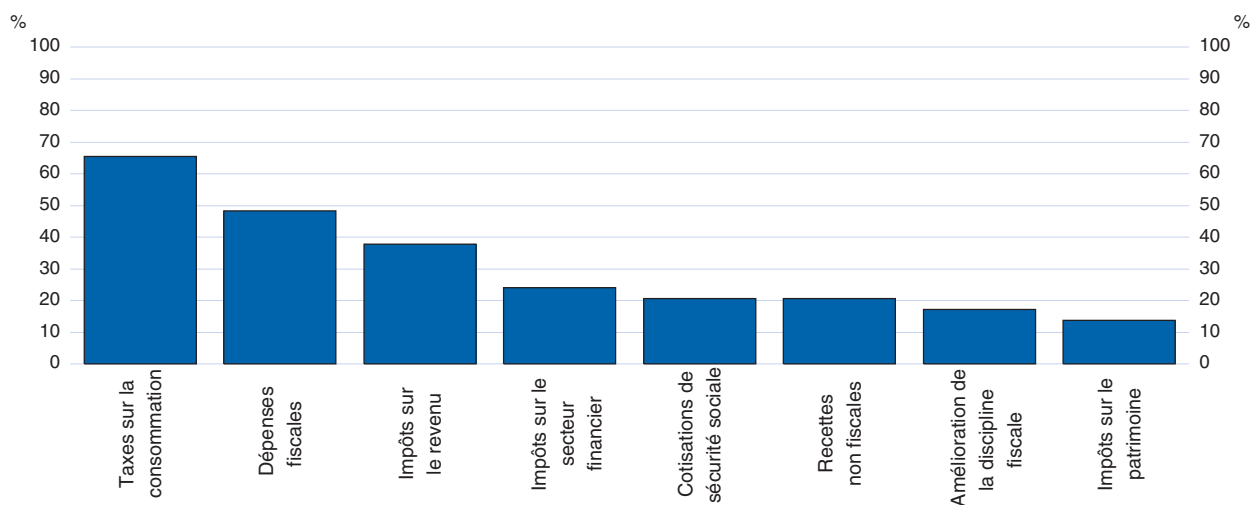
Source : OCDE (2011d).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434922>

10. D'après certaines estimations, les gains potentiels d'une amélioration des prestations de services dans les secteurs de l'enseignement primaire et de l'enseignement secondaire sont compris entre 0.5 et 1 point de PIB en Italie, en Allemagne, au Royaume-Uni, en Suède et aux États-Unis (OCDE, 2011a). Des gains d'efficience dans le cadre du système de santé pourraient déboucher sur des gains budgétaires plus importants, supérieurs à 2 points de PIB en Belgique, au Canada, aux Pays-Bas, aux États-Unis, en Suède et au Royaume-Uni (OCDE, 2011a).


des gains d'efficience dans le secteur public et, comme indiqué précédemment, favoriser une progression de l'emploi si les dispositions prévues sont élaborées de manière judicieuse. Les réductions des investissements en infrastructures se voient également accorder une importance prioritaire dans les programmes d'assainissement budgétaire, ce qui tient sans doute au fait qu'elles sont relativement aisées à mettre en œuvre. Néanmoins, il existe un risque que les gains financiers à court terme d'une diminution des dépenses d'infrastructure soient obtenus au prix d'une réduction de la future croissance potentielle. Les coupes favorables à la croissance réalisées dans les dépenses relatives à l'agriculture, les subventions aux entreprises publiques et les subventions énergétiques figurent parmi les sources d'économies les moins fréquemment retenues par les gouvernements des pays de l'OCDE, malgré l'ampleur du soutien apporté à l'agriculture, et le niveau élevé des subventions observé de manière plus générale, dans de nombreux pays. Côté recettes, les hausses des taxes sur la consommation constituent le type de mesures annoncé le plus souvent, suivi par les réductions de dépenses fiscales (graphique 1.18). Il s'agit des composantes des recettes qui sont les moins susceptibles d'avoir des effets négatifs sur la croissance.

Graphique 1.18. **Composantes des recettes visées par les mesures d'assainissement budgétaire**  
Fréquence pour l'ensemble des pays considérés



Note : Ces chiffres reposent sur un ensemble de 29 pays.

Source : OCDE (2011d).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434941>

### Politique monétaire

**Les paramètres de la politique monétaires sont de plus en plus différenciés...**

Les paramètres de la politique monétaire sont de plus en plus différenciés tandis que la reprise s'installait, reflétant des différences de perspectives et de situations économiques entre les pays et, apparemment, des différences d'approches de la politique monétaire également. Alors qu'aux États-Unis la Réserve fédérale est toujours dans



un cycle d'assouplissement, le programme actuel d'assouplissement quantitatif devant s'achever en juin, la Banque centrale européenne (BCE) a maintenant procédé à un premier relèvement de ses taux directeurs, et les banques centrales de nombreux pays, dont l'Australie, le Canada, le Chili, la Corée, Israël, la Norvège et la Suède, sont entrées dans un cycle de resserrement déjà bien avancé. Tel est également le cas dans nombre d'économies de marché émergentes, qui sont sorties de la récession beaucoup plus tôt, et où la croissance antérieure a permis de résorber l'essentiel des capacités inutilisées et provoque maintenant des tensions inflationnistes. L'éventail d'instruments utilisés pour gérer les conditions monétaires demeure également large, de nombreux pays émergents recourant à la fois à des mesures de politique monétaire conventionnelles et non conventionnelles, notamment à des dispositifs ne reposant pas sur les mécanismes du marché tels que les réserves obligatoires et le contrôle des mouvements de capitaux.

**... le contraste étant  
saisissant entre les États-  
Unis et la zone euro**

On observe des différences frappantes tant en termes de paramètres de la politique monétaire que de communication entre les grandes économies de l'OCDE, notamment entre les États-Unis et la zone euro. Pourtant, leurs situations économiques fondamentales sont similaires à de nombreux égards, qu'il s'agisse de la faiblesse persistante de l'inflation sous-jacente, de l'ampleur considérable quoique incertaine des écarts de production, ou des indications contradictoires concernant l'ancrage des anticipations inflationnistes fournies par les enquêtes et les points morts d'inflation. En fait, compte tenu des différences de politique budgétaire constatées cette année, de l'évolution des conditions financières et des niveaux antérieurs des taux directeurs, on pourrait même légitimement considérer que le resserrement de la politique monétaire aurait dû débiter d'abord aux États-Unis, et non dans la zone euro.

**Les risques de déflation se  
sont atténués...**

Globalement, étant donné l'envolée des prix des produits de base et la montée en régime de la reprise économique, la distribution des risques qui entourent l'inflation est devenue plus équilibrée dans les économies avancées, et les impératifs de gestion des risques qui motivaient le maintien des taux directeurs à un niveau proche de zéro ne sont plus aussi forts. Le risque de déflation semble s'être sensiblement réduit, et les présentes prévisions économiques tablent sur une dérive à la hausse de l'inflation qui devrait la rapprocher progressivement des objectifs implicites ou explicites des autorités monétaires, sur fond de diminution du volant de capacités disponibles. Et dans la mesure où les anticipations d'inflation à court terme et les estimations des points morts d'inflation ont augmenté, il se pourrait même que les récentes hausses de l'inflation globale se répercutent sur les anticipations inflationnistes à long terme, ce qui rendrait la hausse des taux d'inflation globale plus persistante qu'elle ne l'aurait été autrement. L'inflation sous-jacente demeure faible, mais l'incertitude qui entoure le volume de capacités inexploitées subsistant dans les économies de l'OCDE s'est accentuée à mesure que s'installait la reprise, comme indiqué précédemment.

**... ce qui justifierait d'engager rapidement un démantèlement partiel des mesures de relance monétaire adoptées...**

Cela renforce les arguments qui militent en faveur d'un relèvement rapide des taux directeurs à un niveau clairement positif, mais encore bas, sauf au Japon et dans les pays où cette hausse a déjà eu lieu. Pour l'heure, les risques à la hausse qui pèsent sur les anticipations inflationnistes ne peuvent être éliminés, mais on pourrait les atténuer en amorçant rapidement le mouvement de resserrement monétaire, ce qui permettrait de relever ensuite les taux plus aisément si ces risques devaient se matérialiser. De même, si un choc négatif devait se produire, il serait préférable de pouvoir y réagir par une baisse des taux directeurs, aux effets relativement certains, plutôt que par de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. Un relèvement rapide des taux d'intérêt, à un niveau restant accommodant, permettrait en outre de continuer à soutenir la demande, tout en limitant les possibilités de prise de risques excessive offertes par des taux directeurs proches de zéro, et les risques connexes de mauvaise affectation du capital ou d'accumulation d'éléments de fragilité de nature financière. Par la suite, la difficulté pour les autorités monétaires sera d'évaluer le rythme auquel il faut relever les taux directeurs pour continuer d'étayer la reprise, tout en maintenant l'inflation anticipée à un niveau proche des objectifs implicitement ou explicitement visés. Les banques centrales devraient conserver le stock actuel d'actifs qu'elles ont acquis dans le cadre de leurs programmes d'assouplissement quantitatif, jusqu'à ce que les taux d'intérêt directeurs soient nettement supérieurs à leurs niveaux d'aujourd'hui. Sans quoi, la vente de ces actifs entraînerait sans doute une hausse des rendements à long terme d'une ampleur incertaine, ce qui poserait des problèmes de communication considérables, et rendrait peut-être nécessaires des modifications des taux directeurs destinées à compenser cette hausse, en cas d'envolée excessive des taux d'intérêt à long terme.

**... aux États-Unis...**

- Aux États-Unis, le programme de rachat d'actifs de la Réserve fédérale et le maintien de son taux directeur à un niveau exceptionnellement bas pendant une période prolongée ont contribué au dynamisme du marché des actions et atténué les hausses des taux d'intérêt à long terme (Yellen, 2011). Compte tenu de la persistance d'un taux de chômage élevé et de la faiblesse de l'inflation sous-jacente, la décision de mettre un terme au programme d'assouplissement quantitatif en juin semble cohérente. Néanmoins, étant donné que certains signes laissent entrevoir une lente augmentation des anticipations d'inflation à long terme, il serait tout à fait opportun de procéder à une première hausse clairement positive du taux directeur à partir de la mi-2011, suivie d'un durcissement progressif de l'orientation de la politique monétaire tandis que la reprise s'installe et que l'ampleur du volant de ressources inexploitées diminue dans l'économie. Dans cet ensemble de prévisions économiques, il est supposé que le taux cible des fonds fédéraux sera relevé, par une succession de petites hausses, de 100 points de base durant le reste de cette année et, après une pause à ce niveau destinée à permettre d'évaluer l'impact de ce relèvement sur

l'économie, qu'il sera ensuite rehaussé régulièrement pour atteindre 2¼ pour cent à la fin de 2012. De nouvelles augmentations des taux directeurs les rapprochant de leur niveau neutre interviendraient probablement peu après, tandis que la résorption de l'écart de production subsistant se poursuivrait à un rythme régulier.

- ... dans la zone euro,...**
- Dans la zone euro, devant l'amélioration des perspectives économiques et la remontée de certains indicateurs des anticipations inflationnistes, la BCE a relevé le principal taux de de refinancement en avril 2011. Dans l'avenir immédiat, de nouvelles hausses ne se justifieraient guère, car, bien que l'inflation globale ait atteint un niveau supérieur à celui retenu par la BCE pour définir la stabilité des prix, les taux d'inflation sous-jacente sont relativement bas, en particulier si l'on exclut les variations des impôts indirects. En outre, les taux d'intérêt du marché monétaire s'établissent aujourd'hui à un niveau clairement positif. En 2012, une normalisation progressive du principal taux directeur serait ensuite de mise. Dans les présentes prévisions, il est supposé que le taux principal de refinancement est relevé tout au long de 2012 pour s'établir à 2¼ pour cent en fin d'année, exerçant encore un effet stimulant considérable, dans le contexte d'une marge de ressources inutilisées toujours ample, mais de plus en plus incertaine.

- ... malgré des différences persistantes entre les pays membres de la zone,...**
- Un des problèmes qui se posent dans la zone euro tient au fait que, compte tenu des situations économiques divergentes observées dans ses États membres, la politique monétaire unique est trop accommodante pour certains grands pays qui se sont rapidement remis de la récession et trop restrictive pour les pays couverts par un programme UE/FMI<sup>11</sup>. Pour les systèmes financiers fragiles de ces derniers pays, une possibilité serait que la BCE conserve des mécanismes spécifiques d'apport de liquidités tout en relevant les taux directeurs (Minegishi et Cournède, 2010). Parallèlement, les autorités des grands pays devraient envisager d'utiliser des instruments macroprudentiels pour faire face aux phénomènes nationaux de hausse de prix des actifs excessivement forte, s'ils devaient se produire. À moyen terme, des réformes structurelles s'imposent dans tous les pays de la zone euro pour approfondir l'intégration économique, et accroître du même coup les gains de l'union monétaire.

- ... et au Royaume-Uni...**
- Au Royaume-Uni, une intervention rapide est de mise, étant donné que l'inflation est supérieure depuis 17 mois à l'objectif de 2 % fixé pour

11. Cette difficulté n'est pas spécifique à la zone euro. D'un point de vue conceptuel, les unions monétaires que constituent la Suisse et les États-Unis soulèvent la même question : est-il possible de mener une politique monétaire unique qui soit adaptée à tous les cantons, dans le premier cas, et à tous les États fédérés, dans le second ? En pratique, la différence avec la zone euro est considérable, car les cantons suisses et les États fédérés américains sont dotés d'une ample administration centrale, qui est en mesure de gérer des transferts budgétaires, ainsi que de marchés du travail, des services et des capitaux qui sont beaucoup plus intégrés.

l'indice des prix à la consommation (IPC), et que certaines mesures des anticipations inflationnistes ont commencé à dériver à la hausse. Si la Banque d'Angleterre laissait s'enraciner ces récentes augmentations des anticipations d'inflation, elle pourrait avoir des difficultés à juguler la hausse des prix à la consommation. La Banque d'Angleterre devrait donc commencer bientôt à relever son taux directeur, le rythme ultérieur de normalisation de la politique monétaire dépendant de l'effet attendu sur l'économie des mesures énergiques d'assainissement budgétaire adoptées, et de la vitesse à laquelle seront résorbées les capacités inutilisées dans l'économie. Dans ces prévisions, il est supposé que les taux directeurs seront portés à 1 % d'ici à la fin de 2011, puis, après une pause, qu'ils seront relevés progressivement en 2012 pour s'établir aux alentours de 2¼ pour cent d'ici en fin d'année.

**... ainsi que de poursuivre le démantèlement des mesures de relance monétaire dans les autres économies de l'OCDE...**

- Dans les pays de l'OCDE où le durcissement de la politique monétaire a commencé un peu plus tôt, le rythme des hausses des taux directeurs devrait généralement être plus rapide que prévu initialement, compte tenu de l'amélioration des perspectives de reprise économique mondiale. Dans les économies qui fonctionnent à pleine capacité ou presque, les banques centrales devraient se tenir prêtes à relever les taux directeurs au-dessus de leur niveau neutre, si elles s'attendent à ce que la récente hausse des prix des produits de base induise des effets indirects, sources de tensions inflationnistes sous-jacentes.

**... mais pas au Japon**

- À la suite du séisme et des événements connexes, la Banque du Japon a procédé à des apports de liquidités considérables sur le marché monétaire pour prévenir toute instabilité sur les marchés de capitaux. Elle a également décidé de fournir des financements à plus long terme pour un montant de 1 000 milliards de yen (soit 0.2 % du PIB) aux établissements financiers des zones sinistrées, afin de soutenir les efforts de reconstruction, et accru l'ampleur de son programme de rachat d'actifs en la portant de 5 000 milliards à 10 000 milliards de yen. Dans les temps à venir, la politique actuelle de taux d'intérêt nul doit être poursuivie jusqu'à ce que l'inflation soit fermement ancrée en territoire positif, surtout en raison de l'incertitude entourant l'effet du séisme sur le niveau de sous-emploi des capacités. En l'absence de signes indiquant clairement qu'un mouvement s'est amorcé vers la réalisation de l'objectif implicite d'inflation de 1 %, la Banque du Japon devrait se tenir prête à prendre des mesures supplémentaires, en s'attachant à réduire les taux d'intérêt à long terme au moyen d'achats accrus d'obligations d'État. La première hausse du taux directeur peut attendre 2013, voire plus tard, et devrait intervenir uniquement lorsqu'il sera clair que l'inflation devrait atteindre les environs de 1 %. L'accumulation de déséquilibres financiers qui pourrait résulter du très bas niveau des taux d'intérêt doit faire l'objet d'une surveillance étroite, mais la Banque du Japon doit se montrer patiente, compte tenu de la perte de crédibilité à laquelle elle s'exposerait si elle devait revenir à des

taux d'intérêt nuls peu après un relèvement prématuré de son taux directeur.

**Dans les grandes économies non membres de l'OCDE, le resserrement monétaire doit se poursuivre**

- Dans les grandes économies de marché émergentes non membres de l'OCDE, il faut durcir encore les conditions monétaires, notamment par le biais d'une appréciation du taux de change, afin de modérer des tensions inflationnistes grandissantes. En Chine, où l'inflation s'est installée de manière beaucoup plus nette au cours des derniers mois, les taux débiteur et créditeur et les coefficients de réserves obligatoires ont déjà été révisés à la hausse, et le taux de change réel s'apprécie maintenant sous l'effet de l'accélération de l'inflation. Dans la mesure où la croissance de la production ralentit pour s'établir à un taux inférieur à son niveau tendanciel, ce qui se traduit par un comblement de l'écart de production positif, seul un modeste resserrement supplémentaire serait nécessaire cette année pour stabiliser l'inflation sous-jacente, lequel devrait reposer en priorité sur les instruments de marché, et non sur les réserves obligatoires. Le fait de laisser le taux de change effectif nominal s'apprécier contribuerait également à réduire les tensions inflationnistes. En Inde, le taux annuel d'inflation demeure élevé et l'inflation prend un caractère plus généralisé. De nouvelles mesures de resserrement sont de mise pour contribuer à endiguer les pressions de la demande et réduire le risque d'une déstabilisation des anticipations inflationnistes. Au Brésil, compte tenu d'une croissance du crédit qui reste dynamique, de contraintes de capacités persistantes, et d'une inflation qui se situe maintenant à la limite supérieure de la fourchette retenue comme objectif, il y a lieu de durcir la politique monétaire en relevant les taux directeurs et en adoptant des mesures microprudentielles et macroprudentielles appropriées. Un resserrement budgétaire réduirait l'ampleur des éventuelles hausses de taux directeur requises tant au Brésil qu'en Inde.

**Des mesures macroprudentielles contribueraient à atténuer les effets des volumineuses entrées de capitaux**

De nombreuses économies de marché émergentes restent confrontées à de volumineuses entrées de capitaux. Or, celles-ci peuvent poser des problèmes considérables aux économies d'accueil, étant donné les risques connexes d'appréciation monétaire excessive, de variations en coups d'accordéon des prix des actifs et du crédit, et de coups de frein brutaux. Sur le long terme, comme indiqué dans le chapitre 6, l'approfondissement des marchés de capitaux et d'autres réformes structurelles favorisant la croissance peuvent se répercuter sur les positions extérieures nettes et contribuer à améliorer la composition des entrées de capitaux, via une augmentation du poids de l'investissement direct étranger (IDE) et une diminution de celui de la dette, permettant de contrecarrer les effets négatifs des volumineuses entrées de capitaux à caractère spéculatif. Ces mesures peuvent aussi assurer une intermédiation efficace du crédit intérieur. Néanmoins, il faut du temps pour mettre en œuvre de telles réformes. À court terme, les politiques macroéconomiques ont un rôle important à jouer, mais les possibilités de les utiliser varieront probablement d'un pays à l'autre. Comme indiqué

précédemment, le fait de laisser le taux de change s'apprécier contribuerait à limiter les tensions inflationnistes susceptibles de résulter de ces entrées de capitaux, ainsi qu'à réduire les incitations favorisant de nouvelles entrées. Si cela s'accompagnait d'un assainissement budgétaire, les autorités monétaires seraient davantage à même d'assouplir leur politique, ce qui freinerait aussi les entrées de capitaux. Les politiques micro- et macroprudentielles devraient également jouer un rôle clé, à la fois en limitant les prises de risque excessives et en s'attaquant aux problèmes de risques liés à des secteurs ou des catégories d'actifs particuliers. Les autres options envisageables à court terme consisteraient à accumuler des réserves, par le biais d'interventions sur le marché des changes, et à mettre en place d'autres dispositifs pour freiner les entrées de capitaux, telles que des taxes sur ces flux financiers ou des mesures de contrôle direct des mouvements de capitaux. Comme indiqué dans le chapitre 6, l'accumulation de réserves est une politique coûteuse, souvent inefficace, et qui ne doit normalement pas être appliquée sur des périodes prolongées. Des mesures de contrôle des mouvements de capitaux pourraient se révéler efficaces à court terme, en contribuant à atténuer les risques de fragilisation du système financier liés à un afflux important de capitaux ; néanmoins, il vaut mieux les considérer comme une solution temporaire, afin de minimiser les distorsions subies par les investissements à long terme, et il serait préférable qu'elles fassent l'objet d'une surveillance multilatérale dans un cadre fondé sur le Code de la libération des mouvements de capitaux de l'OCDE.

### *Politique financière et macroprudentielle*

**Des tests de résistance rigoureux et transparents pourraient renforcer la confiance à l'égard des banques dans l'UE**

Étant donné les inquiétudes persistantes concernant la solidité du système bancaire dans certains pays, notamment dans l'Union européenne (UE), les tests de résistance prévus ont un rôle important à jouer pour fournir des informations fiables sur la mesure dans laquelle les banques peuvent surmonter des chocs négatifs. Comparés aux tests de résistance de 2010 réalisés à l'échelle de l'UE, qui n'ont mis en évidence aucun facteur de vulnérabilité dans certains pays, les tests prévus en 2011 seront assortis d'un seuil de capitaux propres plus strict, fondé sur le noyau dur des fonds propres de base et non plus sur l'ensemble des fonds propres de base (dans lesquels sont inclus des instruments hybrides), et d'hypothèses de tensions macroéconomiques plus fortes (simulées toutefois à partir d'un scénario de référence plus optimiste). Néanmoins, il est regrettable que le scénario négatif retenu exclue la possibilité qu'une décote soit appliquée aux titres de dette souveraine inscrits au bilan des banques, alors qu'elle constitue toujours un risque considérable<sup>12</sup>. Avant même la publication des résultats, les gouvernements de la zone euro se sont engagés à élaborer des stratégies spécifiques de restructuration des établissements vulnérables. De telles stratégies de soutien devraient renforcer la confiance à l'égard des tests. Sur le long terme, la priorité

12. Voir également Blundell-Wignall et Slovik (2010).



devrait être de promouvoir la discipline de marché, dont les tests de résistance réalisés par des autorités de surveillance ne sauraient constituer qu'un substitut imparfait. Pour progresser dans cette direction, il sera notamment essentiel de remédier au problème des établissements « trop grands pour faire faillite », de renforcer les procédures de liquidation des banques, et d'améliorer les mécanismes de divulgation des informations relatives aux banques.

**Les normes de fonds propres de Bâle III devraient être rigoureusement appliquées**

À un horizon plus éloigné, la mise en œuvre de l'Accord de Bâle III sur les fonds propres qui a été récemment adopté renforcera la capacité des banques à absorber des pertes. D'après les estimations présentées par Slovik et Cournède (2011), dans les trois principales économies de la zone OCDE, les banques pourraient relever leurs objectifs de ratio de fonds propres d'au moins 3.7 points de pourcentage, ce qui entraînerait une réduction du taux de croissance annuel du PIB comprise entre 0.05 et 0.15 point (tableau 1.7). La mise en place de volants contracycliques pendant le cycle du crédit pourrait renforcer encore la résilience à long terme du secteur bancaire (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2010). Néanmoins, il n'a pas encore été décidé au niveau mondial si, et dans l'affirmative quand, les ratios de fonds propres réglementaires seraient revus à la hausse pour les établissements financiers d'importance systémique, compte tenu des risques plus importants qu'ils prennent en raison des garanties publiques explicites dont ils bénéficient (Blundell-Wignall et al., 2010). Les autorités de certains pays (comme la Suisse et le Royaume-Uni)<sup>13</sup> ont déjà mis en place ou envisagent d'instaurer des exigences de fonds propres spécifiques aux banques d'importance systémique, non seulement pour remédier au problème des établissements « trop grands pour faire faillite », mais aussi parce qu'elles

Tableau 1.7. **Estimation de l'impact à moyen terme de Bâle III**

Variation sur cinq ans des éléments ci-dessous

	Ratio d'actions ordinaires	Marges d'intérêt des banques	Croissance annuelle du PIB
	Points de pourcentage	Points de base	Points de pourcentage
États-Unis	3.1	12.3 - 46.2	-0.02 - -0.12
Zone euro	3.8	18.6 - 56.6	-0.08 - -0.23
Japon	4.2	14.3 - 62.6	-0.04 - -0.09
Moyenne (simple)	3.7	15.1 - 55.1	-0.05 - -0.15
Moyenne (pondérée en fonction du PIB)	3.5	15.6 - 52.9	-0.05 - -0.16

*Note* : Les nouvelles normes de fonds propres se traduisent par un accroissement des marges d'intérêt, les banques s'efforçant de préserver le rendement de leurs capitaux propres. Cette augmentation des marges d'intérêt freine l'activité économique. Les extrémités basse et haute de chaque fourchette d'estimations correspondent à l'impact de la réalisation des objectifs prévus pour 2015 et 2019, respectivement. Voir Slovik et Cournède (2009) pour obtenir de plus amples informations.

*Source* : Slovik et Cournède (2011).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932435131>

13. Voir Independent Commission on Bankery (2011).



sont conscientes du fait que, en particulier dans les petits pays comme la Suisse qui accueillent de très grands établissements financiers, certains risquent de se révéler trop grands pour être sauvés. La mise en place prévue d'un ratio de levier contraignant est particulièrement importante pour les établissements d'importance systémique, dans la mesure où ils tendent à recourir davantage que les autres à l'effet de levier.

**Les règles relatives aux liquidités doivent être élaborées avec soin**

En principe, des volants de fonds propres conséquents devraient rassurer les investisseurs du marché monétaire et du marché de la dette sur la solvabilité des établissements bancaires, et garantir du même coup leur accès aux liquidités. En pratique, cependant, même dans le cadre de l'application de Bâle III et des règles nationales de fonds propres complémentaires, la réserve de capitaux propres constituée ne sera probablement pas suffisante pour assurer un accès continu aux liquidités en toutes circonstances<sup>14</sup>. Dans ce contexte, le cadre de Bâle III prévoit des exigences de liquidité destinées à améliorer la résistance individuelle des banques aux chocs de liquidité. D'une part, les banques se verront imposer un ratio de liquidité à court terme, qui les contraindra à détenir le niveau minimum d'actifs liquides de qualité nécessaire pour faire face à l'éventualité de graves difficultés d'accès aux liquidités d'une durée d'un mois. D'autre part, elles devront respecter un ratio structurel de liquidité à long terme, qui les contraindra à recourir à des sources de financement stables de moyen à long terme, au lieu de se financer à court terme sur le marché monétaire. Bien que ces dispositions réduisent la vulnérabilité des banques au risque de liquidité, certaines préoccupations subsistent quant à leur mise en œuvre. En l'état actuel, ces exigences de liquidité mettent fortement l'accent sur les obligations d'État, alors que les événements récents ont souligné que la sûreté et la liquidité de ces titres ne pouvaient être considérées comme acquises. En outre, les exigences imposées par le ratio de liquidité à court terme et le ratio structurel de liquidité à long terme pourraient créer des incitations à l'arbitrage réglementaire entre différentes catégories d'actifs, comme cela avait été le cas avec les règles de pondération des risques avant la crise financière actuelle. De plus, étant donné que le secteur bancaire aura besoin de volumes considérables de financements de moyen à long terme, des problèmes d'asymétrie des échéances entre actifs et passifs risquent de se poser, et de fragiliser d'autres pans du système financier. Compte tenu de ces réserves, il serait bon que les règles appliquées en matière de liquidité : ne reposent pas sur l'hypothèse que les obligations d'État nationales sont nécessairement toujours totalement liquides, en particulier pour les États membres d'une union monétaire ; soient fondées sur des règles simples, et non sur des mécanismes de

14. Jusqu'à ce que les banques commencent à bénéficier d'une garantie publique qui s'est progressivement accrue à partir du milieu du 19<sup>e</sup> siècle, elles conservaient en général un ratio de fonds propres supérieur à 50 %, ou proche de ce niveau, pour convaincre les déposants et les prêteurs que leurs investissements étaient sûrs.

pondération excessivement complexes qui pourraient offrir de nouvelles possibilités d'arbitrage réglementaire ; et s'accompagnent d'une surveillance adéquate des autres composantes du système financier, notamment des sociétés d'assurances, vers lesquelles pourraient se déplacer les problèmes d'asymétrie entre actifs et passifs potentiellement déstabilisants.

**Des réformes sont également nécessaires dans d'autres domaines**

Des réformes devront également être engagées dans un certain nombre d'autres domaines pour remédier aux problèmes soulevés par la crise financière. Il faudrait que les initiatives prises en vue du transfert de l'essentiel des transactions sur produits dérivés vers des bourses, ou à tout le moins vers des chambres centrales de compensation, aboutissent rapidement. Il est également nécessaire que soient mises en place des procédures efficaces de liquidation des établissements transnationaux défaillants pour les grandes banques d'envergure mondiale, afin de réduire l'aléa moral créé par une situation dans laquelle il est impossible de les fermer sans que cela n'ait des répercussions déstabilisantes. La poursuite de la convergence internationale des règles comptables, notamment pour les établissements financiers, demeure importante pour faciliter la mise en œuvre de normes réglementaires mondiales, et en particulier de ratios de levier minimums. En outre, comme indiqué plus haut dans le cas des liquidités mais aussi de manière plus générale, les mécanismes de réglementation et de surveillance doivent effectivement couvrir les domaines, tels que les assurances et les retraites, vers lesquels pourraient migrer les facteurs de vulnérabilité et le risque systémique du fait du durcissement des règles appliquées aux banques.

### ***L'articulation entre les politiques monétaire et macroprudentielle***

**Les politiques monétaire et macroprudentielle doivent être étroitement coordonnées...**

Comme indiqué dans le chapitre 7, la politique macroprudentielle et la politique monétaire font appel à des instruments d'action différents, mais il faut une coordination étroite des fonctions monétaires et réglementaires, afin que le risque systémique et les interactions macrofinancières fassent l'objet d'une surveillance efficace et soient pleinement intégrés dans les décisions prises tant en matière de politique monétaire que de politique macroprudentielle. Il faut également que soient dûment pris en compte le degré auquel les dispositions macroprudentielles affectent la transmission de la politique monétaire, en particulier via le canal du crédit, ainsi que l'influence de la politique monétaire sur la prise de risque et l'accumulation de dettes.

**... mais il n'est pas nécessaire qu'elles soient toujours alignées l'une sur l'autre**

En pratique, l'alignement des politiques monétaire et macroprudentielle dépendra de la nature du choc qui se produira et de la capacité de réaction de chaque politique. Les deux types de politiques se traduiraient probablement par une réaction similaire en cas de choc affectant la demande globale, mais tel pourrait ne pas être le cas pour les chocs affectant l'offre globale. En outre, si les politiques macroprudentielles sont entravées pour quelque raison que ce soit, ou ne

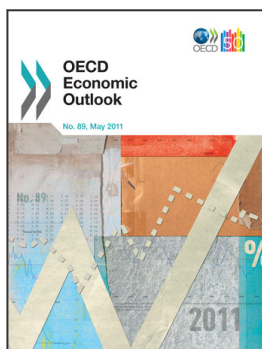
sont pas encore totalement en place, les autorités monétaires peuvent être contraintes d'accorder davantage d'importance aux questions de stabilité financière qu'elles ne l'auraient fait dans le cas contraire. De même, si les taux directeurs ont atteint le plancher constitué par des taux d'intérêt nominaux nuls, les responsables des politiques macroprudentielles peuvent se trouver contraints d'accorder davantage de poids à leurs effets macroéconomiques qu'ils ne l'auraient fait dans le cas contraire (Yellen, 2010).

## Bibliographie

- Aizenman, J. et N. Marion (2009), « Using Inflation to Erode the US Public Debt », *NBER Working Papers*, n° 15562.
- Akram, Q. F. (2009), « Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar », *Energy Economics*, vol. 31.
- Banque d'Angleterre (2010), *Inflation Report*, novembre 2010.
- Barnes, S. (2010), « Resolving and Avoiding Unsustainable Imbalances in the Euro Area » Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 827.
- Barrell, R. et O. Pomerantz (2004), « Oil Prices and the World Economy », *NIESR Discussion Paper*, n° 242.
- Beltran, D., L. Pounder et C. Thomas (2008), « Foreign Exposure to Asset-Backed Securities of US Origin », *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, Number 939.
- Blundell-Wignall, A. et P. Slovik (2010) « The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures », *Documents de travail de l'OCDE sur la finance, l'assurance et les pensions privées*, n° 4.
- Blundell-Wignall, A., G. Wehinger et P. Slovik (2010), « The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do », *OECD Financial Market Trends*, vol. 2009/2.
- Bureau du Cabinet japonais (2011), *Monthly Economic Report*, 23 mars, Japon.
- Carabenciov, I., et al. (2008), « A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices », *IMF Working Papers*, n° 08/280.
- Cavallo, E., et I. Noy (2010), « The Economics of Natural Disasters: A Survey », *IDB Working Paper Series*, n° IDB-WP-124.
- CBO (2011), *An Analysis of the President's Budgetary Proposals for Fiscal Year 2012*, Washington D.C.
- Chamley, C. et B. Pinto (2011), « Why Official Bailouts Tend Not To Work: An Example Motivated by Greece 2010 », *The Economist's Voice*, février.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010), *Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Buffer*, Banque des règlements internationaux, décembre 2010, Bâle.
- Commission européenne (2004), « How Vulnerable is the Euro Area Economy to Higher Oil Prices? », *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 3.
- Commission européenne (2008), « Recent Economic Developments and Short-Term Prospects », *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 7.
- Cottarelli, C. et J. Viñals (2009), « A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies », *IMF Staff Position Note*, SPN/09/22.
- Crespo Cuaresma, J.C. (2010), « Can Emerging Asset Price Bubbles be Detected? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 772.
- Fujita, S. (2011), « Effects of Extended Unemployment Insurance Benefits: Evidence from the Monthly CPS », *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, n° 10-35/R.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord et C. André (2006), « Recent House Price Developments: the Role of Fundamentals », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 475.
- Gros, D. (2010), « The Seniority Conundrum: Bail Out Countries But Bail in Private, Short-Term Creditors? », 5 décembre, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Guichard, S., D. Haugh et D. Turner (2009), « Quantifying the effect of financial conditions in the euro area, Japan, United Kingdom and United States », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 677.

- Guichard, S. et E. Rusticelli (2010), « Assessing the Impact of the Financial Crisis on Structural Unemployment in OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 767.
- Guichard, S. et E. Rusticelli (2011) « A Dynamic Factor Model For World Trade Growth », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Haugh, D., A. Mourougane et O. Chantal (2010), « The Automobile Industry In and Beyond the Crisis », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 745.
- Haugh, D., P. Ollivaud et D. Turner (2009), « The Macroeconomic Effects of Banking Crises in OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 683.
- Hervé, K., Pain, N., Richardson, P., Sédillot, F. et P.O. Beffy (2010), « The OECD's New Global Model », *Economic Modelling*, vol. 28.
- ICB (*Independent Commission on Banking, Commission indépendante sur les banques*) (2011), *Interim Report: Consultation on Reform Options*, avril 2011, Londres.
- Japan Research Institute (Institut de recherche du Japon) (2011), *Kaigai Keizai Tenbou*, avril 2011 (en japonais).
- JETRO (*Japan External Trade Organisation, Organisation japonaise du commerce extérieur*) (2008), *Survey on Business Conditions of Japanese Companies in the US and Canada*, octobre 2008.
- JETRO (2010), *Survey of Japanese-Affiliated Firms in Asia and Oceania*, octobre 2010.
- Jiménez-Rodríguez, R. et M. Sánchez (2004), « Oil Price Shocks and Real GDP Growth: Empirical Evidence for Some OECD Countries », *European Central Bank Working Papers*, n° 362.
- Jones, D. et A. Kwiecinski (2010), « Mesures prises dans les économies émergentes face aux flambées des cours internationaux des produits agricoles de base », *Documents de travail de l'OCDE sur l'alimentation, l'agriculture et les pêcheries*, n° 34.
- Mazumder, B. (2011), « How did the Unemployment Insurance Extensions Affect the Unemployment Rate in 2008-2010? », *Chicago Fed Letter*, avril.
- Minegishi, M. et B. Cournède (2010), « Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 753.
- Moccerro, D., S. Watanabe et B. Cournède (2011), « What Drives Inflation in the Major OECD Economies? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 854.
- Mody, A., Saravia, D., (2003). « Catalyzing Capital Fows: Do IMF-supported Programs Work as Commitment Devices? », *IMF Working Paper 03/100*.
- van den Noord, P. (2006), « Are House Prices Nearing a Peak? A Probit Analysis for 17 OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 488.
- OCDE (2008a), *Politiques de soutien des biocarburants : une évaluation économique*, OCDE, Paris.
- OCDE (2008b), *Consumption Tax Trends 2008: VAT/GST and Excise Rates, Trends, and Administration Issues*, Paris.
- OCDE (2009), *Réformes économiques – Objectif croissance*, Paris.
- OCDE (2010), *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 88, novembre 2010.
- OCDE (2011a), *Réformes économiques – Objectif croissance 2011*, Paris.
- OCDE (2011b), *Études économiques de l'OCDE – Japon*, Paris, à paraître.
- OCDE (2011c), *Études économiques de l'OCDE – Royaume-Uni*, Paris, à paraître.
- OCDE (2011d), *Restoring Public Finances, OECD Journal on Budgeting Special Issue*, vol. 2011/2, Paris.

- Pain, N., I. Koske et M. Sollie (2008), « Mondialisation et hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, n° 44.
- Rousova, L, et P. van den Noord (2011), « Predicting Peaks and Troughs in Real House Prices », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Shirakawa, M. (2011), « Great East Japan Earthquake: Resilience of Society and Determination to Rebuild », remarks at the Council on Foreign Relations, New York, avril.
- Slovik, P. et B. Cournède (2011), « Macroeconomic Impact of Basel III », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 844.
- Weidner, J. et J. Williams (2011), « What Is The New Normal Unemployment Rate? », *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, n° 2011-05.
- Wurzel, E., L. Willard et P. Ollivaud (2009), « Recent Oil Price Movements: Forces and Policy Issues », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 737.
- Yellen, J. (2010), « Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-Crisis World », discours prononcé lors de la réunion annuelle de la National Association for Business Economics, à Denver, en novembre.
- Yellen, J. (2011), « The Federal Reserve's Asset Purchase Program », discours prononcé au cours du Brimmer Policy Forum, à Denver, en janvier.



Extrait de :  
**OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1**

Accéder à cette publication :  
[https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2011-1-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2011), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2011-1-3-fr](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-3-fr)

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte 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.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).