

# 1 Évaluation générale de la situation macroéconomique

## Introduction

Les perspectives mondiales sont fragiles, alors que l'on voit se multiplier les signes indiquant que le ralentissement conjoncturel est en train de s'installer. La croissance du PIB reste faible, avec un ralentissement qui touche la quasi-totalité des économies cette année, et les échanges mondiaux stagnent. Les tensions autour de la politique commerciale, qui n'ont cessé de s'aviver depuis mai, heurtent de plus en plus la confiance et l'investissement, accentuant les incertitudes liées à l'action publique. Les conditions favorables sur les marchés du travail vont continuer de soutenir les revenus des ménages et les dépenses de consommation, au moins à court terme, mais les données issues des enquêtes laissent présager un fléchissement. Les prix des actifs restent élevés, confortés par la transition vers une orientation plus accommodante de la politique monétaire dans de nombreuses économies, mais les retombées positives sur l'activité réelle apparaissent moins importantes qu'elles n'ont pu l'être dans le passé. Dans de nombreux pays, l'assouplissement budgétaire reste limité et il reste possible d'exploiter davantage la faiblesse des taux d'intérêt pour soutenir la croissance. Au total, la croissance du PIB mondial devrait se maintenir à environ 3 % en 2020 et 2021 après être descendu à 2.9 % cette année, soit le niveau le plus faible observé depuis la crise financière (tableau 1.1). L'inflation devrait rester modérée. La croissance des échanges mondiaux ne devrait se redresser que lentement, compte tenu de la poursuite des tensions commerciales, et l'intensité des échanges restera faible sur la période 2019-21. Ces évolutions font craindre que les anticipations de croissance ne continuent à diminuer en l'absence de réaction des pouvoirs publics. La réallocation des activités entre les pays et les ajustements des chaînes d'approvisionnement qui résultent de la persistance des tensions commerciales freinent la demande et risquent de peser sur la croissance à moyen terme, du fait de la baisse de la productivité et des incitations à investir qui en découlera.

La croissance pourrait être encore plus médiocre en cas de concrétisation des risques de révision à la baisse des prévisions ou d'interactions entre ces différents risques, qui incluent l'aggravation des mesures de restriction des échanges et de l'investissement transnational, la poursuite des incertitudes liées au Brexit, un échec des mesures de relance en Chine à prévenir un ralentissement plus marqué de l'activité, et des vulnérabilités financières découlant des tensions provoquées par le ralentissement de la croissance, concomittant à un niveau élevé de la dette des entreprises et à la détérioration de la qualité du crédit. Une hausse persistante des prix du pétrole, dans l'éventualité d'une nouvelle aggravation des tensions géopolitiques, pourrait aussi assombrir les perspectives de croissance. En revanche, une action déterminée de la part des décideurs publics s'employant à réduire les incertitudes liées à leur action et à améliorer les perspectives de croissance à moyen terme, notamment par des mesures visant à rétablir une meilleure prévisibilité des politiques commerciales, serait bénéfique pour la croissance partout dans le monde. En particulier, une inversion totale ou même partielle des restrictions commerciales mises en place ou annoncées cette année donnerait un coup de pouce à la croissance, même si les incertitudes sur l'avenir des politiques commerciales vont sans doute persister.

L'atonie des perspectives économiques et la montée des risques de révision à la baisse par rapport aux prévisions demandent une action immédiate de la part des responsables de l'action publique pour réduire les incertitudes politiques, soutenir suffisamment la demande, augmenter la résilience vis-à-vis des risques et améliorer les perspectives d'évolution des niveaux de vie à moyen terme. Le manque de prévisibilité de la politique commerciale doit faire place à des approches collectives plus ordonnées, susceptibles d'aboutir

Tableau 1.1. La croissance mondiale reste faible

Total OCDE, sauf mention contraire

	Moyenne 2012-2019	2018	2019	2020	2021	2019 T4	2020 T4	2021 T4	
		Pourcentage							
<b>Croissance du PIB en volume<sup>1</sup></b>									
Monde <sup>2</sup>	3.3	3.5	2.9	2.9	3.0	3.0	2.9	3.1	
G20 <sup>2</sup>	3.6	3.8	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2	3.3	
OCDE <sup>2</sup>	2.1	2.3	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7	
États-Unis	2.4	2.9	2.3	2.0	2.0	2.3	1.9	2.0	
Zone euro	1.5	1.9	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	
Japon	1.1	0.8	1.0	0.6	0.7	1.0	0.8	0.5	
Non-OCDE <sup>2</sup>	4.4	4.6	3.9	4.0	4.0	3.9	3.9	4.1	
Chine	6.9	6.6	6.2	5.7	5.5	6.1	5.5	5.5	
Inde <sup>3</sup>	7.1	6.8	5.8	6.2	6.4				
Brésil	-0.1	1.1	0.8	1.7	1.8				
<b>Taux de chômage<sup>4</sup></b>	6.6	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	
<b>Inflation<sup>1,5</sup></b>	1.6	2.3	2.0	2.1	2.1	1.9	2.1	2.1	
<b>Solde des administrations publiques<sup>6</sup></b>	-3.6	-2.9	-3.2	-3.3	-3.3				
<b>Croissance du commerce mondial<sup>1</sup></b>	3.4	3.7	1.2	1.6	2.3	1.1	1.9	2.4	

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

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

3. Exercice budgétaire.

4. Pourcentage de la population active.

5. Déflateur de la consommation privée.

6. Pourcentage du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044784>

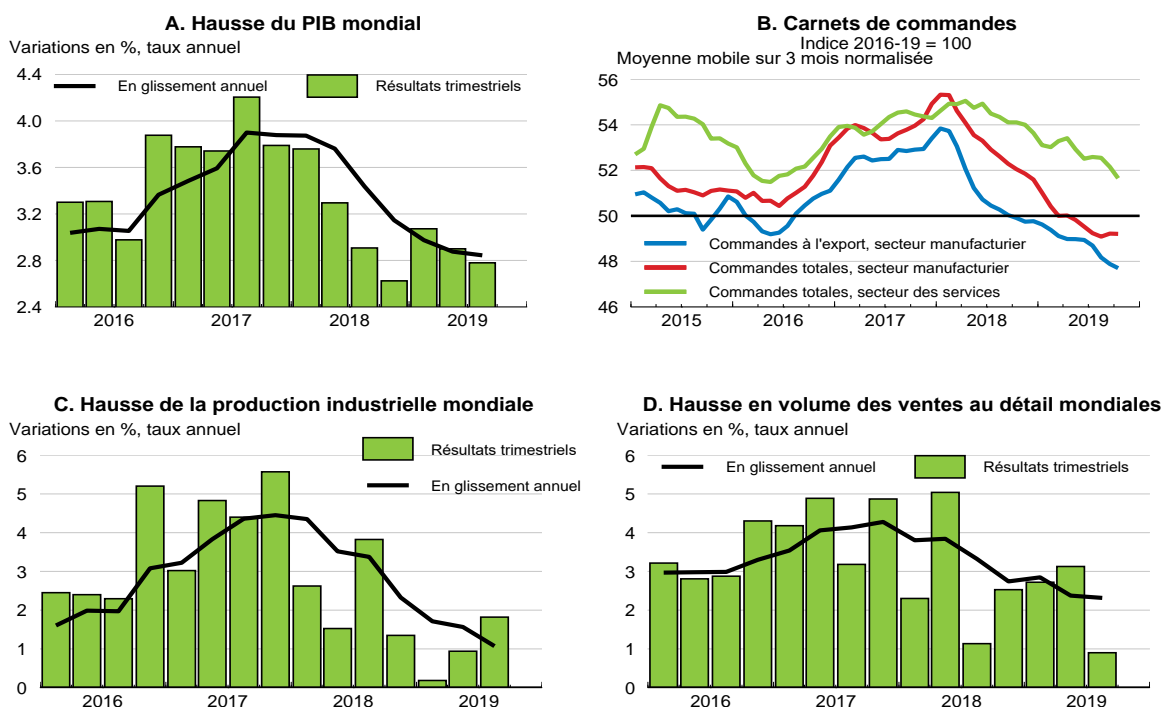
au rétablissement d'un système transparent et fondé sur des règles propre à encourager les entreprises à investir. La politique monétaire a déjà pris un tour plus accommodant cette année dans la plupart des grandes économies, et une certaine marge d'assouplissement supplémentaire existe dans les économies de marché émergentes où l'inflation diminue et où les déséquilibres macroéconomiques sont limités. Dans de nombreuses économies avancées, particulièrement la zone euro, faire jouer les leviers budgétaires et structurels en plus de la politique monétaire permettrait d'étayer plus solidement la croissance et de générer moins de risques financiers qu'en mobilisant principalement la politique monétaire. Le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt offre la possibilité d'utiliser plus activement la politique budgétaire pour engager des mesures propres à soutenir la demande à court terme et à améliorer les perspectives d'une croissance durable à moyen terme. Il faut revoir à la hausse les ambitions de réforme structurelle dans toutes les économies pour aider à compenser l'impact des chocs négatifs sur l'offre provoqués par l'augmentation des restrictions imposées aux échanges et à l'investissement transnational, améliorer la confiance et faciliter l'adoption des mesures nécessaires à l'amélioration des niveaux de vie et des perspectives de chacun. Si des risques de dégradation par rapport aux prévisions se concrétisent et s'il s'avère que la croissance mondiale est considérablement inférieure à ce qui était prévu, une action coordonnée de la part des pouvoirs publics, dans toutes les grandes économies, constituerait la réponse la plus efficace et la plus opportune.

## La croissance mondiale sera freinée par le niveau élevé des incertitudes

### La hausse du PIB mondial, des échanges et de l'investissement a poursuivi son ralentissement

Les perspectives économiques mondiales restent décevantes, et les risques de révision à la baisse des prévisions se sont accentués, sur fond de hausse des incertitudes liées à l'action publique et de baisse de la confiance des entreprises. La croissance du PIB mondial a fléchi pour revenir aux alentours de 3 % cette année (graphique 1.1, partie A), et cet essoufflement généralisé touche aussi bien les économies avancées que les économies de marché émergentes. Aux États-Unis, la croissance a résisté, grâce à la vigueur des dépenses de consommation, de même que dans nombre d'économies d'Europe centrale, mais elle a été plus faible que prévu dans les économies avancées les plus exposées au ralentissement des échanges mondiaux. L'investissement résidentiel a également continué de refluer dans certaines économies où le marché du logement a enregistré une certaine détente, notamment le Canada, l'Australie et la Corée, et la production du secteur de la construction a diminué dans la zone euro. Dans de nombreuses économies de marché émergentes, la croissance reste modeste, la reprise économique s'opérant lentement après les récessions auxquelles certaines d'entre elles ont dues faire face, et les incertitudes sur le plan intérieur ayant pesé sur l'activité dans d'autres économies comme le Mexique, l'Inde et l'Argentine. En Chine, la croissance du PIB continue de fléchir graduellement, mais la demande d'importations a ralenti plus brutalement.

### Graphique 1.1. L'activité mondiale a fortement ralenti



Note : Des données à PPA ont été utilisées pour les données agrégées du PIB, de la production industrielle et des ventes au détail. Dans la partie D, les données concernent les ventes au détail dans la majorité des pays, mais pour les États-Unis, c'est la consommation mensuelle des ménages qui a été utilisée et pour le Japon, l'indicateur synthétique de la consommation mensuelle. Aucune donnée concernant l'Inde n'est disponible pour la partie D.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; Refinitiv ; Markit ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044290>

Les mesures tirées des enquêtes sur l'activité des entreprises continuent leur baisse (graphique 1.1, partie B), en particulier dans le secteur manufacturier où les indicateurs mondiaux concernant la production et les carnets de commande ont atteint leur niveau le plus faible en sept ans. Les tensions commerciales pèsent lourdement sur les secteurs industriels (graphique 1.1, partie C), surtout dans les économies avancées où la production industrielle a reculé cette année. Dans le secteur des services, la production s'est maintenue pendant la plus grande partie de l'année, aidée en cela par la hausse régulière des dépenses de consommation (graphique 1.1, partie D), mais les données issues des enquêtes font de plus en plus apparaître des signes de ralentissement. Si la faiblesse de l'activité devait se poursuivre dans les secteurs industriels, on verrait s'accroître la baisse des intentions d'embauche et la réduction des heures de travail déjà engagée dans certains pays, ce qui exercerait une pression à la baisse sur les revenus et les dépenses des ménages et freinerait la demande de services.

Les incertitudes économiques sont devenues la principale préoccupation des entreprises partout dans le monde depuis dix-huit mois, c'est-à-dire depuis le début des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine (graphique 1.2). Les politiques commerciales étant de moins en moins prévisibles, il est probable que de fortes incertitudes continueront pendant une période prolongée de freiner sur l'activité. Les entreprises sont également de plus en plus nombreuses à citer la morosité de la demande comme une source d'inquiétude. L'impact de l'aggravation des incertitudes liées à l'action publique est de plus en plus manifeste dans les investissements en biens d'équipement et dans les dépenses consacrées par les ménages à certains biens de consommation durables, particulièrement les voitures, dont la demande mondiale a fortement chuté l'année dernière. Ces évolutions affectent tout spécialement l'Allemagne, du fait de l'importance relative du secteur manufacturier dans l'activité globale, de sa spécialisation dans la production de biens d'équipement et des difficultés nées des ajustements nécessaires à opérer pour répondre aux défis structurels du secteur automobile.

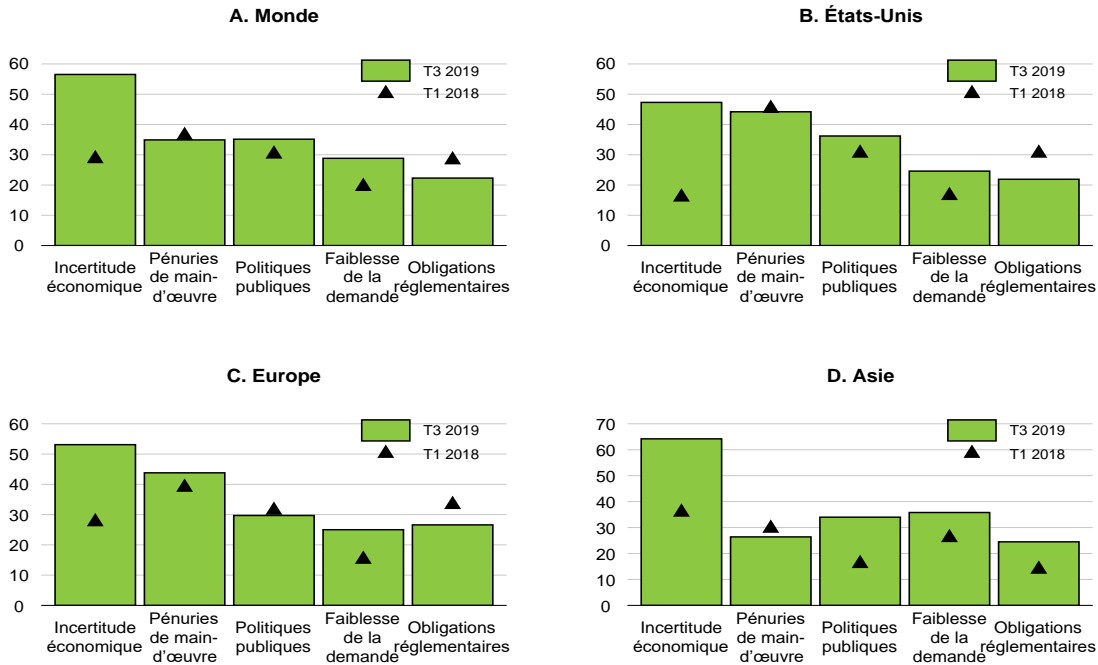
Les échanges mondiaux demeurent particulièrement moroses. La progression des échanges en volume (biens plus services) a marqué le pas à la fin de 2018 et elle est restée faible pendant les neuf premiers mois de 2019 (graphique 1.3, partie A)<sup>1</sup>. Les indicateurs à haute fréquence semblent indiquer d'une manière générale que les perspectives commerciales à court terme restent moroses. Les incertitudes entourant les politiques commerciales ont atteint un nouveau pic, et les enquêtes menées auprès des directeurs d'achat (indice PMI) montrent que les commandes à l'export dans le secteur manufacturier se contractent dans environ deux tiers des économies pour lesquelles on dispose de données (graphique 1.3, partie B). Les trafics aériens de marchandises et de passagers ont également continué de fléchir ces derniers mois, tandis que le trafic portuaire de conteneurs s'est, lui, redressé légèrement. Le durcissement des restrictions commerciales, la faiblesse de la formation de capital fixe (qui constitue une catégorie de dépenses à forte intensité commerciale) et l'impact, sur les chaînes d'approvisionnement, de la modération de la demande d'importations en Chine (voir ci-après) pèsent tous sur la croissance des échanges mondiaux. En Europe, les incertitudes liées au Brexit ont aussi provoqué une volatilité considérable des échanges et contribué à la faiblesse des résultats commerciaux enregistrés ces derniers mois, avec une hausse des exportations de la zone euro à destination du Royaume-Uni au début de 2019, juste avant la date originellement prévue pour la sortie de l'UE, et un brusque revirement dans les mois qui ont suivi<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Une importante transaction ponctuelle réalisée en Irlande et portant sur l'importation de biens de propriété intellectuelle a permis de relever de près de 1 ½ pour cent la hausse des échanges mondiaux enregistrée au deuxième trimestre de 2019, en taux annualisé. Une opération similaire avait eu lieu en 2017. Après ajustement pour tenir compte de cette opération, la progression des échanges mondiaux a été pour l'essentiel nulle au cours du trimestre.

<sup>2</sup> Eurostat estime que pendant la période de quatre mois s'achevant en juillet, les exportations de marchandises de la zone euro à destination du Royaume-Uni ont diminué en volume de 14 ½ pour cent par rapport à celles de la période de quatre mois précédente (données non annualisées).

## Graphique 1.2. L'incertitude est devenue la préoccupation majeure des entreprises, partout dans le monde

Pourcentage d'entreprises citant l'un de ces facteurs comme source de préoccupation

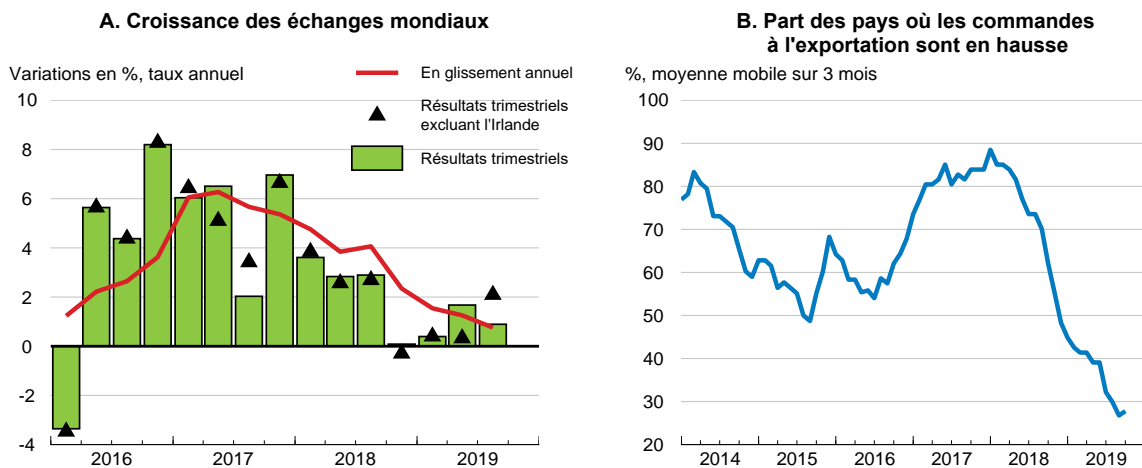


Note : Proportion d'entreprises citant les facteurs indiqués comme la préoccupation majeure de leur direction générale au cours du dernier trimestre. Résultats fondés sur des enquêtes réalisées entre mars 2018 et septembre 2019. Les facteurs indiqués sont ceux qui ont été le plus souvent cités au niveau mondial. Les entreprises pouvaient citer plusieurs facteurs.

Source : Duke CFO Global Business Outlook ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044309>

## Graphique 1.3. La croissance des échanges mondiaux est très modérée



Note : Les pays considérés comme enregistrant une hausse des commandes à l'exportation sont ceux pour lesquels l'indice PMI des commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier est supérieur ou égal à 50. Chiffres établis à partir d'un échantillon de 29 pays.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Markit ; et calculs de l'OCDE.

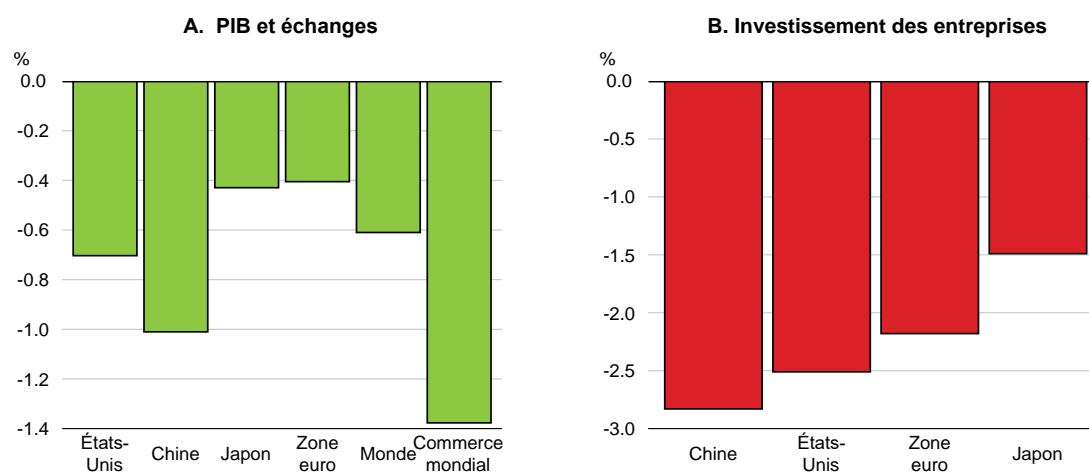
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044328>

Les perturbations provoquées par l'intensification des tensions commerciales au niveau des échanges, de l'investissement transnational et des chaînes d'approvisionnement pèsent directement sur la demande et ajoutent aux incertitudes. Elles pèsent également sur l'offre et assombrissent les perspectives de croissance à moyen terme puisque la réallocation des activités entre les pays ainsi que les ajustements des chaînes d'approvisionnement qu'elles provoquent aboutissent à une baisse de la productivité. Le recul des anticipations de croissance future réduit aussi les incitations à investir maintenant. Ainsi, la croissance agrégée de l'investissement dans les économies du G20 (hors Chine) a ralenti, passant de 5 % au début de 2018 à seulement 1 % au premier semestre de 2019.

Les mesures douanières bilatérales mises en place par les États-Unis et la Chine depuis le début de 2018 ont joué un rôle important dans la faiblesse de la demande mondiale. Le report des hausses des droits de douane américains censées prendre effet à la mi-octobre et le déroulement en cours des discussions sur les points commerciaux encore en suspens entre ces deux pays sont des évolutions positives. Néanmoins, les mesures prises cette année, y compris celles qui restent prévues pour la fin de 2019, continueront de peser lourdement sur l'activité et les échanges dans le monde au cours des deux années à venir, surtout compte tenu des incertitudes supplémentaires qu'elles génèrent (graphique 1.4). Au total, les mesures prises cette année par les États-Unis et la Chine pourraient réduire la croissance du PIB mondial dans une proportion comprise entre 0.3 et 0.4 points de pourcentage en 2020 et entre 0.2 et 0.3 points de pourcentage en 2021. Ces effets ont été pris en compte dans les prévisions. Les pays les plus touchés par ces chocs sont les États-Unis et la Chine, mais toutes les économies auront à pâtir du ralentissement des échanges et de l'accroissement des incertitudes, avec des conséquences graves sur l'investissement des entreprises dans les grandes économies (graphique 1.4). Si toutefois les pays concernés devaient, totalement ou partiellement, revenir sur ces mesures à brève échéance, la croissance du PIB pourrait être plus vigoureuse que prévu actuellement.

### Graphique 1.4. Les conséquences négatives de l'augmentation des droits de douane entre les États-Unis et la Chine devraient s'intensifier

Différence en pourcentage par rapport au scénario de référence d'ici 2021-22



Note : Investissement total pour la Chine. La simulation montre l'impact combiné des modifications des droits de douane bilatéraux mis en place par les États-Unis et la Chine en 2019 (y compris celles qui sont prévues d'ici la fin de l'année) et d'une hausse mondiale de 50 points de base des primes de risque d'investissement, qui persiste pendant trois ans avant de s'estomper lentement par la suite. Tous les chocs sur les droits de douane sont maintenus pendant six ans. Données établies à partir de simulations réalisées à l'aide du modèle NiGEM en mode prospectif. Source : Calculs de l'OCDE fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, *National Institute's Global Econometric Model*).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044347>

Le ralentissement en cours de la croissance mondiale a aussi un retentissement sur les marchés financiers et les prix des matières premières. Les taux d'intérêt à long terme sur les emprunts d'État ont ainsi baissé ces derniers mois, sous l'effet de l'augmentation de la demande d'actifs sûrs et d'une politique monétaire plus accommodante dans la plupart des grandes économies avancées et économies de marché émergentes (encadré 1.1). Les cours du pétrole ont cédé du terrain depuis le début de l'année. Les restrictions au niveau de l'offre opérées par l'OPEP et la Russie et la forte baisse, cette année, de la production en Iran et au Venezuela contribuent à soutenir les prix, mais la demande a fléchi<sup>3</sup>. À 60 USD le baril, niveau retenu comme hypothèse sur la période visée par les prévisions (voir l'annexe 1.A), les prix sont inférieurs de 6 % au niveau moyen observés au cours des dix premiers mois de 2019, et inférieurs de 15 ½ pour cent à ceux de 2018.

### Encadré 1.1. Évolutions récentes sur les marchés financiers

Le conflit commercial entre la Chine et les États-Unis, conjugué à l'assouplissement de la politique monétaire engagé par de grandes banques centrales, expliquent largement les fluctuations observées ces derniers mois sur les marchés financiers. Des risques géopolitiques idiosyncratiques ont également contribué à accentuer la volatilité des marchés financiers cet été. Aux États-Unis, les marchés monétaires ont connu une période de turbulences inhabituelles en septembre, qui a forcé la Réserve fédérale à intervenir (encadré 1.3).

- Dans les économies avancées, les cours des actions ont augmenté par rapport aux derniers points bas atteints en mai (graphique 1.5, partie A). On a observé toutefois une chute brutale et généralisée des cours au début du mois d'août, sur fond de nouvelle aggravation des tensions commerciales mais l'augmentation des mesures à court terme de la volatilité à ce moment-là a été inférieure à celle observée lors des épisodes précédents, en 2015 et 2018.

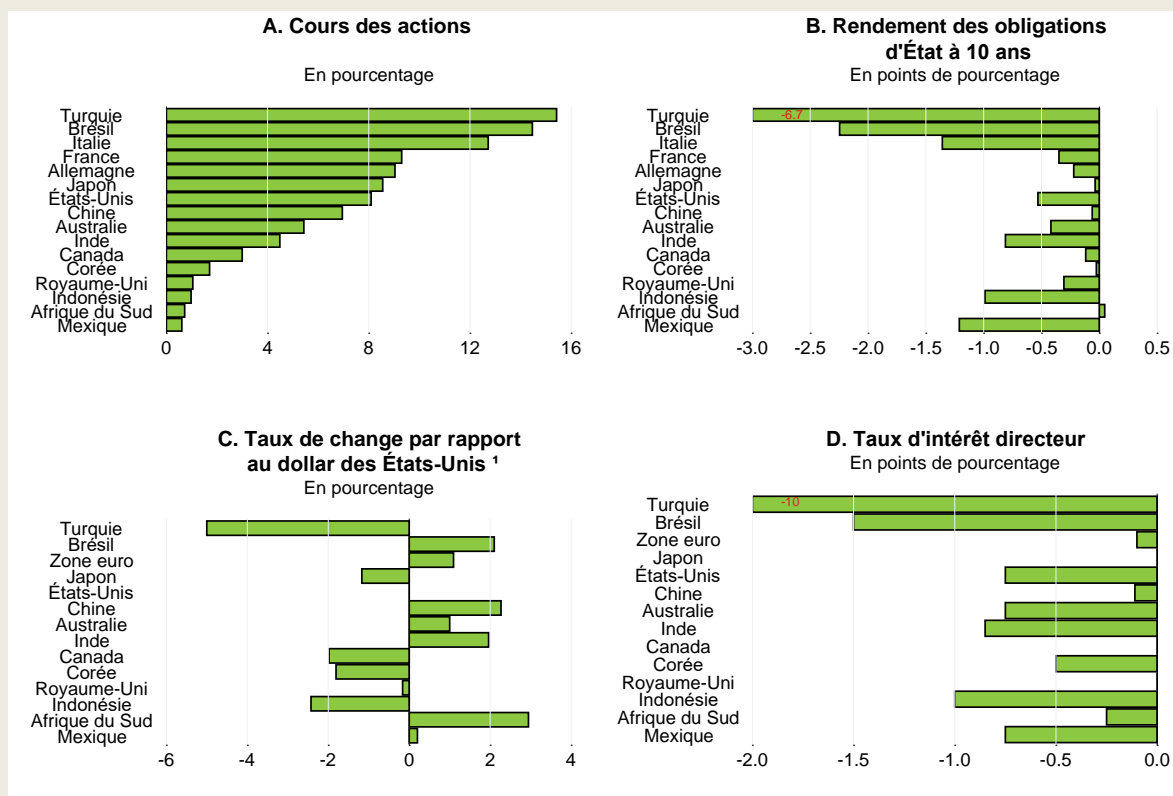
---

<sup>3</sup> D'après les estimations de l'AIE, l'offre totale de pétrole de l'OPEP sur les neuf premiers mois de 2019 a été inférieure de 4.6 % à son niveau de la même période de 2018.



## Graphique 1.5. Évolutions récentes des conditions financières

Évolution entre mai et novembre 2019



Note : Pour les parties A à C, évolution des moyennes mensuelles des données disponibles ; pour la partie D, évolution entre le 17 mai et le 14 novembre 2019.

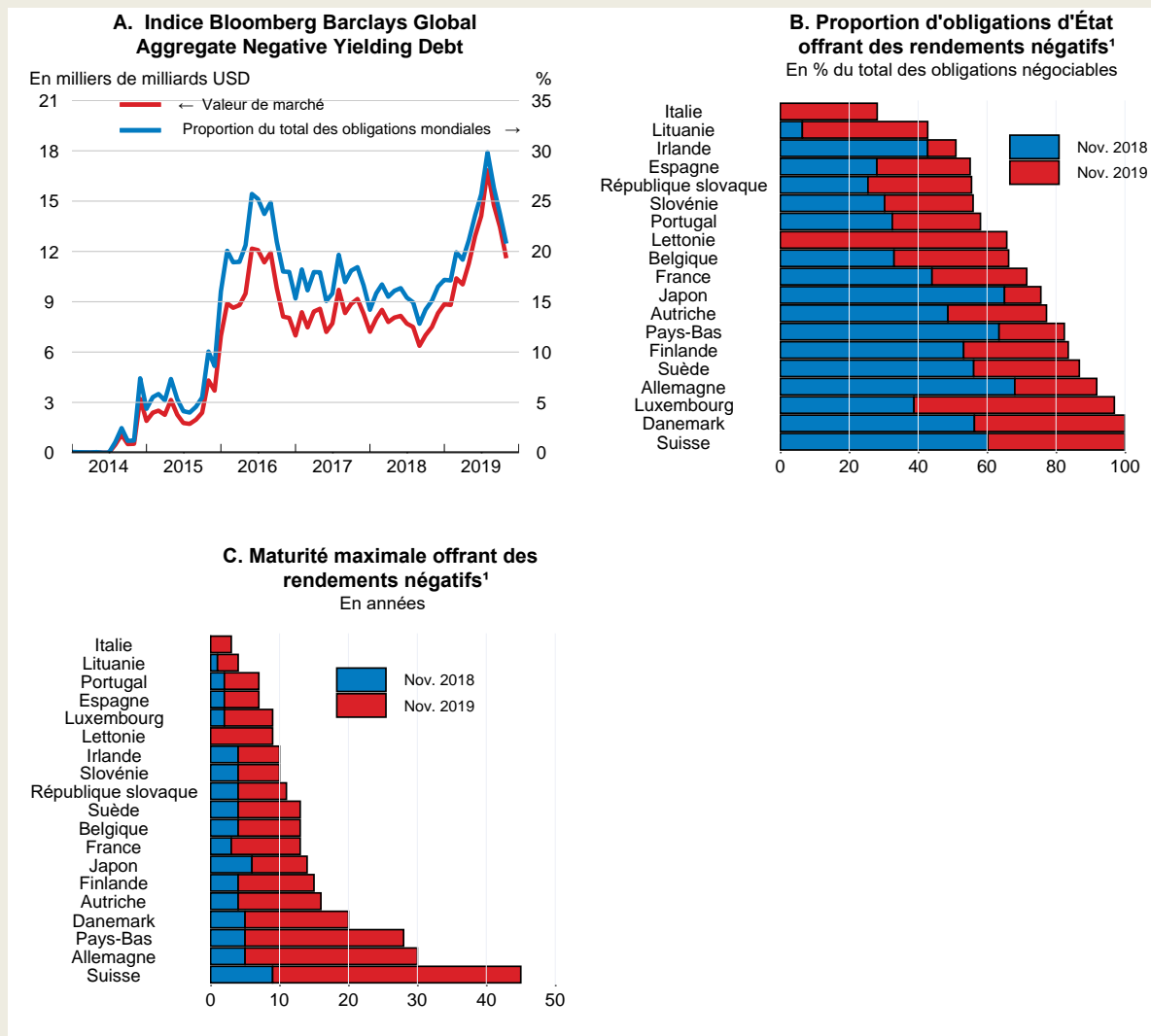
1. Une baisse correspond à une appréciation de la monnaie nationale par rapport au dollar des États-Unis.

Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044366>

- Les cours des obligations d'État ont augmenté (graphique 1.5, partie B), sous l'effet de la hausse de la demande d'actifs sûrs et des anticipations d'assouplissement de la politique monétaire, faisant croître le risque implicite de récession mondiale. Depuis mai, les rendements à 10 ans, déjà faibles, ont baissé d'environ 30 à 50 points de base aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. On estime qu'au niveau mondial, la valeur des obligations émises par des États et des entreprises offrant des rendements négatifs représente 11 600 milliards USD, soit environ 21 % du stock total d'obligations dans le monde, en baisse par rapport au niveau record de 17 000 milliards USD atteint en août (graphique 1.6, partie A). Les rendements des obligations d'État à 10 ans atteignent des valeurs négatives proches des records dans plusieurs pays européens. De plus, dans de nombreux pays européens et au Japon, la part dans le total des obligations d'État de toutes les obligations présentant des rendements négatifs a augmenté de manière considérable au cours de l'année dernière, de même que leurs maturités maximales (graphique 1.6, parties B et C). La diminution des taux d'intérêt à long terme ne pourra sans doute pas stimuler la croissance économique si elle ne fait que refléter l'aggravation des incertitudes et une perception plus forte des risques de récession (voir ci-après).

## Graphique 1.6. Le nombre d'obligations d'État offrant des rendements négatifs a augmenté en Europe et au Japon



1. Les calculs sont établis à partir de données sur les obligations d'État négociables et des données disponibles sur les rendements moyens des obligations d'État de référence, sur la base d'informations communiquées par Bloomberg.

Source: Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044385>

- Le yen japonais et le franc suisse, traditionnellement les deux valeurs-refuges, se sont appréciés par rapport au dollar des États-Unis durant l'été, forçant la Banque nationale suisse à intervenir pour empêcher sa monnaie de s'apprécier davantage. La livre sterling s'est dépréciée par rapport au dollar des États-Unis pendant l'été à cause du risque croissant d'un Brexit sans accord, mais elle s'est redressée il y a peu lorsque la probabilité d'un tel événement a diminué. Le taux de change du dollar des États-Unis par rapport aux monnaies des autres grandes économies avancées a peu varié (graphique 1.5, partie C).
- Dans les grandes économies de marché émergentes, les évolutions sont variables, avec certains signes d'une moindre appétence pour le risque, mais pas de détérioration générale de

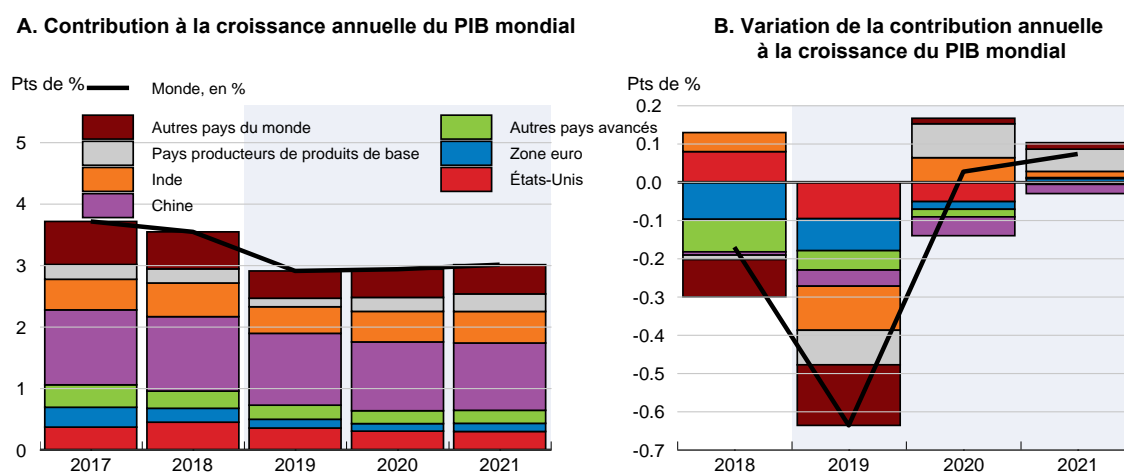
la perception des opérateurs. Dans la plupart des économies de marché émergentes, les rendements des obligations d'État à long terme en monnaie locale ont diminué, sous l'effet des baisses des taux directeurs (graphique 1.5, partie D). Les taux de change bilatéraux par rapport au dollar des États-Unis se sont d'une manière générale dépréciés depuis mai dans la plupart des économies de marché émergentes, notamment en Chine et en Afrique du Sud.

- En Turquie, après le choc financier sévère d'août 2018, les conditions financières se sont améliorées, avec une légère baisse des taux d'intérêt, une hausse des cours des actions et une appréciation de la livre. Le recours à des mesures de relance quasi-budgétaires annoncé le 30 septembre 2019 devrait permettre de stimuler l'activité économique à court terme, même s'il risque d'éroder la résilience des banques publiques et d'exercer un effet de distorsion sur l'allocation du capital.
- En Argentine, la crise financière s'est aggravée sur fonds d'incertitudes politiques liées aux élections générales qui ont eu lieu en octobre, si bien que la monnaie s'est fortement dépréciée. L'accès à de nouveaux financement de marché s'est asséché, entraînant des retards dans les remboursements d'emprunts et la mise en place de contrôles pour limiter les fuites de capitaux.

### La croissance mondiale devrait rester modeste

Dans l'ensemble, au vu des évolutions économiques et financières récentes et de l'existence d'importants risques de révision à la baisse des prévisions, on peut s'attendre à une période durable de croissance mondiale en demi-teinte. De fait, on estime que la croissance du PIB mondial a fléchi jusqu'à descendre juste en dessous de 3 % cette année et devrait conserver le même rythme en 2020-21, avec en toile de fond de fortes incertitudes au niveau de l'action publique qui vont persister et un manque de vigueur des échanges et de l'investissement (graphique 1.7). Il s'agirait là des taux de croissance annuelle mondiale les plus faibles observés depuis la crise financière, à un niveau inférieur de quelque 0.3 à 0.4 point de pourcentage à la croissance potentielle de la production mondiale estimée.

### Graphique 1.7. La croissance mondiale devrait demeurer très modérée



Note : Calculs effectués à l'aide de pondérations à PPA. Les pays producteurs de produits de base sont l'Afrique du Sud, l'Arabie saoudite, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie et la Russie ainsi que d'autres pays producteurs de pétrole non membres de l'OCDE.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et calculs de l'OCDE.

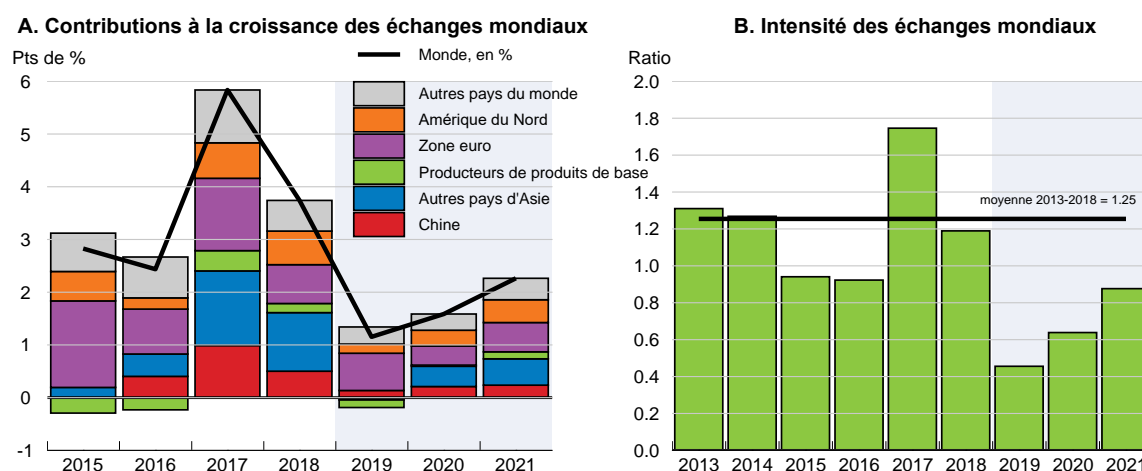
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044404>

La baisse des taux d'intérêt devrait aider à amortir l'ampleur du ralentissement, même s'il est probable que l'impact des modifications récentes ou prévues des taux directeurs sera modeste, particulièrement dans les économies avancées. L'assouplissement de la politique budgétaire aidera à soutenir l'activité dans certaines économies, mais dans la plupart des pays, ce soutien sera probablement inférieur au niveau souhaitable étant donné la morosité des perspectives de croissance et du faible niveau des taux créditeurs. Dans l'économie médiane de l'OCDE, quasiment aucun assouplissement budgétaire n'est prévu en 2020 et 2021 (voir ci-après). Les dépenses des ménages ont résisté cette année, grâce à la progression des salaires réels et au soutien de la politique monétaire, mais le ralentissement des créations d'emplois va vraisemblablement peser sur la hausse des revenus, et la faiblesse persistante de la productivité et de l'investissement empêchera toute forte progression des salaires réels. Une reprise progressive, quoique modeste, dans les économies de marché émergentes est également prévue pour 2020-21, grâce à l'impact positif des réformes en Inde et au Brésil, à un assouplissement considérable de l'action publique en Turquie qui stimulera la croissance mais accentuera les déséquilibres, et à une stabilisation graduelle de la production dans certains pays membres de l'OPEP et en Argentine où la production s'est fortement contractée cette année.

Les perspectives s'établissent comme suit pour les grandes économies (tableau 1.1) :

- Aux États-Unis, la croissance du PIB devrait se modérer et passer de 2.3 % cette année à 2 % en 2020-21, avec la lente atténuation du soutien provenant de l'assouplissement budgétaire. La hausse des salaires réels et la conduite d'une politique monétaire accommodante devraient continuer de soutenir les dépenses des ménages et l'investissement immobilier, mais le relèvement des droits de douane et les incertitudes ambiantes continueront de limiter la progression de l'investissement des entreprises et des exportations.
- Dans la zone euro, la croissance du PIB devrait rester décevante et s'établir entre 1 et 1 ¼ pour cent en 2020-21. La hausse des salaires et les politiques macroéconomiques accommodantes soutiennent les dépenses des ménages, mais le niveau élevé des incertitudes, la mollesse de la demande extérieure et la faiblesse de la confiance pèsent sur l'investissement et les exportations. L'Allemagne et l'Italie devraient enregistrer des résultats moins bons que la France et l'Espagne, en partie à cause de leur plus grande dépendance vis-à-vis du secteur industriel et des échanges mondiaux.
- Au Japon, la croissance du PIB va ralentir pour revenir de 1 % en 2019 à quelque 0.6 % en 2020-21. L'augmentation des dépenses sociales devrait contribuer à soutenir la demande après la hausse récente de la taxe sur la consommation, mais les efforts d'assainissement budgétaire reprendront en 2020 et 2021. Les pénuries de main-d'œuvre et les contraintes de capacité devraient continuer d'alimenter l'investissement privé, et la croissance des exportations devrait reprendre à mesure que les échanges mondiaux se redresseront.
- En Chine, la croissance du PIB devrait se modérer encore et s'établir aux alentours de 5 ¼ pour cent en 2020 et 5 ½ pour cent en 2021. L'escalade des tensions commerciales pèse sur l'investissement et ajoute aux incertitudes, mais les mesures de relance budgétaires et quasi-budgétaires et les réductions des réserves obligatoires devraient contribuer à soutenir la croissance du crédit et la demande alors que la phase de rééquilibrage de l'économie se poursuit.
- En Inde, la croissance du PIB devrait augmenter et passer d'un peu moins de 6 % pour l'exercice 2019 à 6 ½ pour cent d'ici l'exercice 2021. La réduction des coûts des emprunts et des impôts des entreprises, avec la poursuite des efforts de réforme, devraient permettre à la hausse de l'investissement de s'affermir, et le niveau modéré des prix du pétrole ainsi que les mécanismes de soutien du revenu des agricultures aideront à étayer la consommation privée.

## Graphique 1.8. La croissance des échanges mondiaux va sans doute rester très modeste



Note : Les pays producteurs de produits de base sont l'Afrique du Sud, l'Arabie saoudite, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Indonésie et la Russie ainsi que d'autres pays producteurs de pétrole non membres de l'OCDE. Volumes d'échanges mondiaux de biens plus de services ; PIB mondial à prix et taux de change du marché constants. Les moyennes de période correspondent au ratio entre la croissance annuelle moyenne des échanges mondiaux et la croissance annuelle moyenne du PIB pour la période considérée.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044423>

- La reprise devrait se poursuivre de manière progressive au Brésil, où la croissance du PIB devrait passer de 0.8 % cette année à environ 1 ¼ pour cent en 2020-21. La baisse des taux d'intérêt réels soutient la consommation privée, et de nouvelles avancées dans la mise en œuvre des réformes devraient conforter la confiance et soutenir l'investissement.

La croissance des échanges mondiaux en volume (biens plus services) aurait ralenti selon les estimations pour se replier à 1.2 % cette année, soit le taux le plus faible observé depuis 2009. Une reprise modeste est attendue pour 2020-21 et la progression pourrait atteindre environ 1 ½ pour cent l'année prochaine et 2 ¼ pour cent en 2021, grâce à la stabilisation des échanges en Asie (graphique 1.8, partie A). Malgré cela, à ce rythme, l'intensité des échanges serait non seulement faible à l'aune des niveaux d'avant la crise, mais inférieure à la moyenne observée sur la période 2013-18 (graphique 1.8, partie B). Le ralentissement de la progression des échanges enregistré cette année a été généralisé, les reculs les plus marqués étant attribuables à l'Asie et à l'Amérique du Nord, tandis qu'en Europe, elle fléchissait encore un peu et que le ralentissement était continu dans de nombreuses économies productrices de produits de base. La croissance des importations en volume a été négative en Chine cette année selon les estimations, en partie à cause des fortes baisses intervenues au début de l'année (voir ci-après).

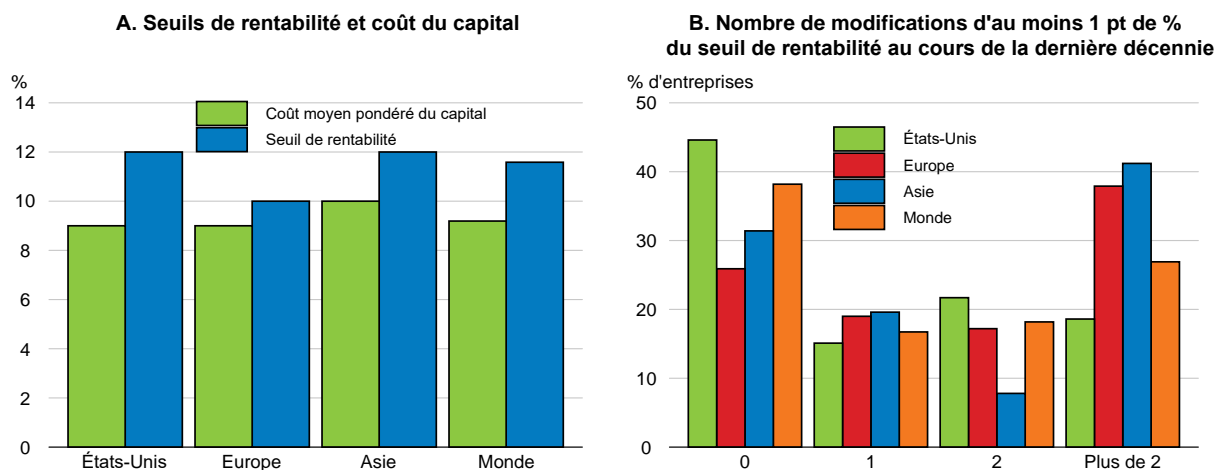
La faiblesse attendue de la croissance des échanges va de pair avec la morosité des perspectives de l'investissement dans de nombreuses économies. La poursuite des incertitudes entourant l'action publique, la révision à la baisse des anticipations de croissance future du PIB mondial, le manque d'infrastructures et le déclin du dynamisme des entreprises dans de nombreux pays (Calvino et Criscuolo, 2019) sont autant de facteurs qui réduisent les incitations à investir. Pour les entreprises, les seuils de rentabilité des investissements (autrement dit le taux de rendement minimum qu'une entreprise s'attend à recevoir avant d'investir dans un nouveau projet) restent eux aussi élevés et supérieurs au coût du capital, et il est rare que les entreprises les ajustent substantiellement (graphique 1.9). De ce fait, les baisses récentes des taux d'intérêt à long terme pourraient n'avoir que des effets directs modestes sur l'investissement des entreprises, même si le recul des taux des emprunts hypothécaires pourrait commencer à relancer l'investissement sur le marché du logement dans certains pays, notamment aux États-Unis et au Canada. Globalement, dans les grandes économies avancées, la progression de

l'investissement des entreprises devrait fléchir et revenir de quelque 1.9 % par an sur la période 2018-19 à un peu plus de 1 ¼ pour cent par an en moyenne en 2020-21. Des résultats plus vigoureux sont attendus dans certaines économies de marché émergentes, en particulier l'Inde, grâce à l'impact des réformes en cours, y compris celles qui concernent l'impôt sur les sociétés.

Si la période d'atonie de l'investissement devait se prolonger encore dans les économies avancées, les risques de voir une croissance de la production durablement faible s'en trouveraient accrus. Si le rapport de l'investissement brut au PIB s'est amélioré ces dernières années dans certains pays, plus lentement toutefois qu'on aurait pu s'y attendre compte tenu du très faible niveau des taux d'intérêt, l'investissement net (augmentation du stock de capital productif après dotations aux amortissements) reste peu élevé. Dans l'économie de l'OCDE médiane, l'investissement net (entreprises plus administrations publiques) devrait ressortir à 4 ¼ pour cent du PIB en 2020-21, contre 4 ½ pour cent du PIB sur la période 2015-19 et à un niveau inférieur de 2 ½ points de pourcentage au taux d'investissement net relevé pendant la décennie qui a précédé la crise financière mondiale.

Les revenus et les dépenses des ménages continuent de bénéficier de la situation du marché du travail dans la plupart des pays de l'OCDE, malgré le ralentissement de la croissance de la production. À l'échelle de l'OCDE, le taux de chômage demeure à son niveau le plus bas depuis 40 ans, et dans de nombreuses économies, il est inférieur aux taux viables estimés, ce qui a contribué à pousser à la hausse les salaires réels au cours des deux dernières années. Les mesures budgétaires ont eu pour effet, dans certains pays, de stimuler la croissance des revenus des ménages, notamment de ceux ayant les revenus les plus faibles, avec des hausses du salaire minimum pouvant être conséquentes comme en Espagne, en Corée, au Mexique, en Turquie et dans plusieurs économies d'Europe centrale. Le faible niveau des taux d'intérêt permet toujours de contenir les charges liées au service de la dette et favorise le redressement des prix sur les marchés financiers et les marchés du logement, mais l'impact sur les dépenses des ménages est moins clair. Dans de nombreux pays, la forte hausse des prix des actifs ne s'est pas traduite par un recul marqué des taux d'épargne des ménages (graphique 1.10), notamment dans la zone euro.

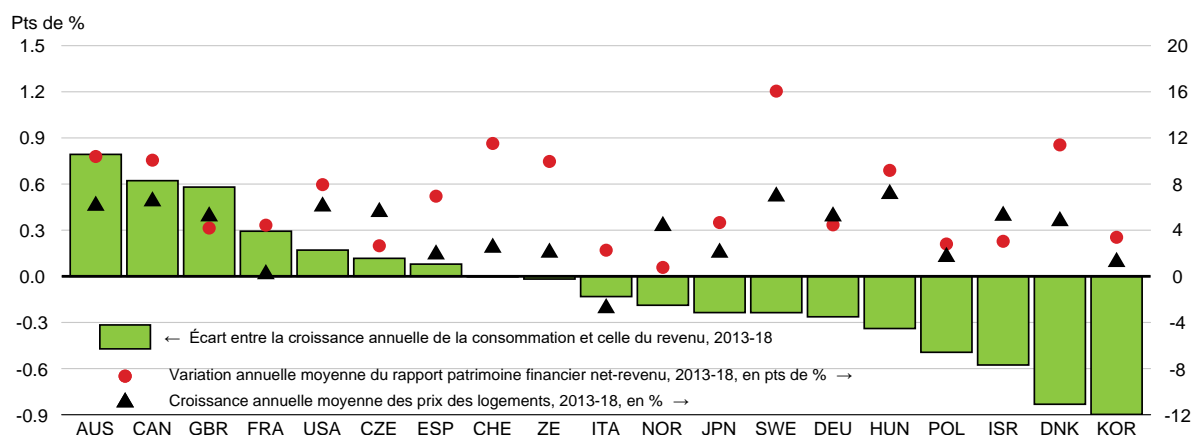
### Graphique 1.9. Les seuils de rentabilité pour les entreprises restent élevés et sont rarement ajustés



Note : Les agrégats mondiaux correspondent à une moyenne pondérée des réponses obtenues aux États-Unis, en Europe et en Asie.  
Source : Duke CFO Global Business Outlook Survey, mars 2019 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044442>

### Graphique 1.10. L'épargne des ménages a augmenté dans de nombreux pays, en dépit d'importants gains de patrimoine



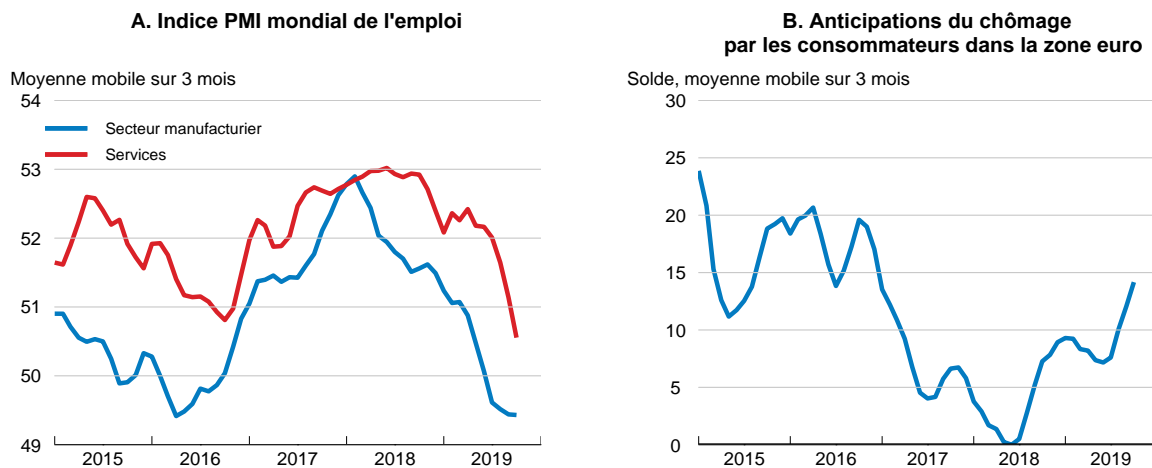
Note : Les données concernant le revenu disponible agrégé des ménages, la consommation et les prix des logements correspondent à des taux de croissance annuels moyens sur la période 2013-18. La variation du rapport patrimoine-revenu correspond à la variation annuelle moyenne du rapport entre les actifs financiers nets des ménages et le revenu disponible des ménages entre la fin de 2012 et la fin de 2018, le revenu étant obtenu par la moyenne des revenus disponibles des ménages au quatrième trimestre de l'année concernée et au premier trimestre de l'année suivante.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; comptes financiers de l'OCDE ; base de données analytiques de l'OCDE sur les prix des logements ; Banque centrale européenne ; Banque du Japon ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044461>

Des signes de relâchement des tensions sur les marchés du travail deviennent de plus en plus manifestes. Les taux d'emplois vacants, qui partaient certes d'un niveau relativement élevé, ont commencé à reculer dans de nombreux pays (encadré 1.2), le nombre d'heures travaillées et les pénuries de main-d'œuvre ont amorcé un repli et les données issues des enquêtes montrent un ralentissement de la croissance de l'emploi. La faiblesse est particulièrement visible dans les enquêtes menées auprès du secteur manufacturier (faisant écho à la faiblesse de la production sectorielle correspondante), mais le phénomène s'étend aussi de plus en plus aux services. La baisse des indicateurs issus des enquêtes doit encore être confirmée par les données sur l'emploi, mais elle laisse entrevoir des risques de ralentissement plus brutal (graphique 1.11, partie A) et commence à affecter les anticipations, par les consommateurs, de l'évolution future du chômage dans certaines économies (graphique 1.11, partie B). Dans l'économie de l'OCDE médiane, la croissance de l'emploi devrait ralentir pour ressortir à quelque 0.6 % par an en moyenne sur la période 2020-21, soit un rythme inférieur de moitié à celui de 2018-19 (graphique 1.12, partie A). En revanche, la progression des salaires réels devrait rester largement inchangée en 2020-21, reflétant la tension sous-jacente des marchés du travail en dépit du ralentissement de la croissance de l'emploi ainsi que la légère amélioration prévue de la productivité du travail (graphique 1.12, partie B). Le ralentissement de la croissance des revenus du travail globaux des ménages qu'implique cette évolution va, à son tour, jouer un rôle important dans le fléchissement attendu de la hausse des dépenses des ménages dans les grandes économies avancées, laquelle devrait redescendre à un rythme annuel de 1 ½ pour cent en 2020-21, contre 2 % par an en 2018-19.

## Graphique 1.11. Les mesures tirées des enquêtes indiquent une poursuite du ralentissement sur le marché du travail

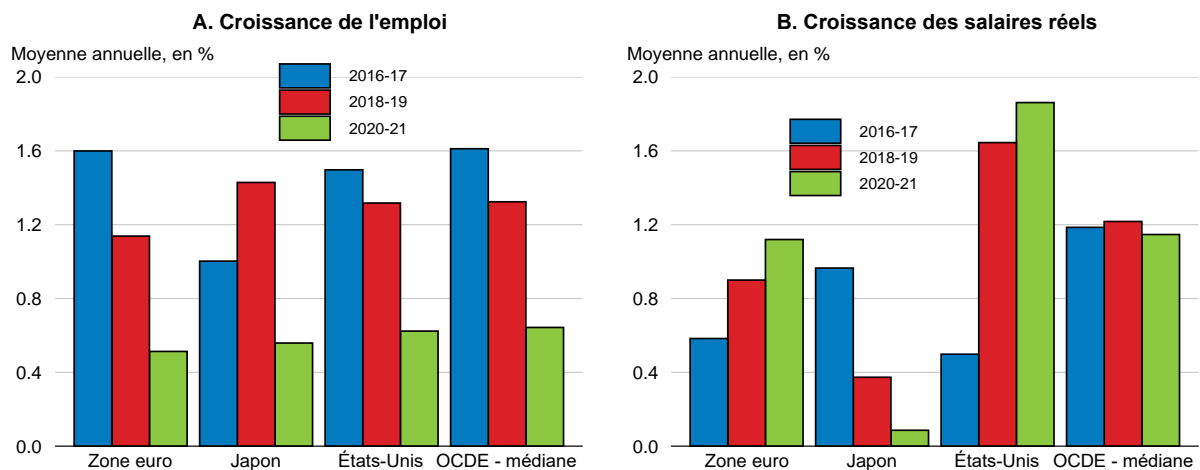


Note : La partie B présente les anticipations de variation du nombre des chômeurs au cours des 12 mois à venir telles qu'elles ressortent d'enquêtes menées auprès des consommateurs.

Source : Markit ; Commission européenne ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044480>

## Graphique 1.12. La hausse des revenus du travail des ménages devrait ralentir



Note : Chiffres établis à partir d'un échantillon de 33 économies de l'OCDE. Les salaires réels correspondent à la rémunération par salarié ajustée en fonction du déflateur de la consommation privée.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044499>



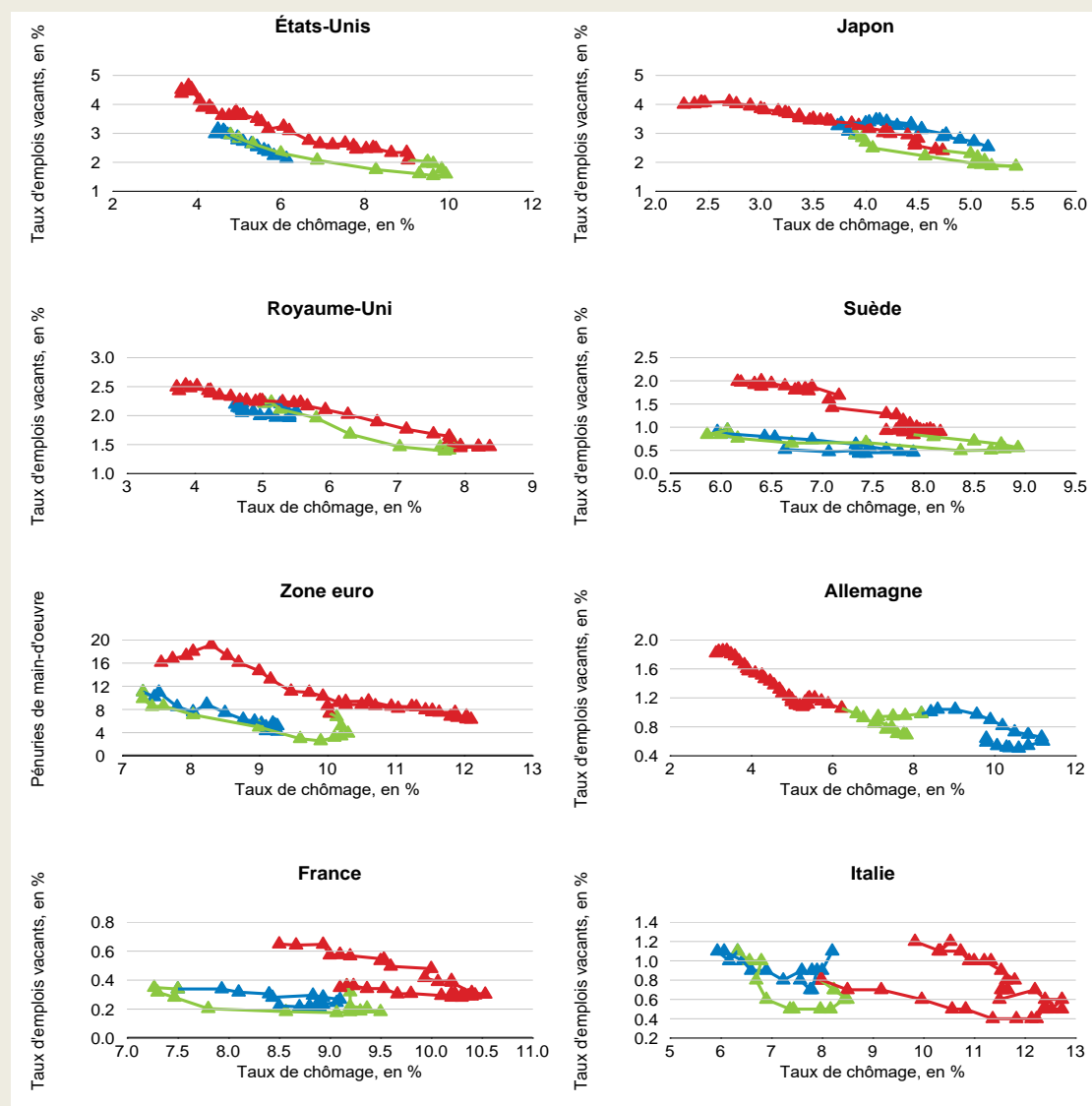
### Encadré 1.2. Évolution de la courbe de Beveridge dans une sélection de pays de l'OCDE

La courbe de Beveridge illustre la relation entre le taux de chômage et le taux d'emplois vacants, et fournit ainsi des informations utiles sur l'état et le fonctionnement du marché du travail. On s'attend à ce que la pente de la courbe soit négative dans la mesure où le chômage recule généralement à mesure que les emplois vacants augmentent. Une remontée le long de la courbe de Beveridge indique une intensification la mesure des tensions sur le marché du travail, défini comme le rapport entre le taux d'emplois vacants et le taux de chômage, tandis qu'un déplacement de la courbe, c'est-à-dire une modification du taux de chômage pour un taux de vacances donné, indique un changement de l'efficacité du processus d'appariement sur le marché du travail. Lorsque la courbe de Beveridge se déplace vers le haut, cela signifie que le chômage est plus élevé pour un nombre donné d'emplois vacants, signe que l'appariement est moins efficace. Le présent encadré est consacré aux courbes de Beveridge de 2003 jusqu'au dernier trimestre pour lequel des données sont disponibles pour huit économies de l'OCDE (les États-Unis, le Japon, la zone euro, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Royaume-Uni et la Suède).

Dans tous les pays, il y a eu un déplacement le long de la courbe de Beveridge au cours des dernières années, ce qui semble indiquer une augmentation générale des tensions sur les marchés à mesure du redressement conjoncturel. Cette tendance paraît avoir ralenti depuis peu, avec l'apparition des premiers signes que le taux d'emplois vacants a commencé à fléchir dans certains pays. Cependant, les marchés restent généralement très tendus (graphique 1.13).

- Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, on a d'abord observé un déplacement de la courbe vers le haut aux tout premiers stades de la reprise, signe d'une moindre efficacité de l'appariement. Cependant, cette évolution aura été finalement transitoire, dans la mesure où tout récemment, la relation entre le taux de chômage et le taux d'emplois vacants semble s'être bien rapprochée de la configuration d'avant la crise. En ce qui concerne les États-Unis, Petrosky-Nadeau et Valetta (2019) montrent que l'augmentation actuelle du taux d'accès à l'emploi des catégories défavorisées est l'un des moteurs de l'amélioration de l'efficacité de l'appariement sur le marché du travail observé ces dernières années.

Graphique 1.13. Évolution de la courbe de Beveridge dans quelques pays de l'OCDE



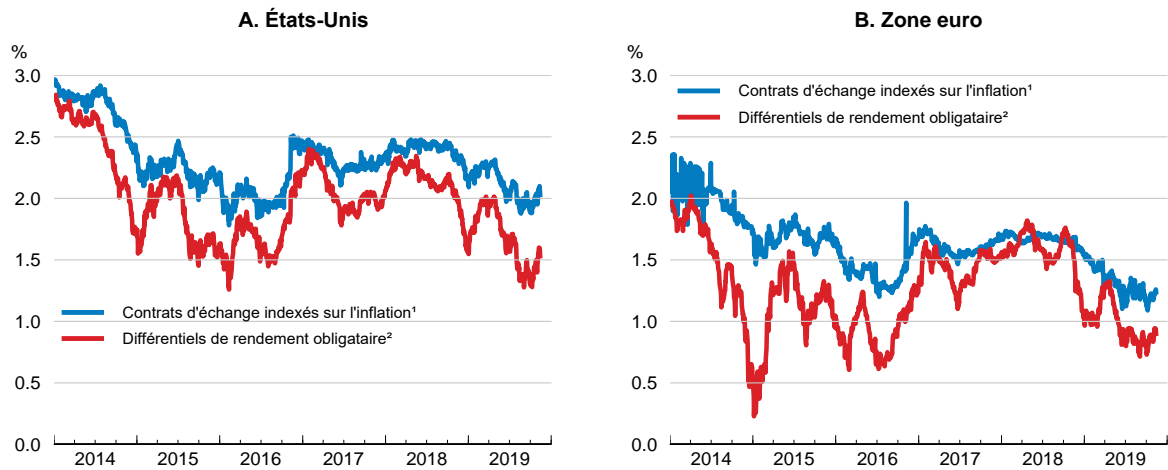
Note : Ligne bleue : période ayant précédé la crise (T3 2003-T3 2007) ; ligne verte : période de la crise (T4 2007-T4 2010) ; ligne rouge : période postérieure à la crise (T1 2011-T3 2019 ou données de la période la plus récente). Les données relatives au chômage correspondent à des estimations des taux de chômage harmonisés réalisées par l'OCDE. Les taux d'emplois vacants ont été obtenus auprès de l'OCDE lorsqu'ils étaient disponibles. Des statistiques nationales ont été utilisées pour la France (DARES) et le Japon (ministère de la Santé, du Travail et des Affaires sociales). Les données relatives à l'Italie proviennent d'Eurostat. Pour la France et l'Italie, les taux d'emplois vacants ne concernent que les entreprises de plus de 10 salariés. La série de données de la Commission européenne sur la perception, par les employeurs, des pénuries de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier, tirée des enquêtes régulières sur la confiance des entreprises, a été utilisée comme approximation du taux d'emplois vacants dans la zone euro prise dans son ensemble, parce que les séries officielles des taux de vacances d'emploi disponibles étaient des séries chronologiques courtes. La mesure tirée des enquêtes est bien corrélée avec les évolutions des emplois vacants des séries Eurostat et présente une configuration conjoncturelle similaire, mais est disponible sur une plus longue durée et est corrigée des variations saisonnières.

Source : Base de données des Statistiques de la population active de l'OCDE ; Eurostat ; Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (DARES) ; ministère japonais de la Santé, du Travail et des Affaires sociales ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044518>

- Les données montrent un déplacement vers le haut plus marqué et plus durable pour la zone euro dans son ensemble, et plus précisément pour la France et l'Italie ainsi que l'Espagne (Consolo et Dias de Silva, 2019), ce qui implique des pénuries de main d'oeuvre plus nombreuses pour un taux de chômage donné. La courbe de Beveridge de la Suède suit une trajectoire similaire. Les études consacrées à l'évolution du marché du travail de la zone euro indiquent que ce déplacement a été en grande partie déterminé par des évolutions sectorielles propres aux pays concernés, particulièrement des pertes d'emploi massives dans le secteur de la construction, ainsi que par une fraction relativement élevée de travailleurs peu qualifiés dans la population active (Bonthuis et al., 2016). De fait, les estimations de l'OCDE montrent qu'en France, en Espagne et en Italie, la proportion de travailleurs peu qualifiés dans la population active est supérieure à la moyenne de l'OCDE (OCDE, 2016a). Dans le contexte d'une polarisation accrue du marché du travail (OCDE, 2017), cette caractéristique a pu aboutir à un déplacement vers le haut de la courbe plus marqué. En Suède, la main-d'oeuvre est, en moyenne, très qualifiée, mais les problèmes rencontrés pour y intégrer complètement un nombre croissant d'immigrés peu qualifiés font qu'il est plus difficile de pourvoir les emplois vacants (OCDE, 2019a), même si l'intégration sur le marché du travail a récemment progressé dans ce pays. Les déséquilibres conséquents entre les qualifications de l'offre et celles qui sont demandées, observés en Italie et en Espagne et mis en évidence dans l'étude de l'OCDE sur les compétences des adultes (*Survey of Adult Skills*), a peut-être aussi contribué au déplacement de la courbe dans ces pays.
- En Allemagne en revanche, l'efficacité du processus d'appariement a augmenté entre 2005 et 2008, et elle ne s'est pas dégradée par la suite. Cette amélioration est probablement liée aux vastes réformes du marché du travail mises en place au début des années 2000, qui ont eu pour effet à la fois de réduire le niveau des prestations d'assurance-chômage pour les chômeurs de longue durée et d'améliorer les politiques actives du marché du travail. Le recours généralisé au travail à horaires réduits pendant la crise financière a sans doute aidé aussi à empêcher une évolution marquée de l'efficacité d'appariement à ce moment-là.

**Graphique 1.14. La contrepartie attendue au titre de l'inflation, basée sur les marchés, est orientée à la baisse**

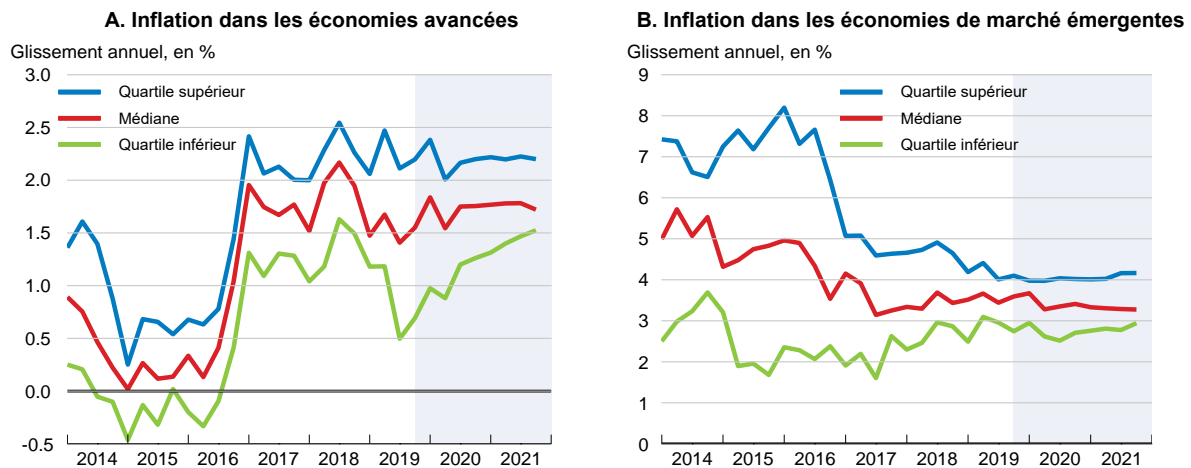


1. Contrepartie attendue au titre de l'inflation annuelle moyenne à l'horizon de 5 à 10 ans, sur la base des contrats d'échange indexés sur l'inflation à 5 ans et à 10 ans.
2. Contrepartie attendue au titre de l'inflation fondée sur le différentiel de rendement entre les obligations d'État nominales de référence à 10 ans et les obligations d'État à 10 ans indexées sur l'inflation.

Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044537>

**Graphique 1.15. L'inflation devrait rester modérée**



Note : Chiffres établis à partir d'échantillons composés de 33 économies avancées d'une part et de 14 économies de marché émergentes d'autre part.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044556>

## ***L'inflation restera modérée***

Le taux annuel de la hausse des prix à la consommation a fléchi cette année dans les principales économies avancées, en partie sous l'effet de la diminution des tensions sur les prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente est restée largement stable et inférieure à l'objectif dans de nombreuses économies, aux alentours de 1¼ pour cent aux États-Unis, de 1 % dans la zone euro et de 0.5 % au Japon. En ligne avec la perception d'une augmentation des risques de récession, les mesures de la contrepartie attendue au titre de l'inflation calculées à partir des marchés ont diminué aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 1.14), faisant croître le risque que l'inflation reste en deçà de son objectif de manière persistante (chapitre 2, Note thématique n° 2). En revanche, il est difficile de savoir avec précision si cette évolution reflète une baisse réelle des anticipations d'inflation<sup>4</sup>. En effet, les prévisions d'inflation à long terme établies par des professionnels de la prévision indiquent une stabilité des anticipations d'inflation aux États-Unis, mais une baisse dans la zone euro.

Les tensions inflationnistes devraient rester modérées compte tenu de la morosité des perspectives de croissance et de l'augmentation du volant de ressources inemployées dans l'économie au niveau mondial. Sur la période 2020-21, l'inflation et l'inflation sous-jacente dans l'économie avancée médiane devraient augmenter légèrement pour ressortir à 1¼ pour cent, en grande partie sous l'effet de l'augmentation graduelle de l'inflation dans de nombreuses économies où les taux sont actuellement les plus faibles (graphique 1.15, partie A). Toutefois, l'annonce de l'imposition de nouveaux droits de douane sur de nombreux produits de consommation à la fin de cette année relancera les tensions sur les prix aux États-Unis, au moins de manière temporaire, et l'inflation sous-jacente devrait atteindre un pic de quelque 2¼ pour cent l'année prochaine. Dans la plupart des économies de marché émergentes, à l'exception notable de l'Argentine, l'inflation reste modérée, ce qui a facilité les décisions récentes d'abaissement des taux directeurs. Dans certaines économies émergentes, particulièrement en Asie de l'est, des tensions sur les prix des produits alimentaires persistent, la grippe porcine et des conditions climatiques défavorables maintenant les prix de l'alimentation à des niveaux élevés.. La hausse de la demande devrait être modérée, provoquant une légère tendance à la baisse de l'inflation dans l'économie de marché émergente médiane sur la période 2020-21 (graphique 1.15, partie B).

## **Principaux enjeux et risques**

### ***Les tensions liées aux échanges et aux investissements continuent de s'accroître et pourraient se diffuser plus largement***

Le risque d'une escalade des restrictions aux échanges et à l'investissement à l'échelle mondiale constitue un sérieux motif de préoccupation. Ces mesures perturbent les chaînes d'approvisionnement mondiales, amoindrissent la productivité, réduisent les échanges et créent des distorsions, et pèsent sur la confiance, l'emploi et les revenus. Elles viennent en outre s'ajouter à toute une série, déjà ancienne, de mesures aux frontières et d'aides publiques ayant un effet de distorsion sur les marchés (chapitre 2, Note thématique n° 1). La valeur des échanges visés par les nouvelles mesures de restriction du commerce a fortement

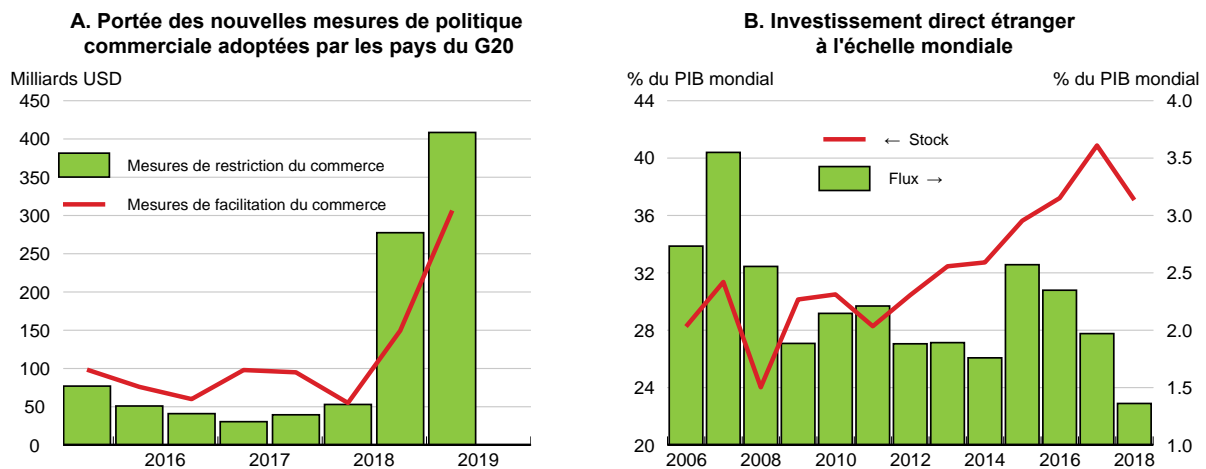
<sup>4</sup> Ces dernières années, la baisse de la contrepartie attendue au titre de l'inflation est due en partie à la diminution des primes de risque d'inflation, passées peut-être en terrain négatif, plutôt qu'au recul des anticipations d'inflation (Chen et al., 2016 ; BCE, 2019). Les mesures de la contrepartie attendue au titre de l'inflation tirées des différentiels de rendement obligataire et des taux des contrats d'échange indexés sur l'inflation tiennent compte de l'inflation attendue, de la prime de risque d'inflation et d'autres facteurs comme la prime de liquidité. Selon le modèle d'équilibre des actifs financiers, la prime de risque est déterminée par la covariance entre le rendement de l'actif et la consommation ou le patrimoine de l'investisseur. Chen et al. (2016) montrent que la corrélation entre la hausse de la consommation anticipée à 10 ans et l'inflation à long terme aux États-Unis est devenue positive depuis la grande récession, impliquant une prime de risque d'inflation négative.

augmenté au cours de l'année écoulée, en particulier parmi certaines des principales économies, et dépasse la valeur des échanges visés par les nouvelles mesures de facilitation du commerce (graphique 1.16, partie A)<sup>5</sup>. Dans le même temps, la part des nouvelles modifications des politiques de l'investissement concernant des mesures de restriction et de réglementation applicables aux investisseurs a commencé à augmenter (CNUCED, 2019) et l'investissement direct étranger (IDE) a reculé à l'échelle mondiale, tant en termes de stock que de flux (graphique 1.16, partie B).

Même si l'essentiel des échanges de marchandises entre les États-Unis et la Chine devrait faire l'objet de nouveaux droits de douane d'ici à la fin de 2019 sur la base des mesures prévues à l'heure actuelle, les droits de douane pourraient être relevés encore davantage. En outre, étant donné l'importance de leurs liens économiques, d'autres dimensions des relations bilatérales entre les États-Unis et la Chine pourraient être de plus en plus affectées :

- Certaines composantes des échanges de services pourraient être mises à mal par des restrictions directes ou informelles. Les exportations des États-Unis à destination de la Chine liées aux voyages, y compris les dépenses effectuées par des touristes et des étudiants chinois sur le territoire américain, ont représenté environ un cinquième des exportations totales de biens et de services des États-Unis vers la Chine en 2018. Après avoir augmenté rapidement pendant plusieurs années, le nombre de visiteurs en provenance de Chine se rendant aux États-Unis a diminué en 2018 et le recul s'est poursuivi cette année.

### Graphique 1.16. Les restrictions aux échanges s'accroissent et l'investissement direct étranger diminue à l'échelle mondiale



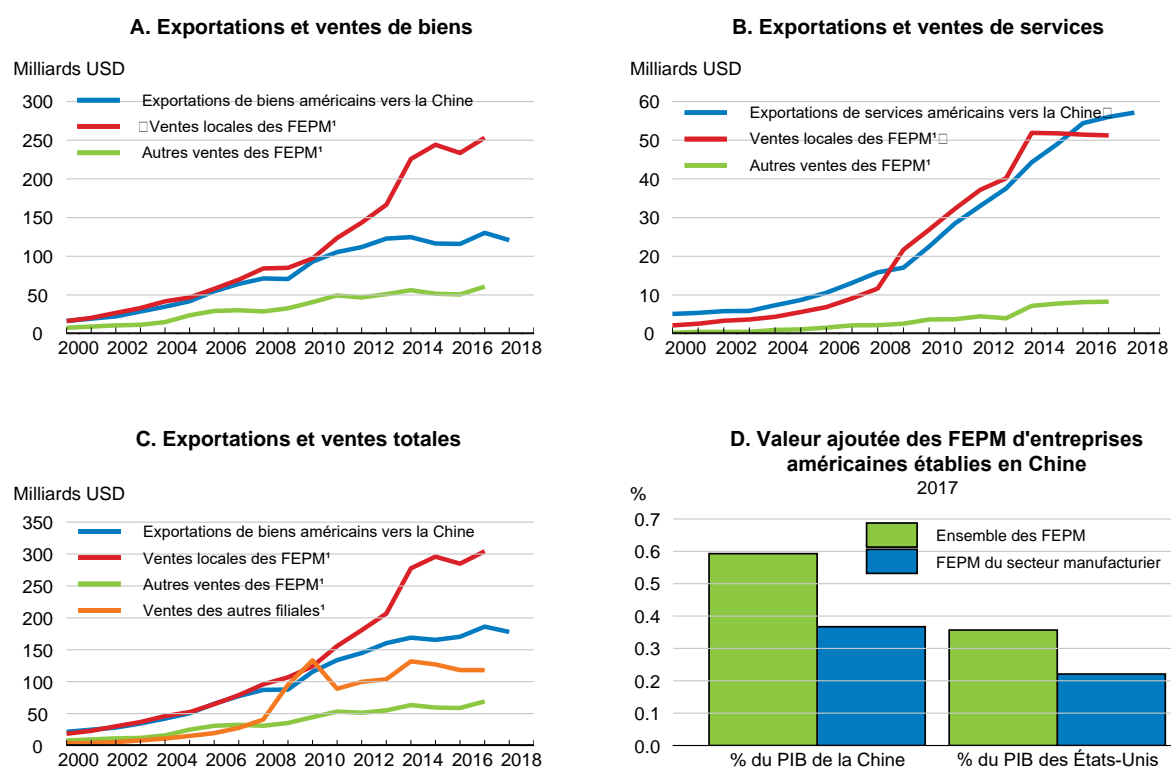
Note : Dans la partie A, les données représentées sont des moyennes mobiles sur deux périodes. Ces chiffres sont des estimations et représentent la portée des nouvelles mesures de politique commerciale adoptées au cours de chacune des périodes étudiées. La portée des nouvelles mesures de politique commerciale est celle des importations annuelles des produits concernés en provenance des économies affectées par ces mesures. Dans la partie B, les données représentées sont des moyennes des flux et des stocks d'investissement direct étranger entrant et sortant.

Source : OCDE-CNUCED-OMC (2019), *21st Report on G20 Trade and Investment Measures*, juin 2019 ; OCDE (2019), *FDI in Figures*, octobre 2019 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044575>

<sup>5</sup> Les mesures de facilitation du commerce recouvrent la suppression ou la réduction de droits de douane sur les importations et de droits d'exportation, ainsi que l'élimination ou la simplification des procédures douanières applicables aux exportations.

### Graphique 1.17. Les ventes des filiales d'entreprises américaines établies en Chine sont supérieures aux exportations des États-Unis à destination de la Chine



Note : Les FEPM sont les filiales étrangères à participation majoritaire. Les autres filiales d'entreprises américaines établies en Chine sont celles dont la proportion du capital détenue par des intérêts américains est comprise entre 10 % et 49 %.

1. Concerne les entreprises américaines établies en Chine.

Source : Bureau d'analyse économique (BEA, *Bureau of Economic Analysis*) des États-Unis ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044594>

- Des pressions supplémentaires pourraient s'exercer directement sur les entreprises. Un nombre grandissant de sociétés chinoises est placé par les États-Unis sur la liste d'entités étrangères auxquelles des fournisseurs américains ne peuvent vendre leurs produits que s'ils obtiennent une licence d'exportation spéciale, et les charges administratives pesant sur certaines filiales d'entreprises multinationales américaines présentes en Chine ont été alourdies. Dans la mesure où les ventes des filiales d'entreprises américaines établies en Chine sont maintenant nettement supérieures aux exportations directes des États-Unis à destination de la Chine, en particulier dans les secteurs producteurs de biens, des mesures restreignant leurs activités pourraient être coûteuses (graphique 1.17). Environ un cinquième des entreprises à capitaux américains présentes en Chine ont déjà été confrontées à des mesures de rétorsion non tarifaires, prenant par exemple la forme d'inspections plus fréquentes et de difficultés accrues pour obtenir des autorisations (Chambre de commerce américaine en Chine, 2019). En conséquence, environ un tiers de ces entreprises ont également indiqué avoir reporté ou annulé des décisions d'investissement ou cherché à modifier leurs chaînes d'approvisionnement.

Ces phénomènes de tensions commerciales bilatérales pourraient également toucher d'autres économies, notamment se manifester entre les États-Unis et l'Union européenne (UE), ou concerner des secteurs spécifiques sensibles aux échanges commerciaux, tels que ceux des véhicules et des équipements automobiles ou l'industrie aéronautique. Les autorités américaines sont en train d'évaluer l'éventualité d'imposer des droits de douane sur les importations de véhicules et d'équipements automobiles en provenance de pays qui ne se trouvent pas en Amérique du Nord. Si aucun accord n'est conclu par les États-Unis avec ses partenaires clés, notamment sur les plans d'investissement de certains producteurs spécifiques, des droits de douane pourraient être appliqués aux importations américaines de véhicules et d'équipements automobiles. Compte tenu de la complexité des chaînes d'approvisionnement transfrontalières, les répercussions négatives d'une hausse des droits de douane se feraient largement sentir, en particulier en Europe<sup>6</sup>. Le secteur aéronautique reste également une source clé de tensions commerciales potentielles entre les États-Unis et l'UE à court terme, les États-Unis ayant été autorisés en octobre par l'Organisation mondiale du commerce (OMC) à prélever 7.5 milliards USD de droits de douane sur les importations en provenance de l'Union européenne à titre de compensation des subventions de l'UE.

Les flux mondiaux d'IDE ont diminué (en proportion du PIB) pour la troisième année consécutive en 2018, et le stock mondial d'IDE a reculé pour la première fois depuis 2011. De nouvelles baisses ont été enregistrées cette année, et les flux mondiaux d'IDE ont été, au premier semestre de 2019, inférieurs de 20 % à leur niveau du deuxième semestre de 2018 (OCDE, 2019d). L'impact de la réforme de l'impôt sur les sociétés de 2017 aux États-Unis a été un déterminant essentiel de la baisse observée en 2018, mais le stock d'IDE entrant a également diminué aux États-Unis et en Chine. On craint de plus en plus une accentuation des restrictions de fait aux investissements transnationaux des entreprises, marquée par l'utilisation plus fréquente de mesures de contrôle liées à des considérations de sécurité nationale. L'indice de restrictivité de la réglementation de l'IDE élaboré par l'OCDE, qui couvre une période allant jusqu'à 2018 et mesure l'ampleur de la discrimination établie entre les investisseurs privés nationaux et étrangers sur la base de dispositions juridiques, n'étaye cependant guère la thèse d'un retour en arrière généralisé en matière de réformes des politiques de l'investissement. En fait, les réformes se sont poursuivies en vue de libéraliser l'IDE dans certains pays qui figuraient précédemment parmi les plus restrictifs dans ce domaine. Ces dernières années, néanmoins, le contrôle des IDE est devenu plus répandu, et au cours de l'année écoulée, au moins cinq membres du Groupe des Vingt (G20) ont appliqué de nouvelles dispositions liées à des considérations de sécurité nationale ou modifié des dispositions de ce type déjà en vigueur (OCDE-CNUCED, 2019). Le champ des secteurs soumis à des restrictions motivées par des considérations de sécurité nationale s'est élargi peu à peu, ces considérations étant maintenant invoquées pour préserver des connaissances et des technologies fondamentales, jugées essentielles pour la compétitivité des entreprises nationales (CNUCED, 2019)<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Les importations américaines de véhicules et d'équipements automobiles ont représenté un montant total de 184 milliards USD en 2018 (soit 0.9 % du PIB des États-Unis). Les importations en provenance de l'Union européenne ont été de 62 milliards USD en 2018, dont 28 milliards USD imputables à l'Allemagne.

<sup>7</sup> Des données empiriques laissent à penser que les politiques de filtrage de l'IDE peuvent sensiblement limiter les investissements transnationaux (Mistura et Roulet, 2019).



## ***L'incertitude prévaut toujours quant aux futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE***

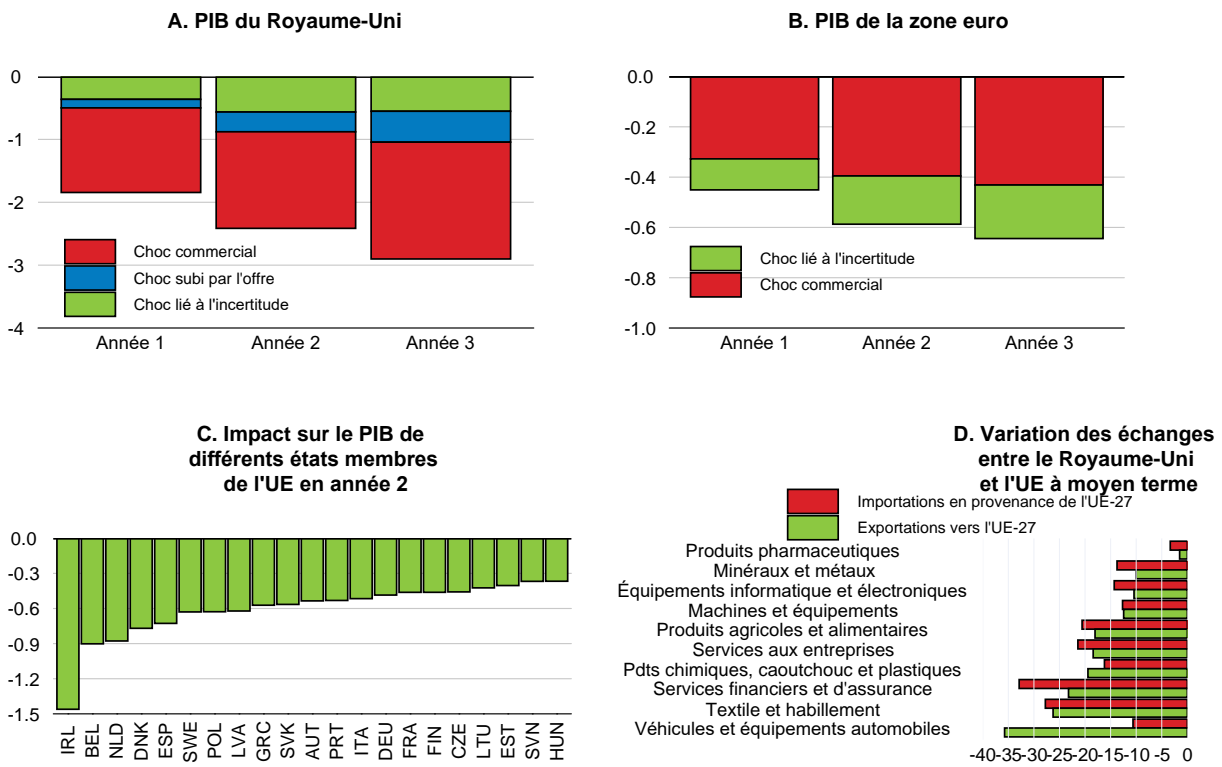
Un accord a été trouvé en octobre sur le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit), mais il doit encore être ratifié par les parlements britannique et européen. Une ratification de cet accord éliminerait les risques immédiats d'un retrait sans accord du Royaume-Uni de l'UE, mais l'incertitude prévaudrait toujours quant à la nature des futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE et à la possibilité de ratifier un accord avant la fin de la période de transition prévue dans l'accord de retrait (fixée actuellement à la fin de 2020). La possibilité qu'aucun accord commercial formel ne soit conclu constitue toujours un risque de divergence à la baisse par rapport aux prévisions, et une source d'incertitude liée à l'action publique. Si le commerce entre le Royaume-Uni et l'Union européenne devait être de nouveau régi par les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) après 2020, les perspectives seraient nettement plus sombres et plus volatiles que dans le cas contraire, en particulier à court terme. Les effets induits pourraient être plus forts encore si la préparation des dispositifs applicables aux frontières ne permettait pas d'empêcher un allongement important de certains délais, ou si la situation des marchés financiers et la confiance des consommateurs devaient se dégrader sensiblement.

Cependant, même une modification relativement fluide du cadre des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE, avec des infrastructures aux frontières pleinement opérationnelles, pourrait être lourde de conséquences, dans l'hypothèse où les échanges entre les deux parties devraient à nouveau être régis par le principe de la nation la plus favorisée (NPF) de l'OMC. Les exportateurs britanniques seraient contraints d'assumer des coûts tarifaires et non tarifaires plus élevés sur les marchés de l'UE et dans le reste du monde. Par ailleurs, les exportateurs de l'UE pourraient aussi voir augmenter leurs coûts d'accès au marché britannique (OCDE, 2019c). On peut s'attendre à ce que ces coûts commerciaux s'alourdissent au fil du temps. Certains changements, tels que les hausses de droits de douane et les contrôles supplémentaires aux frontières, prendraient effet immédiatement. D'autres feraient sentir leurs effets progressivement, à mesure que les réglementations divergeraient entre le Royaume-Uni et l'UE. Dans ces circonstances, les estimations de l'OCDE laissent à penser que :

- Au cours des deux premières années où les relations commerciales seraient à nouveau soumises aux règles de l'OMC, le PIB du Royaume-Uni pourrait être inférieur de 2 % à 2 ½ pour cent au niveau qu'il aurait atteint autrement (graphique 1.18, partie A). Ces effets accentueraient encore la faiblesse de la croissance économique britannique, qui est plus lente que prévu depuis le référendum de 2016. Les exportations du Royaume-Uni diminueraient à cause de l'augmentation des obstacles tarifaires et non tarifaires aux échanges avec l'UE et le reste du monde, une incertitude accrue pèserait sur l'investissement, et l'impact négatif du Brexit sur l'offre à plus long terme, lié à la diminution de l'immigration et à l'effet préjudiciable du recul des échanges sur la productivité (Kierzenkowski et al., 2016), commencerait lentement à se faire sentir. L'investissement des entreprises, déjà faible, diminuerait davantage, de sorte qu'il baisserait de près de 9 % la première année, compte tenu de la déclin des échanges et de l'accentuation de l'incertitude. L'inflation augmenterait de près de ¾ point de pourcentage la première année, sous l'effet de l'augmentation des prix des importations et d'une légère dépréciation présumée de la livre sterling.

## Graphique 1.18. Impact potentiel d'un Brexit sans accord commercial

Différence en pourcentage par rapport au scénario de référence



Note : Le choc commercial simulé repose sur l'hypothèse que les exportations du Royaume-Uni diminuent en volume de 8 % immédiatement après le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit), et de plus de 15 % sur le moyen à long terme en raison de l'augmentation des obstacles tarifaires et non tarifaires, le volume total d'exportations des économies de l'UE enregistrant une baisse proche de 1/4 pour cent en moyenne. L'impact d'une dépréciation de 5 % de la livre sterling est intégré dans les effets du choc commercial représenté dans les parties A et B. Le choc subi par l'offre au Royaume-Uni correspond à une diminution du progrès technique améliorant la productivité du travail de 1.6 % au bout de cinq ans (due à la réduction de l'ouverture commerciale) ainsi qu'aux effets de l'évolution des migrations et des primes d'échéance. Les primes d'échéance sur la dette publique augmentent de 25 points de base pour le Royaume-Uni et l'Irlande, et de 10 points de base pour les autres économies de l'UE. Le choc lié à l'incertitude repose sur les hypothèses suivantes : une hausse des primes de risque sur les investissements de 100 points de base au Royaume-Uni la première année du choc, la prime de risque sur les actions augmentant de 25 points de base, avant de refluer lentement par la suite ; et une hausse de 25 points de base des primes de risque sur les investissements et sur les actions dans les autres économies de l'UE pendant un certain temps. Les autorités monétaires ne réagissent pas à ces chocs dans un premier temps, et les autorités budgétaires tentent de maintenir les finances publiques sur la trajectoire antérieure à ces chocs. Les effets sectoriels représentés dans la partie D résultent exclusivement du choc commercial, et correspondent à la fois aux perturbations initiales aux frontières dues aux droits de douane et aux contrôles administratifs et à la divergence réglementaire progressive entre le Royaume-Uni et l'UE.

Source : Calculs de l'OCDE fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, *National Institute's Global Econometric Model*) et sur l'outil de modélisation des échanges de l'OCDE (METRO, *Modelling TRade at the OECD*).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044613>

- Les autres économies de l'UE subiraient également des effets d'entraînement négatifs conséquents. Le PIB de la zone euro serait inférieur de plus de ½ pour cent au niveau qu'il atteindrait dans le cas contraire au cours des deux premières années consécutives au basculement du commerce entre le Royaume-Uni et l'UE dans le régime NPF de l'OMC. Les répercussions les plus importantes seraient observées dans les petites économies ayant des liens commerciaux relativement étroits avec le Royaume-Uni, notamment en Irlande, aux Pays-Bas, en Belgique et au Danemark (graphique 1.18, parties B et C). L'inflation diminuerait également, d'environ 0.2 point de pourcentage par an la première et la deuxième année du choc.
- Dans une perspective de moyen à long terme, les échanges entre le Royaume-Uni et l'UE diminueraient considérablement dans certains secteurs où les coûts commerciaux augmenteraient sensiblement, en particulier dans celui des véhicules et des équipements automobiles, dans le secteur du textile et dans les services financiers (graphique 1.18, partie D).

L'adoption de mesures par les pouvoirs publics pourrait compenser en partie ces effets négatifs à court terme. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre pourrait être confrontée à un choix difficile si l'inflation devait être renforcée par la dépréciation de la livre sterling ; elle devrait cependant choisir de l'ignorer, étant donné la nécessité de réagir à une très nette dégradation des perspectives de croissance, et réduire le taux d'intérêt directeur ou acheter des obligations. Une baisse immédiate et durable de 50 points de base du taux directeur pourrait réduire d'un cinquième environ l'effet induit sur le PIB du Royaume-Uni du choc commercial la deuxième ou la troisième année. Une sortie de l'UE sans accord commercial accentuerait déjà, en soi, les tensions sur les finances publiques (OBR, 2019), mais un assouplissement de la politique budgétaire allant au-delà de ce qui est déjà prévu serait aussi envisageable.

Dans les économies européennes confrontées à un choc déflationniste, la politique monétaire pourrait prendre une orientation plus accommodante. Néanmoins, une approche plus efficace consisterait à mettre en œuvre des mesures budgétaires ciblées et temporaires pour soutenir l'investissement dans certains secteurs, et à faciliter l'accès à la formation des travailleurs victimes de suppressions d'emplois ainsi que les créations d'emplois dans les pays les plus touchés. L'Union européenne a annoncé qu'un soutien pourrait être apporté par les fonds ayant une mission d'assistance, tels que le Fonds européen d'ajustement à la mondialisation et le Fonds de solidarité de l'Union européenne (Commission européenne, 2019). Bien qu'il puisse jouer un rôle important, les ressources disponibles sont modestes, ce qui laisse à penser que d'autres mesures pourraient être nécessaires. Il pourrait également s'avérer possible d'adapter temporairement le cadre des aides d'État afin de permettre un plus large soutien, comme cela avait été le cas au plus fort de la crise financière en 2008-09, ou bien de permettre aux économies touchées une plus grande flexibilité dans l'application des règles budgétaires de l'UE, pour tenir compte du caractère exceptionnel des circonstances. Si la situation venait à se dégrader nettement, l'adoption coordonnée de mesures plus générales de relance budgétaire par les États membres de l'UE, notamment par ceux qui ont des échanges commerciaux relativement intenses avec le Royaume-Uni, pourrait apporter en temps voulu un plus ample soutien à la demande.

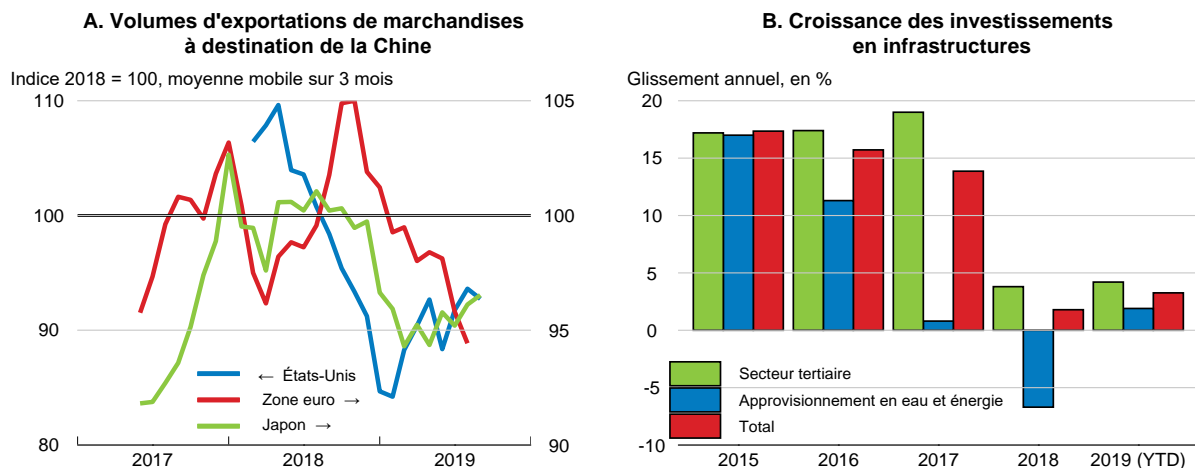
### ***Le ralentissement de la croissance pourrait être plus marqué que prévu en Chine***

Les risques d'un ralentissement plus marqué que prévu en Chine se sont intensifiés. Le postulat que la baisse de régime de la croissance du PIB chinois restera progressive repose sur l'hypothèse que les mesures de relance macroéconomique annoncées au cours de l'année écoulée, et les possibilités de prendre des initiatives supplémentaires le cas échéant, permettront de compenser tout fléchissement sous-jacent des échanges et de la demande privée. Néanmoins, la demande chinoise de biens et services produits dans le reste du monde a considérablement ralenti au cours de l'année écoulée environ. En volume, les exportations de nombreuses grandes économies avancées à destination de la Chine ont été cette année largement inférieures à leur niveau de 2018 (graphique 1.19, partie A), ce qui a eu un impact

négalif sur les échanges et l'expansion économique dans le reste du monde. Les économies exportatrices de produits de base du monde entier ont également été affectées par le ralentissement de la croissance des importations chinoises, compte tenu des liens découlant des chaînes d'approvisionnement.

Le tassement des importations observé en Chine est en partie imputable aux évolutions structurelles de l'économie chinoise, telles que son rééquilibrage de l'investissement vers la consommation, au remplacement de marchandises importées par des biens de marque produits en Chine, et aux initiatives prises pour limiter les atteintes à l'environnement. La progression de la croissance potentielle ralentit également, en partie pour des raisons démographiques. Néanmoins, la hausse moins vigoureuse des importations suscite également des préoccupations concernant l'efficacité des mesures de relance macroéconomique annoncées au cours de l'année écoulée, et la mesure dans laquelle ces mesures arriveront à enrayer le ralentissement structurel sous-jacent de la hausse de la production et de la demande de biens et services en provenance de l'étranger. Le soutien budgétaire apporté à l'activité cette année est difficile à apprécier, mais il semble représenter moins de 1 % du PIB, correspondant aux réductions d'impôts et aux augmentations du quota d'obligations spéciales que peuvent émettre les collectivités locales pour financer des dépenses d'infrastructure et de réaménagement urbain. L'impact de ces mesures a également été modeste. Il faut du temps pour que les réductions d'impôt sur le revenu des ménages se répercutent sur les dépenses de consommation, et l'investissement en infrastructures ne s'est redressé que récemment (graphique 1.19, partie B), ce qui laisse à penser que les dépenses totales d'infrastructures pourraient diminuer en proportion du PIB pour la deuxième année consécutive. Les réductions des coefficients de réserves obligatoires ont cependant contribué à soutenir la distribution du crédit aux entreprises.

### Graphique 1.19. La demande d'importations est faible en Chine et la croissance des investissements en infrastructures reste modeste



Note : Pour les États-Unis, les volumes d'exportations sont calculés à partir de données non corrigées des variations saisonnières sur les exportations nominales à destination de la Chine et du prix des exportations vers la Chine. Les investissements en infrastructures dans le secteur tertiaire recouvrent les investissements réalisés dans les transports et les communications, ainsi que dans la gestion de l'eau et la préservation de l'environnement. Les taux de croissance des investissements en infrastructures estimés pour 2019 correspondent aux variations de ces investissements entre la période des dix premiers mois de 2018 et celle des dix premiers mois de 2019.

Source : Banque du Japon ; Bureau du recensement (*Census Bureau*) des États-Unis ; Bureau de statistiques sur l'emploi (BLS, *Bureau of Labor Statistics*) des États-Unis ; Bureau national des statistiques (BNS) de Chine ; et calculs de l'OCDE.

D'après les estimations de l'OCDE, une diminution durable de la croissance de la demande intérieure de 2 points de pourcentage par an en Chine se traduirait par un ralentissement sensible de l'expansion économique mondiale, en particulier si elle s'accompagnait d'une dégradation des conditions financières mondiales et d'une accentuation de l'incertitude, comme lors de la précédente période de ralentissement qu'a connue la Chine en 2015-16 (OCDE, 2019b). Dans ces circonstances, le taux de croissance du PIB mondial pourrait être amputé de 0.7 point de pourcentage par an en moyenne au cours des deux premières années du choc, et le taux de croissance des échanges mondiaux de près de 1 ½ points de pourcentage par an, les effets les plus forts se faisant sentir dans les économies voisines d'Asie. Ces effets seraient encore plus amples si les politiques macroéconomiques ne permettaient pas pleinement de compenser les chocs, en raison de marges de manœuvre limitées.

### ***Les risques qui pèsent sur la croissance économique et ceux qui entourent la stabilité financière influent les uns sur les autres***

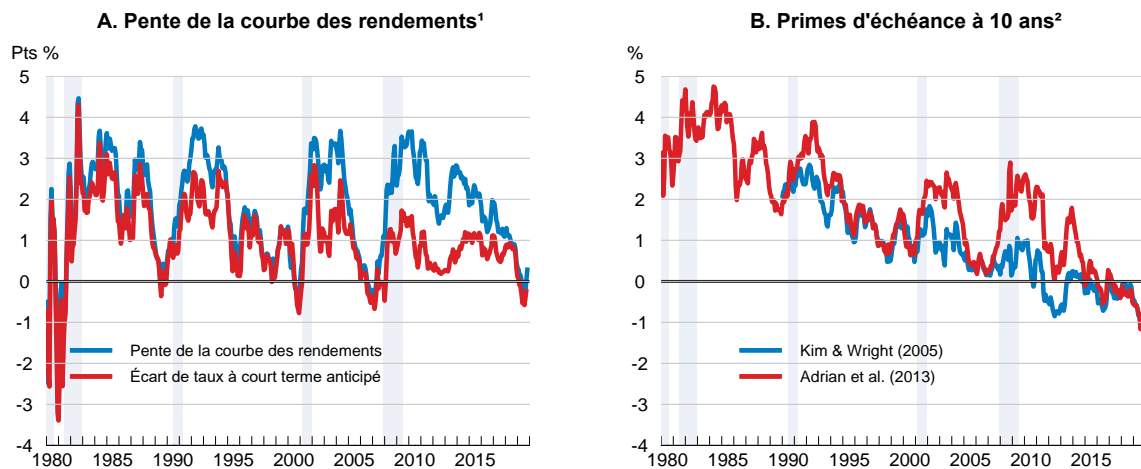
La courbe des rendements inversée ou très plate (c'est-à-dire le fait que les rendements obligataires à long terme soient inférieurs aux taux d'intérêt à court terme ou très proches de ces derniers) observée aux États-Unis depuis la fin de 2018 pourrait être le signe d'une intensification des risques de récession, dans la mesure où le même phénomène avait précédé des périodes antérieures de récession, quoiqu'avec un décalage variable (graphique 1.20, partie A). On tire les mêmes conclusions de l'examen de l'écart de taux à court terme anticipé, qui peut constituer un meilleur indicateur des anticipations à court terme concernant la politique monétaire et une meilleure variable prédictive des récessions que la pente de la courbe des rendements calculée à partir du rendement des obligations d'État à dix ans (Engstrom et Sharpe, 2018). Il est cependant possible que le signal donné actuellement par l'inversion de la courbe des rendements soit faussé par le très bas niveau des primes d'échéance (Brainard, 2018). Les estimations des primes d'échéance sont sensiblement inférieures aux niveaux observés avant les récessions antérieures (graphique 1.20, partie B)<sup>8</sup>. Par conséquent, une inversion de la courbe des rendements est maintenant plus susceptible de se produire, même en cas de resserrement monétaire modeste<sup>9</sup>. En outre, contrairement à ce que l'on avait pu constater lors des récessions précédentes, la récente inversion de la courbe des rendements n'a pas coïncidé avec un durcissement agressif de l'orientation de la politique monétaire qui pourrait nuire à la croissance économique<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Les primes d'échéance, dont on estime que le niveau s'est établi aux alentours ou en deçà de zéro aux États-Unis ces dernières années, ont été tirées vers le bas par une forte demande d'obligations d'État à long terme. L'effet induit sur ces primes par la réduction temporaire du portefeuille de titres du Trésor des États-Unis détenu par la Réserve fédérale a été compensé par une forte demande d'obligations du Trésor des États-Unis émanant d'investisseurs caractérisés par leur inélasticité-prix, peut-être liée à des effets de valeur refuge compte tenu de la montée de l'incertitude liée à l'action publique.

<sup>9</sup> De fait, la prise en compte des primes d'échéance dans le cadre de régressions probit fondées sur la pente de la courbe des rendements se traduisait par une diminution du risque implicite de récession en 2018 (Johansson et Meldrum, 2018).

<sup>10</sup> Compte tenu des estimations actuelles du taux d'intérêt neutre et du niveau actuel des taux d'intérêt réels, la politique monétaire ne semble pas être excessivement restrictive. Néanmoins, le caractère très incertain des estimations des taux d'intérêt neutres complique l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire, de sorte qu'il est difficile de les utiliser de manière fiable à des fins pratiques dans le cadre de l'action publique (Clark et Kozicki, 2005), en particulier lorsque la courbe investissement-épargne et la courbe de Phillips sont plates (Fiorentini *et al.*, 2018).

## Graphique 1.20. Évolution de la courbe des rendements et des primes d'échéance aux États-Unis



Note : Les zones grisées correspondent aux périodes de récession déterminées par le Comité de datation des cycles économiques (*Business Cycle Dating Committee*) du Bureau national de recherche économique (NBER, *National Bureau of Economic Research*).

1. La pente de la courbe des rendements est mesurée par la différence entre le rendement des obligations d'État à dix ans et le taux des bons du Trésor à 3 mois. L'écart de taux à court terme anticipé est la différence entre le taux implicite anticipé à six mois des bons du Trésor à 3 mois et leur taux actuel.

2. Primes d'échéance sur une obligation sans coupon calculées suivant les méthodes décrites dans Kim et Wright (2005) et dans Adrian et al. (2013).

Source : Bureau national de recherche économique (NBER, *National Bureau of Economic Research*) ; Banque fédérale de réserve de New York ; Banque fédérale de réserve de Saint-Louis ; Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044651>

L'ampleur de la dette des sociétés non financières et la dégradation de sa qualité au cours des dernières années pourraient amplifier une récession ou un nouveau ralentissement marqué de la croissance, si l'une ou l'autre devait se produire (OCDE, 2019b). Une réduction prononcée de la croissance du chiffre d'affaires des entreprises pourrait les mettre en difficulté, provoquant un changement d'appétence des investisseurs pour le risque et des cessions généralisées d'obligations de sociétés. À cet égard, la dette des entreprises semble plus sensible aux tensions économiques aux États-Unis qu'en Europe, compte tenu du volume considérable de dette des entreprises américaines caractérisée par une faible qualité de crédit. Même un choc limité sur les marchés pourrait entraîner de fortes corrections de prix, car les titres d'emprunt de sociétés de catégorie spéculative sont généralement nettement moins liquides. La composition actuelle des obligations de sociétés peut également accentuer le risque de bradage d'actifs, dans la mesure où une forte proportion de ces obligations de sociétés se trouve juste au-dessus de la catégorie spéculative (Çelik et al., 2019). Si ces obligations étaient rétrogradées en catégorie spéculative à la suite d'un choc économique négatif, les investisseurs institutionnels qui sont soumis à des obligations réglementaires définies en termes de notation des titres détenus seraient contraints de les céder.

Une volatilité accrue des marchés financiers et des pertes financières seraient également possibles si les risques de récession devaient s'atténuer et si les anticipations actuelles d'accentuation de l'orientation accommodante de la politique monétaire se révélaient infondées. Bien que les cours des obligations soient déjà élevés, de nombreux investisseurs s'attendent toujours à ce qu'ils continuent de monter, et un revirement des marchés pourrait conduire à de brusques dénouements de positions de la part des investisseurs. L'importance grandissante prise par les établissements financiers non bancaires pourrait aussi entraîner une amplification de la volatilité des marchés. Les organismes de placement collectif et les fonds indiciels cotés sont exposés à des risques comparables à des retraits bancaires massifs, dans la mesure où ils émettent des créances liquides sur des actifs sous-jacents illiquides, ce qui est lourd de

conséquences pour la stabilité financière globale (Chen *et al.*, 2010 ; FMI, 2015a). Les sociétés d'assurance-vie, en particulier dans l'Union européenne, ont accumulé des positions longues sur des contrats d'échange de taux d'intérêt pour se couvrir contre les risques de taux d'intérêt inhérents aux contrats d'assurance (CERS, 2015). Une forte hausse des taux d'intérêt de marché entraînerait une perte de valeur des actifs fournis en garantie et déclencherait des appels de marge sur les contrats d'échange de taux d'intérêt, susceptibles de contraindre les sociétés concernées à vendre des actifs de crédit, ce qui propagerait le choc à d'autres catégories d'actifs.

### Impératifs de l'action publique

Les perspectives économiques en demi-teinte et les importants risques de dégradation par rapport aux prévisions appellent de la part des pouvoirs publics des réponses qui renforcent la confiance, stimulent la demande agrégée et dynamisent la croissance potentielle. En l'absence de mesures susceptibles de renforcer la confiance à court terme et d'apaiser les tensions commerciales, la nécessité d'un coup de pouce supplémentaire en provenance des politiques macroéconomiques s'est accrue dans la plupart des économies. La politique monétaire a déjà évolué dans ce sens, avec des baisses généralisées de taux d'intérêt et des indications prospectives signalant l'imminence d'une détente monétaire dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes. Toutefois, elle ne pourra peut-être pas insuffler la dynamique nécessaire dans certains pays pour faire remonter la demande, compte tenu de taux directeurs bas ou négatifs, de l'ampleur des portefeuilles d'actifs déjà inscrits au bilan des banques centrales et d'un climat de grande incertitude. Dans les économies avancées, il faudrait recourir plus activement à la politique budgétaire pour soutenir la demande à court terme et améliorer les perspectives à moyen terme en profitant des taux d'intérêt exceptionnellement bas pour investir dans les infrastructures et dans d'autres mesures. Certaines mesures discrétionnaires d'assouplissement budgétaire sont d'ores et déjà engagées dans plusieurs pays disposant d'une marge de manœuvre au niveau de leurs finances publiques, y compris dans la zone euro. Pour assurer la stabilisation macroéconomique dans la zone euro, il serait plus efficace de rééquilibrer l'action publique en panachant des mesures coordonnées qui soient à la fois budgétaires, structurelles et monétaires plutôt que de s'en remettre exclusivement à la politique monétaire, ce qui aurait également pour effet de rehausser les niveaux de vie à plus long terme et de limiter la hausse des prix des actifs (chapitre 2, Note thématique n° 3). Dans l'éventualité où la faiblesse de l'économie mondiale serait plus marquée que prévu, une réponse coordonnée de la part de toutes les grandes économies constituerait la réponse la plus efficace et la plus opportune (chapitre 2, Note thématique n° 4).

### Considérations de politique monétaire

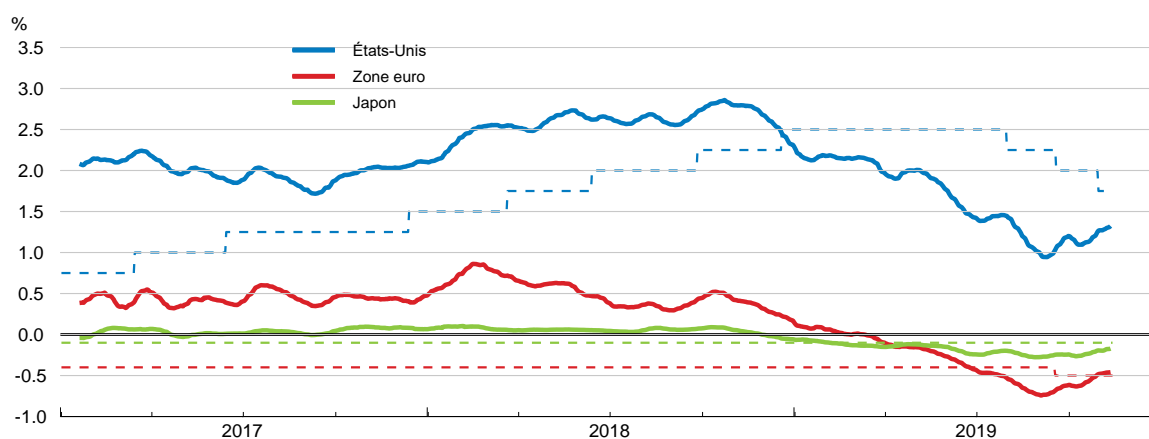
Les risques d'un ralentissement économique et d'une inflation durablement en deçà de sa cible érodant les anticipations d'inflation, se sont accrus depuis mai dernier (chapitre 2, Note thématique n° 2), incitant les banquiers centraux des grandes zones économiques à assouplir leur politique monétaire ou à faire savoir qu'ils étaient disposés à le faire en cas de nouvelle détérioration des perspectives.

- La Réserve fédérale aux États-Unis a abaissé par trois fois la fourchette de taux cible des fonds fédéraux, de 75 points de base (pb) en valeur cumulée, la ramenant ainsi à 1.5-1.75 %. Les opérateurs anticipent quelques nouvelles baisses des taux d'intérêt aux États-Unis (graphique 1.21), mais celles-ci ne se justifieraient que si l'économie se fragilisait nettement plus que prévu dans les présentes Perspectives. Sous réserve des prévisions d'inflation et d'activité, les autorités monétaires devraient laisser le taux des fonds fédéraux à son niveau actuel jusqu'à la fin de 2021. La Réserve fédérale a également mis un terme à la réduction de son portefeuille

global de titres en anticipant de deux mois la date initialement annoncée<sup>11</sup>, détenant ainsi un total d'actifs égal à 4 000 milliards USD au début de novembre 2019, contre 4 500 milliards USD au début de 2015 (un montant record) et 900 milliards USD avant la crise. Plus récemment et à des fins de gestion des réserves bancaires, la Réserve fédérale a décidé de reprendre ses achats en bons du Trésor, pour une durée allant au moins jusqu'au deuxième trimestre de 2020, à hauteur d'environ 60 milliards USD par mois, et de maintenir ses opérations de prise en pension au jour le jour et à terme au moins jusqu'à la fin du mois de janvier (encadré 1.3).

### Graphique 1.21. Anticipations des taux directeurs sur les marchés

Moyenne mobile sur 15 jours des anticipations à l'horizon de la fin 2021



Note : Taux d'intérêt au jour le jour attendus, calculés à partir des taux sur les contrats d'échange de taux au jour le jour (*Overnight Swap Index*). Les droites en pointillé correspondent aux taux directeurs prévalant respectivement sur chaque marché (les moyennes sur 15 jours ne sont pas retenues).

Source : Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044670>

#### Encadré 1.3. Turbulences sur le marché des opérations de pension aux États-Unis

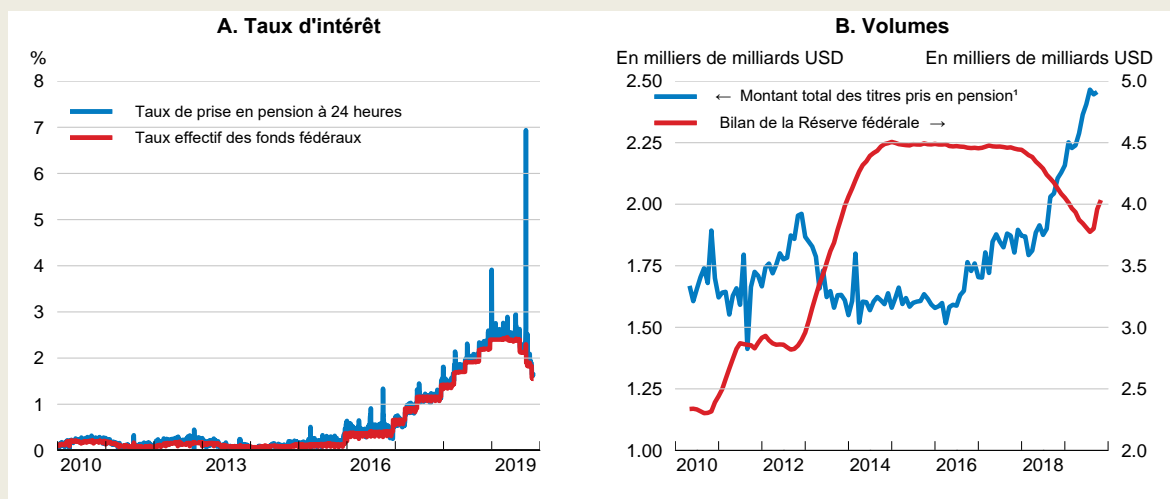
Les marchés monétaires américains ont connu une volatilité inhabituelle à la mi-septembre. Cette volatilité s'explique par des facteurs temporaires – comme les versements trimestriels au titre de l'impôt sur les sociétés et les règlements de titres vendus aux enchères par le Trésor – ainsi que par la normalisation à plus long terme du bilan de la Réserve fédérale. Certains opérateurs ont également souligné le rôle du durcissement de la réglementation applicable aux liquidités des grandes banques en tant que facteur structurel expliquant les pénuries de liquidités sur les marchés monétaires à court terme. Les taux débiteurs sur les marchés de financements garantis sont brusquement montés le 17 septembre, avec des effets indirects sur les marchés de financements non garantis comme les fonds fédéraux (graphique 1.22, partie A). Dans ce contexte, la Réserve fédérale est intervenue sur le marché des opérations de pension pour atténuer les tensions financières sur les marchés monétaires et maintenir le taux des fonds fédéraux

<sup>11</sup> La Réserve fédérale continuera de réduire son portefeuille de titres de dette et de titres adossés à des créances hypothécaires émis par des organismes fédéraux, dont une partie des remboursements de principal est réinvestie, à hauteur de 20 milliards USD par mois, en titres du Trésor.



dans la fourchette cible qu'elle a fixée (Williams, 2019). En outre, la Réserve fédérale continuera de mener des opérations de prise en pension, au jour le jour et à terme, au moins jusqu'en janvier 2020. Il s'agit de ses premières interventions sur ce marché depuis la crise financière mondiale, étant donné qu'elle fonctionne dans un régime de réserves bancaires en offre abondante. Pour maintenir le solde des réserves au même niveau, voire au-dessus de celui qui prévalait au début de septembre 2019, la Réserve fédérale a également décidé de relancer ses achats en bons du Trésor, à une hauteur initiale d'environ 60 milliards USD par mois, au moins jusqu'au deuxième trimestre de 2020.

### Graphique 1.22. Évolution du marché des prises en pension aux États-Unis



1. Les valeurs indiquées correspondent au montant total de titres affectés à des transactions de prise en pension tripartites par les deux banques de compensation (JPMorgan Chase et Bank of New York Mellon). Les données ne tiennent pas compte des opérations de pension bilatérales, et ne reflètent donc pas l'ensemble du marché américain des opérations de pension.

Source : Réserve fédérale de New-York, <https://www.newyorkfed.org/data-and-statistics/data-visualization/tri-party-repo#> ; et Banque de Réserve fédérale de St. Louis.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044689>

Les marchés monétaires jouent un rôle charnière dans la transmission de la politique monétaire et de la stabilité financière étant donné leur importance clé dans le redéploiement des liquidités entre les acteurs du marché (Brunnermeier et Pedersen, 2009 ; Ritz et Walther, 2015). Le marché des prises en pension est un marché financier important car il est une source cruciale de financement à court terme pour les courtiers en valeurs mobilières, et déterminante pour la liquidité sur le marché secondaire des bons du Trésor et autres titres (Copeland et al., 2014). En outre, les taux de prise en pension sont importants dans la transition indispensable vers l'abandon du LIBOR (Duffie et Stein, 2015), étant donné que l'option préférée au LIBOR USD par les autorités américaines – à savoir le SOFR (ou taux de financement garanti au jour le jour, *Secured Overnight Financing Rate*) – est en partie basée sur les taux de prise en pension. Le volume des transactions effectuées sur le marché des prises en pension aux États-Unis a considérablement augmenté depuis le début de 2018 avec la liquidation des actifs de la Réserve fédérale (graphique 1.22, partie B), ce qui souligne un peu plus l'importance de ce marché pour les conditions financières et la transmission de la politique monétaire.

À l'avenir, il sera essentiel de mieux comprendre les facteurs qui déterminent la demande de réserves des institutions financières pour déterminer la taille de bilan appropriée pour la Réserve fédérale (et donc le niveau adéquat de réserves dans le système bancaire). Il faudra pour cela redoubler d'efforts pour recueillir des données et assurer une veille sur l'ensemble des marchés afin de suivre de manière plus complète les tendances et les risques sur les marchés de pensions et de prêts de titres (FMI, 2015b). Toutefois une

grande incertitude règne quant au niveau minimum de réserves qu'il conviendrait de constituer, ce qui complique les décisions concernant l'augmentation de la taille du bilan de la Réserve fédérale qu'il faudrait faire à des fins de gestion des réserves. L'augmentation annoncée des soldes de réserves et le maintien des opérations de pension à court terme devraient empêcher que les turbulences observées en septembre ne se reproduisent. L'adoption d'une facilité permanente de prise en pension à taux fixe, permettant de mettre sur le marché n'importe quel montant de transactions de pension à 24 heures, au taux fixé par le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (FOMC), pourrait également être envisagée. Ce mécanisme permettrait de contrôler plus efficacement les taux d'intérêt à court terme et de fournir des liquidités de secours dans des circonstances exceptionnelles (Gagnon et Sack, 2014).

- La BCE a abaissé de 10 pb (à -0.5 %) le taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt et a mis en place un système de rémunération des réserves à deux paliers de façon à ce qu'il en coûte moins cher aux banques (encadré 1.4). Elle a également renforcé ses indications prospectives relatives aux taux d'intérêt en annonçant que ses taux directeurs seraient maintenus à leurs niveaux actuels ou encore abaissés jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent fermement vers un niveau suffisamment proche de 2 %, mais en deçà de ce niveau. Le coût des nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) a également été abaissé<sup>12</sup>. Par ailleurs, le programme d'achats nets d'actifs (à hauteur de 20 milliards EUR par mois) devrait être relancé à partir de novembre pour une durée aussi longue que nécessaire. Toutes ces mesures sont justifiées compte tenu des perspectives économiques et de l'absence de mesures en faveur d'un soutien budgétaire plus ferme que celui prévu actuellement.
- La Banque du Japon a maintenu une politique monétaire très stimulante (dont les leviers sont des taux d'intérêt négatifs et le contrôle de la courbe des rendements). Elle a également renforcé ses indications prospectives sur les taux. La Banque du Japon a également annoncé qu'elle mettrait en place de nouvelles mesures d'assouplissement si la probabilité d'un essoufflement de la dynamique enclenchée pour atteindre l'objectif de stabilité des prix devait augmenter. Compte tenu d'une inflation qui ne devrait converger que lentement vers sa cible, l'orientation monétaire actuelle devrait être conservée au cours des deux prochaines années.

Si la croissance et l'inflation devaient ralentir sensiblement dans des proportions plus importantes que prévu actuellement, il conviendrait d'assouplir la politique monétaire, mais le degré d'assouplissement en l'espèce dépendrait de l'impact des mesures de relance budgétaire contracyclique qui seraient adoptées parallèlement (chapitre 2, Note thématique n° 4). La marge de manœuvre permettant de pratiquer une politique monétaire plus accommodante est plus grande aux États-Unis que dans la zone euro et au Japon, et impliquerait au premier chef des mesures non conventionnelles.

<sup>12</sup> Les banques peuvent emprunter jusqu'à 30 % de leur stock de prêts admissibles à la date de février 2019 (qui inclut les montants d'encours refinancés au titre des TLTRO II) à une fréquence trimestrielle, entre septembre 2019 et mars 2021, pour une durée de deux ans. Elles ne pourront pas rembourser ces fonds avant leur date d'échéance. Les banques acquitteront le taux d'intérêt moyen appliqué aux principales opérations de refinancement (*Main Refinancing Operations*, principal taux de refinancement) sur la durée de vie de chacune des opérations TLTRO. Pour les banques dont l'encours excède de 2.5 % l'encours de référence de prêts admissibles à la fin de mars 2021, le taux d'intérêt sera réduit et ramené au taux d'intérêt moyen appliqué à la facilité de dépôt de la BCE. À l'origine, le taux d'emprunt devait être supérieur de 0.1 point de pourcentage.

- La Réserve fédérale pourrait abaisser son taux directeur, mais moins qu'elle ne l'a fait durant les trois dernières récessions<sup>13</sup>. Elle pourrait également reprendre ses programmes d'achats d'actifs de grande ampleur. Par ailleurs, un contrôle de la courbe des rendements pourrait être mis en application, comme au Japon, ce qui permettrait de contrôler les taux d'intérêt à long terme et donc, plus directement, les conditions financières (Bernanke, 2016a ; Brainard, 2019). En ciblant des rendements à des échéances à moyen terme, lorsque cela est crédible, il ne serait pas nécessaire que la Réserve fédérale achète massivement des obligations d'État. La mise en place de taux d'intérêt légèrement négatifs, susceptibles d'avoir un impact positif sur la croissance et l'inflation, serait également une option à envisager (Cúrdia, 2019). Toutefois, les effets secondaires de ces taux sur les marchés financiers pourraient se propager plus largement qu'en Europe et au Japon, compte tenu de la place plus grande qu'y occupent les organismes de placement collectif monétaires (OPC monétaires) aux États-Unis<sup>14</sup>.
- La BCE pourrait continuer d'abaisser ses taux d'intérêt vers des territoires de plus en plus négatifs et relever le montant mensuel de ses achats nets d'actifs. Des achats plus massifs d'actifs du secteur privé pourraient être envisagés si le plafonnement des achats d'obligations d'État qu'elles s'est imposé devenait contraignant<sup>15</sup>. Cela étant, cette stratégie affecterait probablement l'ensemble de l'économie dans une proportion moindre que les achats d'obligations d'État, elle impliquerait un niveau de risque accru pour la BCE et occasionnerait des distorsions sur tel ou tel marché. Les acquisitions d'obligations d'État affectent généralement les prix d'une large gamme d'actifs financiers dont le prix est calculé en fonction du taux d'intérêt sans risque, à la différence des achats d'actifs du secteur privé.
- Quant au Japon, les options pourraient être de renforcer les indications prospectives et d'entraîner les taux d'intérêt vers des territoires de plus en plus négatifs, à la fois à court et à long terme (c'est-à-dire via l'ajustement des taux directeurs et le contrôle de la courbe des rendements).

D'une manière générale, un effort supplémentaire d'assouplissement monétaire pourrait n'avoir qu'une efficacité réduite, en particulier si le ralentissement de l'activité est dû à des politiques commerciales qui entraînent des perturbations et ne font qu'exacerber les incertitudes. Compte tenu de l'expérience acquise en la matière ces dernières années, une nouvelle relance par des mesures monétaires non conventionnelles aiderait probablement à doper les prix des actifs mais son impact sur l'inflation et la croissance du PIB serait peut-être plus incertain.

- Un impact feutré sur l'investissement productif et la consommation est d'autant plus probable que l'incertitude entourant l'évolution des politiques économiques et commerciales est plus grande et que les opérateurs économiques anticipent des taux d'intérêt durablement bas. La persistance d'un bas niveau des taux d'intérêt n'incite guère à anticiper les dépenses, et face aux incertitudes entourant l'action publique, les ménages et les entreprises sont moins disposés à consommer et à investir. De même, les taux de rendement minimal à dépasser des investissements des entreprises demeurent élevés, malgré une décennie de politique monétaire très accommodante, et le taux d'épargne des ménages est resté relativement stable dans de nombreux pays, malgré des gains de richesse confortables chez les ménages, notamment dans la zone euro

<sup>13</sup> Le taux directeur de la Réserve fédérale a été abaissé de plus de 5 points de pourcentage au cours des trois dernières récessions. Aujourd'hui, il ne pourrait l'être au plus que d'environ un tiers de ce montant s'il devait rester supérieur à zéro.

<sup>14</sup> Les risques tiennent notamment au fait que les OPC monétaires investissent dans des placements plus risqués et par conséquent, au fait que l'on pourrait assister à des retraits massifs de ces fonds (Bernanke, 2016b ; Bua et al., 2019).

<sup>15</sup> La BCE a déjà acquis pour environ 466 milliards EUR (soit 4 % du PIB de la zone euro) d'obligations de société, de titres adossés à des actifs et d'obligations garanties.

(graphiques 1.9 et 1.10). Enfin, dans de nombreux pays, la dette, en particulier celle des sociétés non financières, est supérieure à son niveau d'avant la Grande récession, ce qui bride peut-être leur capacité à emprunter.

- De même, un assouplissement de la politique monétaire pourrait ne pas faire remonter davantage l'inflation, sauf en cas de dépréciation sensible de la monnaie nationale. De fait, l'inflation reste obstinément en deçà de sa cible, malgré un long épisode de relance monétaire et en dépit des tensions actuelles sur les marchés du travail. En plus de l'impact de la faiblesse de l'inflation sur les anticipations (chapitre 2, Note thématique n° 2) ceci peut peut-être s'expliquer par l'incidence de certaines évolutions de longue durée qui tiennent à la mondialisation, au progrès technologique, à la concentration du pouvoir de marché et à des politiques de tarification qui visent à gagner des parts de marché. Tous ces facteurs ont pour effet d'atténuer l'impact du cycle économique sur l'inflation et, partant, l'efficacité de la politique monétaire.
- Comme on l'a déjà vu par le passé (BRI, 2019), les mesures de détente monétaire prises récemment ont amélioré les conditions financières, les prix des actifs réagissant conformément à ce qui était attendu, même si les prix de bon nombre d'entre eux, notamment les obligations d'État et les actions, sont déjà élevés. Un soutien monétaire plus appuyé pourrait générer encore plus de distorsions sur les marchés et entraîner un rééquilibrage des portefeuilles d'investissements, sans avoir guère d'effet positif sur l'investissement productif et la consommation. Les entreprises pourraient choisir de racheter leurs actions ou de réaliser des opérations de fusion-acquisition, et les gains de valorisation des actifs pourraient bénéficier avant tout aux ménages les plus aisés, dont la pension à consommer leur patrimoine est faible.

Si les effets secondaires néfastes des politiques de taux d'intérêt négatifs ne semblent pas, pour l'heure, avoir pesé trop lourdement sur les banques de la zone euro et du Japon, l'impact positif marginal de taux encore plus négatifs ou d'une prolongation de l'épisode de taux négatifs risque d'aller en s'amenuisant, et les risques pourraient s'accroître (encadré 1.4). Cette probabilité est d'autant plus forte si les banques centrales poursuivent leurs achats d'actifs et si les performances macroéconomiques continuent d'être fragiles.

### Encadré 1.4. Efficacité d'une politique prolongée de taux d'intérêt négatifs

Une politique de taux d'intérêt négatifs est en place depuis au moins cinq ans dans certaines économies européennes, et depuis bientôt quatre ans au Japon. La Suède a adopté un taux d'intérêt moins négatif au début de 2019, tandis que la BCE a fixé le taux de sa facilité de dépôt à un niveau encore plus bas en septembre. Cet encadré examine l'efficacité d'une politique de taux d'intérêt négatifs.

#### Le niveau effectif des taux d'intérêt négatifs diffère selon les pays

À l'heure actuelle, une politique de taux d'intérêt négatifs est en vigueur dans les faits dans cinq économies, les taux négatifs appliqués aux dépôts bancaires auprès des banques centrales (BC) (ou à d'autres créances bancaires à court terme sur les banques centrales) variant de -0.75 % à -0.1 % (tableau 1.2). Toutefois, en raison du recours généralisé à différentes exonérations ou compensations en vertu desquelles les réserves excédentaires sont exonérées, jusqu'à un certain seuil, de taux négatifs ou soumises à des taux d'intérêt moins négatifs, le taux d'intérêt effectif moyen est moins négatif que le taux d'intérêt officiel. Ainsi au Japon, 5 % seulement des réserves excédentaires des banques auprès de la banque centrale sont soumises au taux de -0.1 %, le reste étant rémunéré à des taux nuls ou positifs, de sorte que le taux moyen est positif. De même, dans la zone euro, le système de modulation récemment adopté signifie que 40 % de l'ensemble des dépôts bancaires auprès de la BCE seront exonérés d'application du taux de dépôt de -0.5 %, et que le taux moyen effectif ne descendra pas plus bas en territoire négatif, même si le taux directeur est devenu plus négatif. De fait, la combinaison de taux plus négatifs pour la rémunération des dépôts et de la mise en place d'une modulation n'incite plus les banques dotées de réserves excédentaires d'un niveau inférieur au seuil à réduire ces réserves, mais a incité plus fortement d'autres banques à le faire. En général, les seuils d'exonération aboutissent à ce que l'impact et les incitations d'une politique de taux d'intérêt négatifs soient variables d'une banque à l'autre, selon que leurs réserves se situent au-dessus ou au-dessous du seuil.

#### Comment fonctionne la politique de taux d'intérêt négatifs ?

La baisse des taux d'intérêt des banques centrales en deçà de zéro devrait permettre de réduire le coût du crédit bancaire et donc, de stimuler la demande des emprunteurs. En cela, la fixation de taux d'intérêt négatifs fonctionne exactement de la même manière que les mesures conventionnelles consistant à abaisser des taux directeurs positifs (transmission de la politique monétaire par le canal des taux d'intérêt). Au niveau de chaque banque, les frais appliqués aux liquidités excédentaires peuvent également inciter celles-ci à accorder plus de prêts (canal du crédit bancaire).

Toutefois, à un niveau suffisamment bas, que l'on appelle « taux d'inversion », les taux d'intérêt négatifs peuvent compromettre le canal du crédit bancaire et avoir des conséquences négatives sur le coût et la disponibilité du crédit et par conséquent, sur l'économie réelle (Brunnermeier et Koby, 2016 ; Borio et Gambacorta, 2017 ; Eggertsson et al., 2019). En effet, avec des taux d'intérêt de plus en plus négatifs, les banques peuvent choisir de réduire le coût des prêts aux ménages et aux entreprises, mais sans pouvoir répercuter intégralement cette réduction sur leurs taux de rémunération des dépôts, car les déposants pourraient alors choisir de conserver leurs liquidités. En conséquence, les marges d'intérêt nettes des banques s'en trouvent réduites et (en l'absence de compensation via d'autres mesures) leurs bénéfiques également, ce qui a des conséquences potentiellement négatives pour les volants de fonds propres. Ces effets négatifs sont plus marqués pour les banques qui dépendent fortement de leur clientèle de déposants. Pour compenser ces effets, les banques commerciales ont la possibilité d'augmenter les taux d'intérêt de leurs prêts ou bien leurs frais bancaires, au détriment de leurs clients. Dans les deux cas, l'offre et le coût du crédit bancaire risquent d'en être pénalisés. Différentes mesures d'exonération et de compensation – comme on l'a vu plus haut – peuvent atténuer ces effets négatifs sur les bénéfiques des banques.

Cependant, elles amenuisent également l'impact du canal des taux d'intérêt et par conséquent, elles érodent le bien-fondé de ces choix stratégiques.

Les banques peuvent également décider de prêter à des emprunteurs plus risqués pour augmenter leurs bénéfices (canal de la prise de risque). Si un tel choix est souhaitable dans un environnement de faible croissance, une prise de risque prolongée et excessive peut finir par saper la capacité de résistance des banques en cas de retournement de la conjoncture.

Au-delà du secteur bancaire, des taux d'intérêt négatifs peuvent également, s'ils sont répercutés sur les ménages, inciter ces derniers à dépenser leur épargne pour limiter l'impact de cette fiscalité implicite. Cela étant, si cette politique de taux conduit à un sentiment de plus grande incertitude économique et à un manque à gagner probable sur les revenus futurs de leurs actifs accumulés, les ménages risquent de réfréner leur consommation. De même, les investisseurs qui détiennent des actifs dont le rendement est négatif pourraient être enclins à investir dans des actifs rapportant davantage, ce qui contribuerait à abaisser les taux d'intérêt et à accroître l'offre de financement dans l'ensemble de l'économie, mais au prix d'un accroissement du risque.

### **Ce que nous enseignent les faits jusqu'à aujourd'hui**

Une évaluation complète des effets d'une politique de taux d'intérêt négatifs est compliquée, en raison de la difficulté à distinguer l'impact de ces taux négatifs de celui d'autres mesures non conventionnelles de politique monétaire (en particulier les achats d'actifs, les opérations de refinancement à long terme des banques et les indications prospectives) et à neutraliser l'effet de la demande de crédit.

Dans un premier temps, les taux directeurs négatifs ont été fortement répercutés sur les taux débiteurs des banques et sur les taux du marché monétaire dans les pays pratiquant des taux négatifs (Bech et Malkhozov, 2016 ; Eggertsson et al., 2019 ; Erikson et Vestin, 2019). Cependant, les taux débiteurs des banques semblent s'être stabilisés ces dernières années. Les taux de rémunération des dépôts de détail ont été protégés contre les taux négatifs même si, dans certains cas, des taux négatifs ont été appliqués aux dépôts de fonds des sociétés (Eisenschmidt et Smets, 2019 ; Demiralp et al., 2019)<sup>1</sup>. Au Danemark et en Suisse, plusieurs banques ont ainsi déjà annoncé qu'elles allaient appliquer des taux négatifs à un plus large éventail de leurs déposants, ou qu'elles envisageaient de le faire.

Jusqu'à présent, la rentabilité des banques dans les pays pratiquant des taux négatifs ne semble pas en avoir pâti, ce qui s'explique par la baisse des coûts de financement de gros et des dépôts, par l'augmentation de leurs revenus hors intérêts et par une plus faible proportion de créances douteuses ou litigieuses dans leur portefeuille (Turk, 2016 ; Lopez et al., 2018 ; BRI, 2019 ; Stráský et Hwang, 2019). Et ce, malgré le lourd tribut qu'acquitte le secteur bancaire dans certains pays. Ainsi, en 2018, les banques de la Suisse et de la zone euro ont dû verser à la banque centrale respectivement 16.3 % et 4.2 % de leurs bénéfices (tableau 1.2)<sup>2</sup>. En revanche, au Japon, les banques affichent des revenus d'intérêts nets positifs sur leurs réserves excédentaires (voir plus haut et tableau 1.2), mais leurs bénéfices ont diminué en raison de marges d'intérêt nettes durablement très étroites.


Dans la zone euro, le canal des prêts bancaires fonctionne sans heurts au niveau individuel de chaque banque, car celles dont l'excédent de liquidités est plus important ont eu tendance à accroître leur activité de crédit (Eisenschmidt et al., 2019 ; Demiralp et al., 2019). Toutefois, le secteur bancaire de la zone euro continue de présenter, en certains points, une faible rentabilité qui s'explique par la fragilité de l'environnement macroéconomique et par des problèmes d'ordre structurel comme les surcapacités et les inefficiences dans l'emploi des ressources, qui sont antérieurs à la mise en place des politiques de taux négatifs (de Guindos, 2019).

**Tableau 1.2. Les cadres d'action des politiques de taux d'intérêt négatifs et leur impact sur les bénéfices des banques**

	Volume total/ (IR) moyen	Comptes courants des institutions financières			Créances à taux négatif		Revenus d'intérêts nets annuels 2018
		IR > 0	IR = 0	IR < 0	au jour le jour	à une semaine	
<b>Danemark</b>		<i>Plafonnement individuel des comptes courants</i>					
Volume	231	0	31	-	-	200	2.4%
Taux d'intérêt	-0.65	-	0.00	-	-	-0.75	
<b>Zone euro</b>		<i>Réserves obligatoires exonérées de taux d'intérêt négatifs. Modulation introduite en octobre 2019</i>					
Volume	1842 (2128)	0 (0)	133 (933)	1710 (1195)	-	-	4.2% (3.3%)
Taux d'intérêt	-0.37 (-0.29)	-	0 (0)	-0.50 (-0.50)	-	-	
<b>Japon</b>		<i>Système à triple taux : la BdJ maintient l'application du taux négatif sur la tranche de 10-30 milliers de milliards yens de l'excédent de réserves</i>					
Volume	387	208	156	23	-	-	-3.8%
Taux d'intérêt	0.05	0.10	0.00	-0.10	-	-	
<b>Suède</b>		<i>Les coûts des taux négatifs sont atténués par le recours à des créances à terme rémunérées à des taux moins négatifs</i>					
Volume	435	-	-	55	0	380	1.6%
Taux d'intérêt	-0.26	-	-	-0.35	-0.35	-0.25	
<b>Suisse</b>		<i>Seuils d'exonération individuels à hauteur de 20 fois les réserves obligatoires</i>					
Volume	574	0	305	269	-	-	16.3%
Taux d'intérêt	-0.35	-	0.00	-0.75	-	-	

Note : « IR » désigne les taux d'intérêt à la fin octobre 2019. Les volumes correspondent aux moyennes mensuelles de septembre 2019 pour le Japon, d'octobre 2019 pour le Danemark, la zone euro et la Suède, et de fin décembre 2018 pour la Suisse. Ces volumes sont exprimés en milliards de milliards de yens pour le Japon, et en milliards d'unités de monnaie nationale pour les autres pays/zones. Les comptes courants pour la zone euro englobent également la facilité de dépôt. La dernière colonne présente des estimations, réalisées par l'OCDE, des revenus d'intérêts perçus par les banques centrales (BC) du fait de la politique de taux d'intérêt négatifs, exprimés en pourcentage des bénéfices d'exploitation annuels bruts de 2018 pour le Danemark, la zone euro, la Suède et la Suisse, et des bénéfices du 1<sup>er</sup> semestre 2018 en valeur annualisée pour le Japon. Les banques et institutions financières nationales et étrangères sont incluses dans ces calculs. Pour la zone euro, les chiffres entre parenthèses sont des estimations pour 2020, dans l'hypothèse où la BCE maintiendrait le taux de la facilité de dépôt à -0.5 % et poursuivrait ses achats nets d'actifs à 20 milliards EUR par mois jusqu'à la fin de 2020.

Source : Banque du Japon ; Banque nationale du Danemark (*Danmarks Nationalbank*) ; Banque centrale européenne ; Association des banques japonaises (*Japanese Bankers' Association*) ; Banque nationale suisse ; Banque de Suède (*Sveriges Riksbank*) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044803>

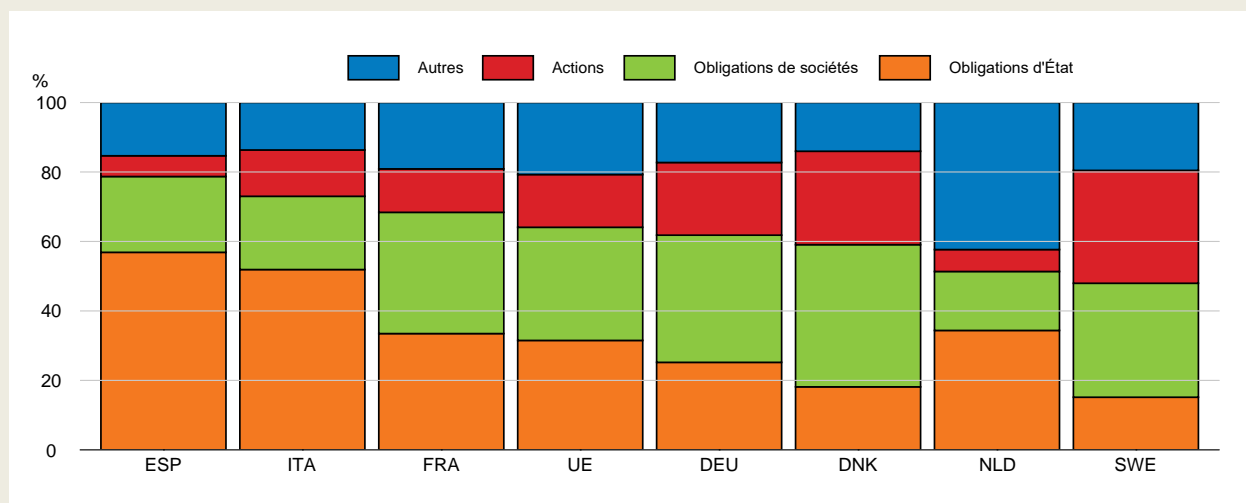
Les effets des taux de dépôt négatifs sur les bénéfices des banques pourraient être encore plus fâcheux si les banques centrales devaient poursuivre leurs achats d'actifs ou abaisser encore leurs taux négatifs. Dans la zone euro, par exemple, le coût des réserves excédentaires pour les banques augmentera progressivement au fil du temps si les achats net d'actifs par la BCE, au rythme de 20 milliards EUR par mois, se traduisent proportionnellement par une augmentation des réserves excédentaires. Dans cette hypothèse, il en coûterait aux banques 17 % de plus en 2020, par rapport à un scénario de réserves excédentaires restant au même niveau, ce qui atténuerait en partie l'effet positif de la modulation des taux.

### Risques pour la stabilité financière dans le secteur financier non bancaire

Si des taux directeurs négatifs sont répercutés sur les rendements d'actifs sûrs assortis d'échéances plus longues, la solvabilité des organismes de retraite à prestations définies et des institutions financières qui proposent des polices d'assurance vie avec promesse de rendements nominaux fixes s'en trouve compromise, sauf si des mesures compensatoires sont adoptées (OCDE, 2016). Ces effets négatifs sont d'autant plus importants que les niveaux de rendement/prestations garantis sont élevés. Plus le montant des engagements assortis de rendements ou de prestations fixes est élevé, plus il sera difficile de renégocier les contrats. L'impact négatif sera d'autant plus fort que la part des investissements à revenu fixe dans les portefeuilles d'investissement est élevée. Les compagnies d'assurance ont déjà commencé à revoir à la

baisse les niveaux de rendement garantis, mais la correction du stock de tous les contrats en cours est lente<sup>3</sup>. Les obligations d'État représentent jusqu'à un tiers des actifs dans lesquels les compagnies d'assurance de l'UE ont investi, et les obligations de sociétés en constituent environ 20 % (graphique 1.23). Des taux d'intérêt durablement négatifs, assortis d'échéances plus longues, inciteraient probablement les assureurs et les organismes de retraite à modifier l'équilibre de leur portefeuille d'actifs sûrs au profit d'actifs plus risqués, avec tous les risques que cela comporterait pour leurs clients. Les probabilités de pertes financières, en particulier en période de ralentissement de l'activité, n'en seraient que plus fortes. Ce canal de la prise de risque vaut également pour les fonds du marché monétaire, qui pourraient allonger la durée de placement et réduire la liquidité de leurs investissements pour en améliorer le rendement (Bua et al., 2019). Toutefois, le risque de retraits massifs sur ces fonds du marché monétaire n'en serait que plus grand.

**Graphique 1.23. Composition des actifs des compagnies d'assurance de certains pays européens**



Note : Chiffres arrêtés à la fin 2018.

Source : AEAPP (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) (2019), *Financial Stability Report*, juin.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044708>

1. Au Danemark, par exemple, 60 % environ des dépôts de sociétés sont rémunérés à des taux négatifs.
2. Dans la zone euro, ce montant était plus de deux fois supérieur à celui de 2015, malgré une augmentation nominale de 28.6 % des bénéfices totaux depuis lors. Les excédents de liquidités et par conséquent, les coûts pour les banques, se sont concentrés essentiellement en Allemagne, en France, aux Pays-Bas et au Luxembourg, contrairement à l'Italie où les excédents de liquidités ont été très faibles.
3. Par exemple, les taux d'intérêt garantis moyens sur tous les contrats en cours garantis par les compagnies d'assurance sont d'environ 3.8 % pour la Finlande, 3.5 % pour les Pays-Bas et 2.5 % pour l'Allemagne, alors que sur les nouveaux produits, ces taux sont respectivement de l'ordre de 0.5 %, 1 % et 0.5 %.

### **Considérations de politique budgétaire**

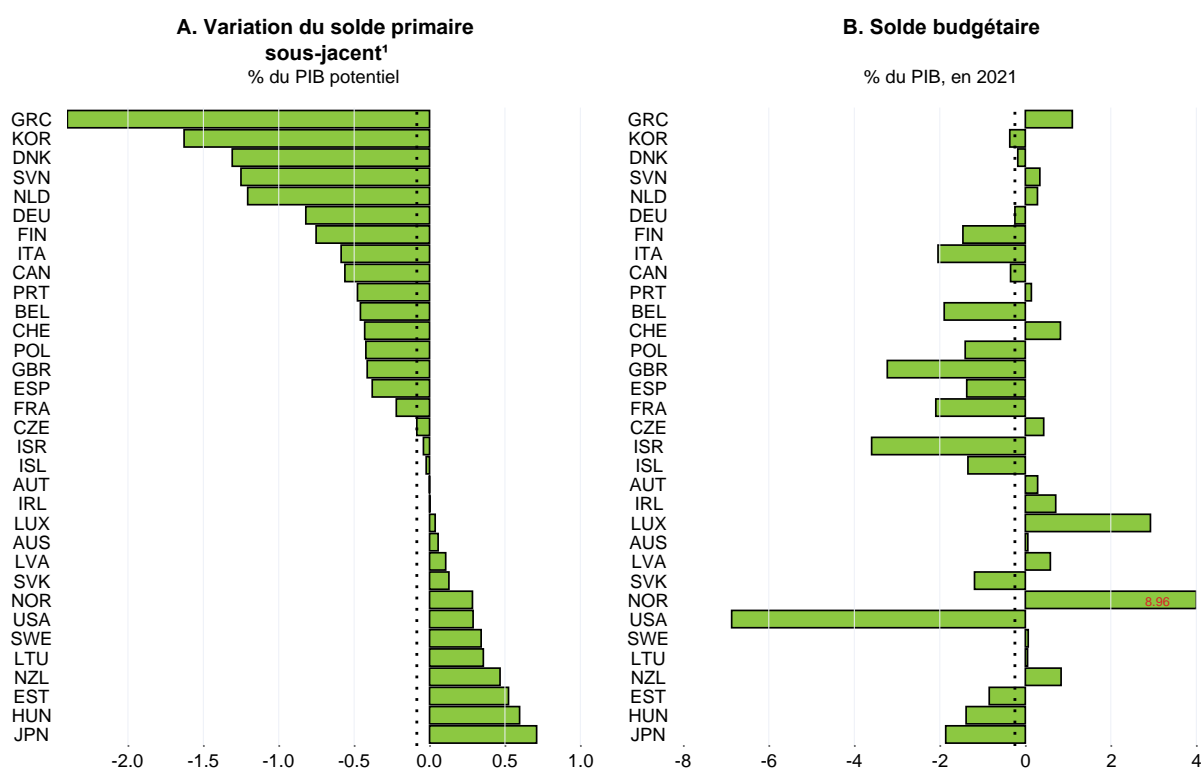
Au vu des éléments d'information dont on dispose actuellement (annexe 1.A), l'orientation budgétaire dans l'économie médiane de l'OCDE est censée être globalement neutre en 2020-21 (graphique 1.24, partie A), après l'impulsion médiane de l'ordre de 0.3 % du PIB selon les estimations mise en œuvre en 2019. Un effort de relance discrétionnaire relativement important, qui devrait s'établir entre 1 et 2¼ pour cent du PIB potentiel, est attendu en 2020 en Corée et dans quelques pays de l'UE. Dans bon nombre de ces économies, il s'agit d'une mesure contracyclique tout à fait souhaitable face à des prévisions de croissance



lente ou en train de s'essouffler et, dans certains cas, à la sous-utilisation des ressources (graphique 1.25, partie B). L'orientation budgétaire devrait être légèrement restrictive dans quelques pays seulement (graphique 24, partie A).

L'orientation future de la politique budgétaire devrait dépendre, entre autres, de la nécessité de dynamiser la demande à court terme et la croissance potentielle à plus long terme, en prenant en considération la viabilité de la dette. Si le différentiel, observé récemment et attendu, entre les taux d'intérêt effectivement acquittés sur la dette nette et la croissance du PIB nominal est de nature à apaiser les inquiétudes quant à la viabilité de la dette dans la plupart des pays de l'OCDE (graphique 1.25, partie C), les autres considérations, touchant au périmètre et à la nécessité d'un nouvel effort d'assainissement, sont très variables d'une économie à l'autre (graphique 1.25, parties A et B).

### Graphique 1.24. La politique budgétaire est censée s'assouplir dans de nombreux pays de l'OCDE



Note : Les lignes verticales en pointillés représentent les médianes.

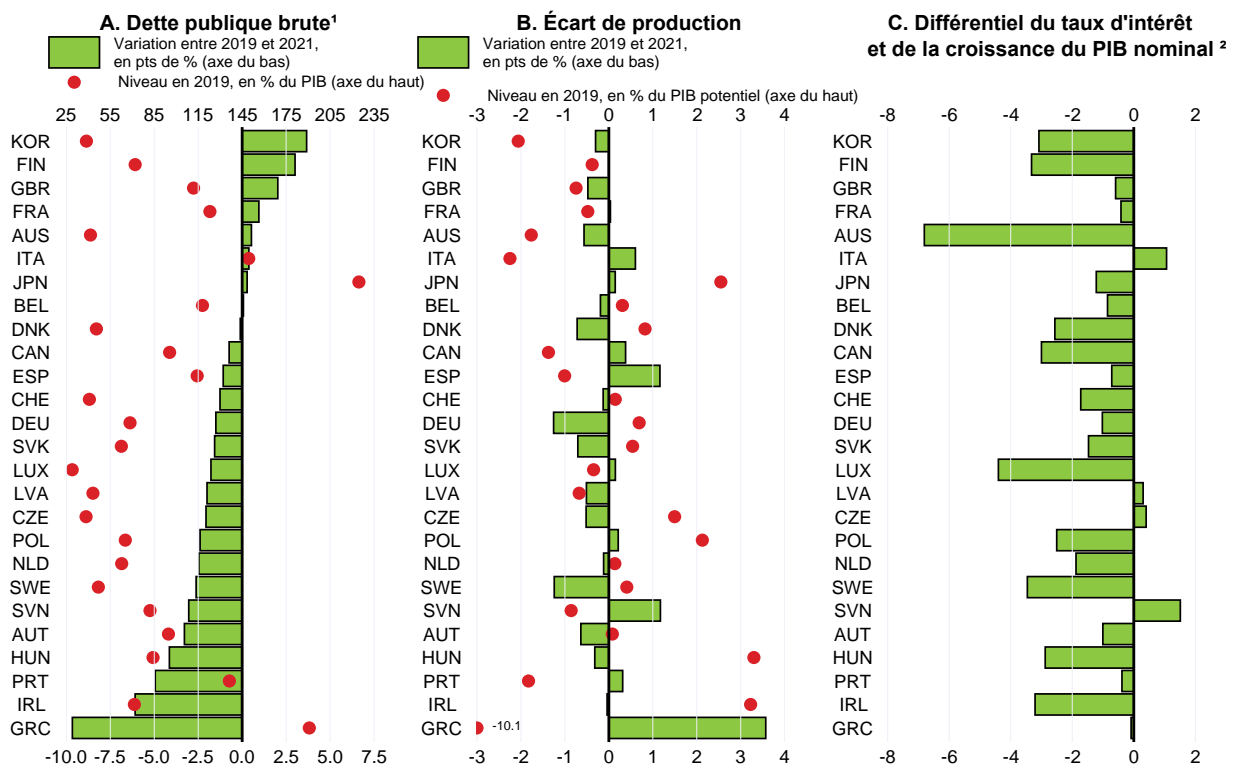
1. Variation entre 2019 et 2021.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044727>

- Compte tenu des prévisions actuelles, quelques pays européens relativement peu endettés et dont l'écart de production se creuse ou s'est stabilisé, notamment l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suède, pourraient choisir de mettre en place des mesures de relance encore plus énergiques que celles actuellement prévues. Étant donné que selon les estimations, leur dette publique brute devrait diminuer en proportion de leur PIB, un coup de pouce supplémentaire, à hauteur d'environ ½ pour cent de leur PIB potentiel par an, serait possible sans alourdir leur dette brute, et serait également souhaitable. Une telle impulsion pourrait contribuer à stimuler la croissance potentielle future à la condition que l'investissement public, actuellement faible, soit amplifié, et également aider à soutenir la croissance de l'emploi et de la consommation des ménages, en une période où la marge de manœuvre permettant de procéder à un nouvel assouplissement monétaire est réduite. Les rendements négatifs de la dette publique à longue échéance de nombreux pays européens offrent une possibilité peu risquée de remédier à de sérieux déficits d'infrastructures et de renforcer la croissance à long terme (Blanchard, 2019).

**Graphique 1.25. Sélection de certains indicateurs de changement possible d'orientation budgétaire**



1. Chiffres établis selon la définition retenue dans les comptes nationaux.

2. Différence moyenne entre le taux d'intérêt effectif acquitté sur la dette nette ( $r$ ) et le taux de croissance du PIB nominal pour 2016-21 (notée  $r-g$ ). Dans cette formule,  $r$  correspond à la différence pondérée entre le taux d'intérêt débiteur implicite sur les engagements financiers des administrations publiques et le taux d'intérêt créditeur implicite sur les actifs financiers des administrations publiques, les coefficients de pondération utilisés étant respectivement la part des engagements financiers et celle des actifs financiers dans la dette nette.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044746>

- En revanche, dans les pays de l'OCDE dont la dette relativement élevée ne devrait pas diminuer au cours des deux prochaines années (comme la Belgique, la France, le Japon, l'Italie, le Royaume-Uni et les États-Unis<sup>16</sup>), ou devrait diminuer tout en restant très élevée (comme en Espagne, en Grèce et au Portugal), la marge discrétionnaire pour procéder à un assouplissement budgétaire est réduite. En effet, une nouvelle détente pourrait saper la viabilité ultérieure de la dette et réduire la marge de manœuvre budgétaire pour lutter contre les récessions futures. Dans le cas de certains pays de l'UE, un assouplissement notable pourrait ne pas être conforme aux règles budgétaires de l'UE. Il n'en reste pas moins que dans tous ces pays, les autorités pourraient tout de même soutenir l'activité économique en modifiant la structure des dépenses publiques et de la fiscalité au profit de domaines d'intervention plus susceptibles de créer de la croissance comme l'éducation, l'investissement public dans les infrastructures, la santé et la recherche-développement, tout en rognant sur les dépenses qui freinent la croissance comme les subventions dans les secteurs peu ouverts à la concurrence, qui faussent un redéploiement efficace des ressources (OCDE, 2016c ; et chapitre 2, Note thématique n° 1).
- Si la croissance devait ralentir fortement, voire devenir négative, les pays ayant les plus faibles niveaux de dette publique pourraient aisément laisser jouer pleinement les stabilisateurs automatiques et décider à titre discrétionnaire de prendre des mesures de relance supplémentaires. En revanche, dans les pays où le niveau de la dette et du déficit budgétaire est élevé, les effets d'une telle relance pourraient être limités si les gouvernements nationaux agissent isolément, en particulier si les rendements des obligations d'État risquent d'augmenter, et si les autorités monétaires ont également peu de marge pour assouplir la politique monétaire. En pareil cas, une coordination formelle plus étroite entre les autorités budgétaires et monétaires, au niveau national et entre les pays, pourraient être requise pour éviter une contraction plus brutale de l'activité économique et la désinflation (voir section suivante). Une politique de relance coordonnée dans plusieurs économies permettrait de démultiplier les avantages des mesures prises du fait des gains de production supplémentaires qui en résulteraient (chapitre 2, Note thématique n° 4).

En règle générale, les cadres budgétaires actuels permettent de stabiliser efficacement le revenu disponible des ménages dans de nombreuses économies avancées, mais l'on observe d'importantes disparités entre les pays et des différences possibles d'efficacité dans la stabilisation de la consommation des ménages (chapitre 2, Note thématique n° 5). Une meilleure efficacité des stabilisateurs automatiques, notamment dans les pays où ces stabilisateurs sont moins puissants, aiderait à ce que les réponses budgétaires interviennent en temps utile et qu'elles soient ciblées et limitées dans le temps aux phases de récession, améliorant ainsi la viabilité de la dette à long terme. Les options possibles à cette fin sont les suivantes : systématiser certains paiements directs aux ménages remplissant les conditions requises ; faire en sorte que la générosité des prestations de chômage (tant leur montant que leur durée) dépende de la gravité et de la durée des phases de ralentissement ; augmenter les dépenses en infrastructures publiques pendant les récessions ; accroître la progressivité de l'imposition du revenu des ménages ; mettre en place des déductions fiscales automatiques sur les investissements ; assurer un accompagnement budgétaire des dispositifs de chômage partiel ; prendre des mesures permettant d'éviter l'adoption, par les administrations infranationales, de politiques budgétaires procycliques liées à leur obligation de gérer des budgets en permanence à l'équilibre (Boushey et al., 2019 ; Mohl et al., 2019). Toute décision de modification des paramètres du système de recettes et de dépenses publiques devrait

---

<sup>16</sup> Aux États-Unis, la dette fédérale devrait également augmenter en pourcentage du PIB au cours des dix prochaines années dans l'hypothèse d'un statu quo des politiques publiques (CBO, 2019). Cette augmentation pourrait être sensiblement plus forte si certaines dispositions fiscales temporaires venaient à être prolongées et si les dépenses discrétionnaires hors défense devaient augmenter en suivant le rythme non seulement de l'inflation mais également de la croissance démographique (Auerbach et Gale, 2019).

aussi mettre en priorité l'accent sur l'efficacité dans la prestation des biens et services publics, des effets sur la redistribution et des incitations au travail et à l'investissement.

### ***Options pour une coordination des politiques budgétaire et monétaire au plan national***

Pour faire face aux circonstances macroéconomiques exceptionnelles laissées dans son sillage par la crise financière mondiale, avec des taux directeurs atteignant, ou approchant, leur fourchette basse, plusieurs banques centrales ont décidé d'acheter des obligations d'État pour relancer l'activité par la politique monétaire et faciliter sa transmission. Or, tant que ces titres obligataires restent inscrits au bilan des banques centrales et que les réserves excédentaires ne sont pas rémunérées, ces opérations constituent, au sens économique, une monétisation de fait des déficits des finances publiques (McCulley et Pozsar, 2013)<sup>17</sup>.

Dans le contexte d'aujourd'hui où les rendements des mesures supplémentaires de relance monétaire vont décroissant, des modalités plus explicites de coordination des sphères monétaire et budgétaire au plan national pourraient être une option pour gérer les crises sévères pendant lesquelles les risques d'une inflation élevée sont faibles. Par exemple, on pourrait mettre en place – à l'avance – un mécanisme en vertu duquel la banque centrale déciderait de la date, de la durée et du montant de monnaie créée et créditée sur un compte de l'État, et où celui-ci déciderait de l'utilisation ou non de ces fonds et des postes de dépenses auxquels les affecter (Bernanke, 2016c ; Bartsch et al., 2019)<sup>18</sup>. Une telle séparation des compétences serait compatible avec l'objectif de toute banque centrale de maintenir l'inflation à un niveau stable, et avec l'idée qu'il incombe à des autorités démocratiquement élues de statuer sur la politique budgétaire et ses effets sur la redistribution. Ce mécanisme particulier éviterait à l'État d'avoir à émettre de la dette, et à la Banque centrale de devoir l'acheter.

Pour l'heure, aucune banque centrale n'a mis en place un tel mécanisme, puisque le cadre juridique en place ne permet pas d'autoriser les banquiers centraux à monétiser la dette publique, et qu'aucun ne s'est engagé à détenir indéfiniment les obligations d'État qu'il a achetées. Quelles que soient les modalités de monétisation de la dette effectivement retenues, il incomberait toujours aux autorités d'être prudentes dans les choix opérés en matière de dépenses et de recettes fiscales, en hiérarchisant les mesures qui sont efficaces pour stimuler l'activité à court terme, en cas de besoin, et pour s'attaquer aux obstacles structurels et aux autres priorités de l'action publique.

### ***Impératifs des politiques macroéconomiques dans les économies de marché émergentes***

Les baisses de taux d'intérêt aux États-Unis, la croissance plus faible que prévu et l'allègement des tensions inflationnistes ont donné à plusieurs économies de marché émergentes la possibilité de revoir à la baisse leurs taux directeurs (graphique 1.5, partie D). Cela étant, la faiblesse des échanges mondiaux

<sup>17</sup> Lorsque les réserves excédentaires détenues auprès de la banque centrale ne sont pas rémunérées, les coûts de service de la dette publique sur la fraction de titres obligataires détenue par la banque centrale sont quasiment de zéro puisque la rémunération de la banque centrale sur les obligations d'État retourne à ce dernier. Lorsque la banque centrale rémunère l'excédent de réserves, les coûts de service de la dette augmentent. Toutefois, compte tenu du fait que la pente de la courbe des rendements est d'ordinaire ascendante, les taux d'intérêt à court terme étant inférieurs aux taux à long terme, le financement de la dette publique coûtera moins cher que ne le laissent supposer les taux d'intérêt du marché. Dans les rares cas où la courbe des rendements est inversée, c'est-à-dire lorsque les taux d'intérêt à court terme sont supérieurs aux taux à long terme (mais aussi lorsque les deux extrémités de la courbe sont inférieures à zéro), la banque centrale enregistrera des pertes sur son portefeuille d'obligations d'État.

<sup>18</sup> La banque centrale pourrait consulter un conseil budgétaire indépendant et les autorités.

aggrave des facteurs de vulnérabilité persistants, notamment le niveau élevé de la dette libellée en devises dans de nombreux pays.

Les impératifs de l'action publique sont différents d'une économie à l'autre, en fonction de leur situation respective.

- En Chine, on a procédé à un assouplissement de la politique budgétaire (y compris quasi budgétaire) et de la politique monétaire, ainsi qu'il convenait au regard de la faiblesse de la demande. Une marge subsiste pour des mesures supplémentaires si la croissance continue de faiblir ou si les leviers de l'action publique viennent à être moins efficaces qu'ils ne l'étaient auparavant, mais la prudence s'impose dans les choix pour éviter d'aggraver le niveau d'endettement déjà élevé et les difficultés du désendettement, qui nécessiteront des solutions structurelles à long terme.
- D'autres économies émergentes dotées d'un régime de taux de change flexible et dont les risques sur la dette libellée en devises sont gérables, comme l'Inde et le Brésil, ont une certaine marge pour assouplir encore leur politique monétaire face au repli de l'inflation tout en profitant de l'occasion pour renforcer la situation de leurs finances publiques et avancer dans la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaires.
- Pour préserver la confiance des investisseurs, une orientation plus restrictive de l'action publique, incluant un encadrement du recours aux mesures quasi budgétaires, s'impose dans les économies de marché émergentes où des inquiétudes persistent sur la viabilité de la situation budgétaire et du compte extérieur, ou sur la solidité du secteur bancaire.

De nombreuses économies de marché émergentes dont la Chine, l'Inde, la Russie et la Turquie, auraient à gagner d'une plus grande transparence budgétaire et quasi budgétaire, laquelle pourrait contribuer à réduire les primes de risque qui leur sont appliquées sur les marchés financiers mondiaux. Or, les chiffres qu'elles publient sur le solde budgétaire et la dette de leurs administrations publiques ne sont pas établis en fonction des normes comptables internationales, ce qui interdit toute évaluation objective des finances publiques de leur secteur des administrations dans son ensemble, y compris de leurs administrations locales. Qui plus est, dans nombre de ces économies, les mesures quasi budgétaires, liées à des banques et des entreprises publiques et impliquant divers éléments de passif éventuel, ont vu leur nombre sensiblement augmenter. La publication d'informations sur ces mesures serait une bonne chose, car elle permettrait de mieux évaluer les risques budgétaires auxquels sont exposés ces pays.

### ***Une révision à la hausse des ambitions en matière de réformes structurelles s'impose dans toutes les économies***

Les perspectives d'une amélioration forte et durable des niveaux de vie et des revenus à moyen terme demeurent moins favorables qu'avant la crise, et la croissance du PIB réel par habitant, ces dernières années, s'est établie bien en deçà de ses niveaux d'avant la crise dans la majorité des économies. Ainsi qu'il ressort de la dernière édition de la publication de l'OCDE, *Objectif croissance*, les efforts de réforme structurelle se sont stabilisés tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes ces dernières années, toutefois à un niveau inférieur à celui observé à la suite de la crise. Des réformes plus ambitieuses dans les deux types d'économies contribueraient à compenser l'impact des chocs négatifs qu'exerce la montée des restrictions aux échanges et aux investissements transnationaux sur l'offre, à renforcer les perspectives d'évolution à moyen terme de l'investissement et de la productivité, à améliorer les niveaux de vie et à distribuer plus largement les fruits de la croissance.

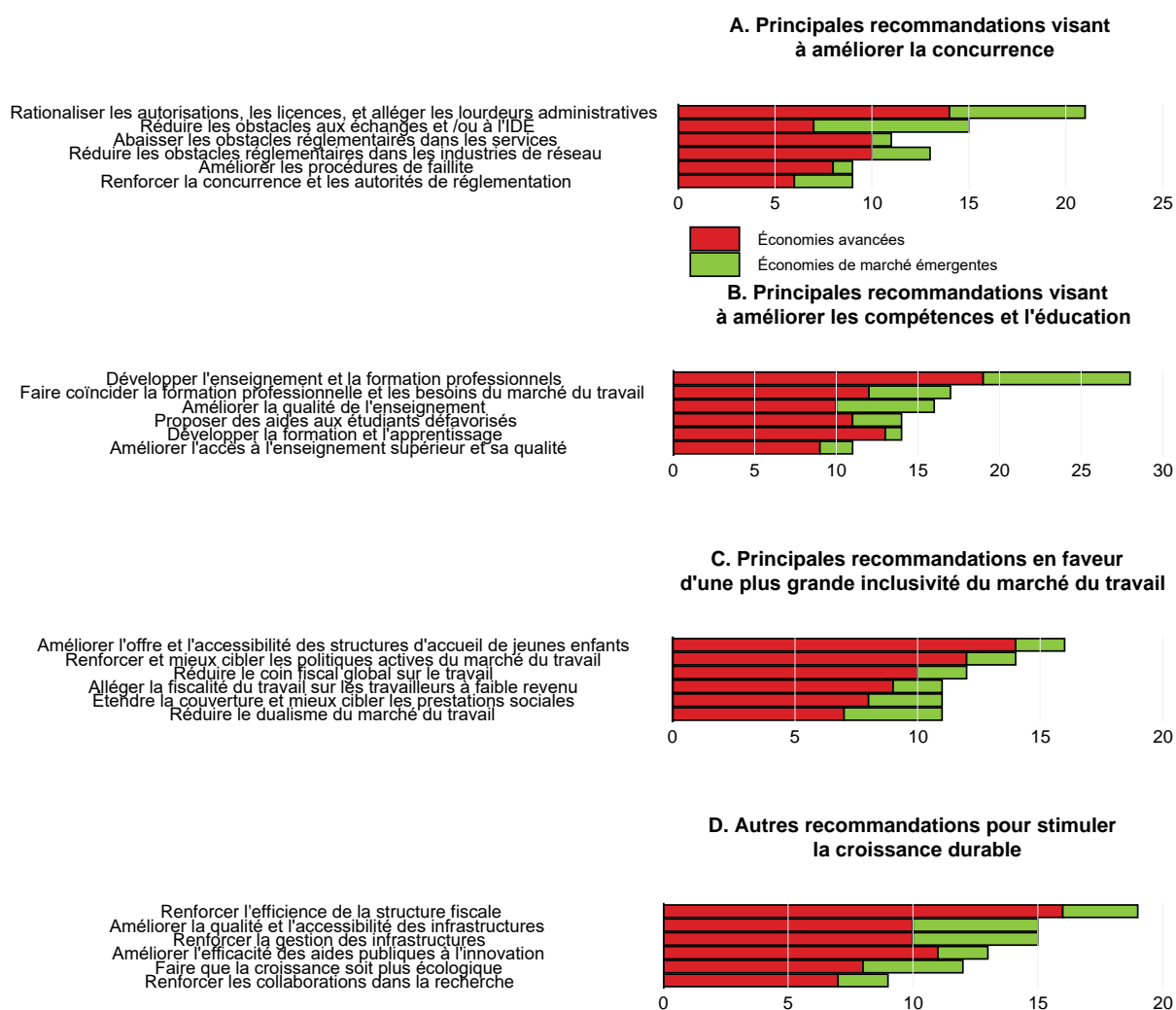
Dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes, les priorités de réforme les plus fréquentes concernent les compétences et l'éducation, et la réglementation des marchés de produits.

- Des efforts renouvelés visant à renforcer la concurrence et à ouvrir les marchés de produits sont essentiels pour favoriser l'innovation et la diffusion des technologies numériques et, *in fine*, les gains de productivité et l'inclusion sociale (graphique 1.26, partie A).
- Les objectifs des réformes essentielles qu'il conviendrait de mener seraient les suivants : aider la main-d'œuvre à acquérir des qualifications en développant l'enseignement et la formation professionnels ; mieux cibler les ressources sur les élèves et les établissements scolaires défavorisés ; réduire la segmentation des marchés et offrir plus de perspectives aux femmes, aux immigrés et aux travailleurs seniors (graphique 1.26, partie B).
- Les objectifs de renforcement de l'offre pour l'éducation et l'accueil des jeunes enfants et d'une meilleure efficacité et sélectivité des systèmes de prélèvements et de prestations doivent également être intégrés à des ensembles de mesures bien étudiés pour répondre aux préoccupations de la population en matière de services publics et de prestations sociales, ainsi que pour rehausser les taux d'activité et contribuer à un marché du travail plus inclusif (graphique 1.26, partie C).
- Enfin, d'autres mesures permettant d'améliorer activement la qualité et l'accessibilité des infrastructures, de recentrer les aides publiques à l'innovation et de gagner en efficacité en matière de fiscalité, grâce à un transfert de la charge fiscale sur la propriété, la consommation et l'environnement, sont également nécessaires dans de nombreuses économies pour que les perspectives d'une croissance durable soient plus solides (graphique 1.26, partie D).

En cette période d'atonie de la croissance mondiale, il est également justifié de donner la priorité à des trains de réformes conçus pour soutenir la demande à court terme, et de s'assurer que des politiques macroéconomiques propices viendront en contrepoint de leur mise en œuvre. Une action rapide visant à lever certaines restrictions et distorsions affectant les activités transnationales, notamment les aides publiques coûteuses qui, dans l'agriculture et l'industrie, induisent des distorsions sur les marchés (chapitre 2, Note thématique n° 1), conjuguée à un retour à l'action collective sur les questions de politique commerciale, devraient faire partie de ces trains de réformes. Les tensions commerciales et les incertitudes qui sapent actuellement les perspectives de croissance à court et à moyen terme s'en trouveraient atténuées. À terme, un élan renouvelé en faveur de la libéralisation des échanges commerciaux pourrait être très largement bénéfique à l'amélioration des niveaux de vie, en particulier si l'on prenait en même temps des mesures pour abaisser les droits de douane et lever les obstacles non tarifaires (OCDE, 2019e).

## Graphique 1.26. Grandes priorités de réforme structurelle

Nombre d'économies



Note : Dans Objectif croissance sont formulées des recommandations de réforme structurelle pour 45 économies, auxquelles s'ajoute l'Union européenne.

Source : OCDE, Objectif croissance, 2019, Éditions OCDE, Paris.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044765>

## Références

- Adrian, T., R. Crump et E. Moench (2013), « Pricing the Term Structure with Linear Regressions », *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n° 1, pp. 110-138, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.009>.
- American Chamber of Commerce in China (2019), *Second Joint Survey on the Impact of Tariffs*, 22 mai 2019, <https://www.amchamchina.org/about/press-center/amcham-statement/second-joint-survey-on-the-impact-of-tariffs>.
- Auerbach, A. et W. Gale (2019), « Revisiting the budget outlook: An update after the Bipartisan Budget Act of 2019 », Brookings Institution, 10 octobre.
- Bartsch, E. et al. (2019), « Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination », *Macro and Market Perspectives*, août, BlackRock Investment Institute.
- BCE (2019), « Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne », réunion tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 24 et le jeudi 25 juillet 2019, 22 août.
- Bech, M. et A. Malkhozov (2016), « Taux directeurs négatifs : modalités de mise en œuvre par les banques centrales? », *Rapport trimestriel BRI*, mars, Bâle.
- Bernanke, B. (2016a), « What Tools Does the Fed Have Left? Part 2: Targeting Longer-Term Interest Rates », article de blog, Brookings Institution, 24 mars.
- Bernanke, B. (2016b), « What Tools Does the Fed Have Left? Part 1: Negative Interest Rates », article de blog, Brookings Institution, 18 mars.
- Bernanke, B. (2016c), « What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money », article de blog, Brookings Institution, 11 avril.
- Blanchard, O. (2019), « Public Debt and Low Interest Rates », *American Economic Review*, vol. 109, n° 4.
- Bonthuis, B., V. Jarvis et J. Vanhala (2016), « Shifts in euro area Beveridge curves and their determinants », *IZA Journal of Labor Policy*, pp. 5-20.
- Borio, C. et L. Gambacorta (2017), « Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: Diminishing effectiveness? », *BIS Working Papers*, n° 612, février, Bâle.
- Boushey, H., R. Nunn et J. Shambaugh (dir. pub.) (2019), *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize The American Economy*, The Hamilton Project, Washington Center for Equitable Growth.
- Brainard, L. (2018), « What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy? », Remarks at the Detroit Economic Club, 12 septembre.
- Brainard, L. (2019), « 'Fed Listens' in Richmond: How Does Monetary Policy Affect Your Community? », Allocution prononcée à la Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond Community Listening Session, Richmond, Virginia, 8 mai.
- BRI (2019), « Unconventional monetary policy tools: A cross-country analysis », rapport préparé par un Groupe de travail présidé par Simon M. Potter (Federal Reserve Bank of New York) et Frank Smets (European Central Bank), Banque des règlements internationaux, Comité sur le système financier mondial, *CGFS Papers*, No 63.
- Brunnermeier, M. et Y. Koby (2016), « The reversal interest rate », mimeo, Princeton University.
- Brunnermeier, M. et L. Pedersen (2009), « Market Liquidity and Funding Liquidity », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, pp. 2201–2238, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>.
- Bua, G., P. Dunne et J. Sorbo (2019), « Money Market Funds and Unconventional Monetary Policy », *Central Bank of Ireland Research Technical Paper*, n°7/19.
- Calvino, F. et C. Criscuolo, (2019), « Business Dynamics and Digitalisation », *OECD Science Technology and Industry Policy Papers*, n° 62, Éditions OCDE, Paris.



- CBO (2019), *An Update to the Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029*, Congress of the United States, Congressional Budget Office, août.
- CERS (2015), *Report on Systemic Risks in the EU Insurance Sector*, décembre, Comité européen du risque systémique, Frankfurt am Main.
- Çelik, S., G. Demirtaş et M. Isaksson (2019), « Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy », *OECD Capital Market Series*, Éditions OCDE, Paris.
- Chen, A., E. Engstrom et O. Grishchenko (2016), « Has the inflation risk premium fallen? Is it now negative? », *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 4 avril, <http://dx.doi.org/10.17016/2380-7172.1720>.
- Chen, Q., I. Goldstein et W. Jiang (2010), « Payoff Complementarities and Financial Fragility: Evidence from Mutual Fund Outflows », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 2, pp. 239-262.
- Clark, T. et S. Kozicki (2005), « Estimating equilibrium real interest rates in real time », *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 16, n° 3, pp. 395-413.
- CNUCED (2019), *World Investment Report 2019*, (Version française : Rapport sur l'investissement dans le monde – Repères et vue d'ensemble), Nations Unies, Genève.
- Commission européenne (2019), *Progress Report on the Implementation of the EU-U.S. Joint Statement of 25 July 2018*, [https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/july/tradoc\\_158272.pdf](https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/july/tradoc_158272.pdf).
- Consolo, A. et A. Dias de Silva (2019), « Le marché du travail de la zone euro à travers le prisme de la courbe de Beveridge », *Bulletin économique de la BCE*, n° 04/2019, Banque centrale européenne.
- Copeland, A., A. Martin et M. Walker (2014), « Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market », *Journal of Finance*, vol. 69, n° 6, pp. 2343-2380, <https://doi.org/10.1111/jofi.12205>.
- Cúrdia, V. (2019), « How Much Could Negative Rates Have Helped the Recovery? », *FRBSF Economic Letter*, 2019-04, 4 février, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- de Guindos, L. (2019), « Euro area banks: The profitability challenge », discours prononcé lors de la conférence annuelle de l'ABI (Association of British Insurers), « Banking Union and Basel III – risk and supervision 2019 », Rome, 25 juin.
- Demiralp, S., J. Eisenschmidt et T. Vlassopoulos (2019), « Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: Banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area », *ECB Working Paper Series*, n° 2283, mai.
- Duffie, D. et J.C. Stein (2015), « Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n° 2, pp. 191-212.
- Eggertsson, G.B. et al. (2019), « Negative interest rate policy and the bank lending channel », *NBER Working Papers*, n° 25416.
- Eisenschmidt, J. et F. Smets (2019), « Negative Interest Rates: Lessons from the Euro Area », chapitre 2, in Á. Aguirre, M. Brunnermeier et D. Saravia (dir. pub.), *Monetary Policy and Financial Stability: Transmission Mechanisms and Policy Implications*, vol. 26, Banque centrale du Chili.
- Engstrom, E. et S. Sharpe (2018), « The near-term forward yield spread as a leading indicator: A less distorted mirror », *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n° 2018-055, juillet.
- Erikson, H. et D. Vestin (2019), « Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case », Note interne, Banque de Suède, janvier.
- Fiorentini, G. et al. (2018), « The Rise and Fall of the Natural Interest Rate », *Banco de España Documentos de Trabajo*, n° 1822.
- FMI (2015a), *Global Financial Stability Report*, Fonds monétaire international, Washington, avril.
- FMI (2015b), « Financial System Stability Assessment: United States », *IMF Country Report*, n° 15/170, Washington D.C.

- Gagnon, J. et B. Sack (2014), « Monetary Policy with Abundant Liquidity: A New Operating Framework for the Federal Reserve », *Policy Brief n° 14-4*, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.
- Johansson, P. et A. Meldrum (2018), « Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve », *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kierzenkowski, R. et al. (2016), « The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision », *Documents d'orientation du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 16, Éditions OCDE, Paris.
- Kim, D. et J. Wright (2005), « An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates », *Finance and Economics Discussion Series*, n° 2005-33, Federal Reserve Board.
- Lopez, J., A. Rose et M. Spiegel (2018), « Why Have Negative Nominal Interest Rates Had Such a Small Effect on Bank Performance? Cross Country Evidence », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, juillet.
- McCulley, P. et Z. Pozsar (2013), « Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation », *Global Society of Fellows Paper*, 7 janvier.
- Mistura, F. et C. Roulet (2019), « The Determinants of Foreign Direct Investment: Do Statutory Restrictions Matter? », *OECD Working Paper on International Investment*, 2019/01, Éditions OCDE, Paris.
- Mohl, P., G., Mourre et K. Stovicek (2019), « Automatic Fiscal Stabilisers in the EU: Size and Effectiveness », *European Commission Economic Brief*, n° 45.
- OBR (2019), *Fiscal Risks Report*, juillet, Office for Budget Responsibility.
- OCDE (2016a), « L'importance des compétences : Nouveaux résultats de l'évaluation des compétences des adultes », Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2016b), « Perspectives économiques de l'OCDE », vol. 2016, n° 2, Éditions OCDE, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2016-2-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2016-2-en).
- OCDE (2016c), « Utiliser les leviers budgétaires pour sortir du piège de la faible croissance », chapitre 2 in *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2016, n° 2, Éditions OCDE, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2016-2-3-fr](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2016-2-3-fr).
- OCDE (2017), *Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2017*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2019a), *Études économiques de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2019b), *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2019, n° 1, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2019c), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Rapport intermédiaire, septembre 2019, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2019d), *FDI in Figures*, octobre, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2019e), *Trade Policy and the Global Economy: The Case for Comprehensive Trade Policy Reform*, *OECD Trade Policy Brief* 5, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE-CNUCED (2019), *Twenty-First Report on G20 Investment Measures*, juin.
- Petrosky-Nadeau, N. et R.G. Valleta (2019), « Unemployment: Lower for Longer? », *FRBSF Economic Letter*, 2019-21.
- Ritz, R. et A. Walther (2015), « How Do Banks Respond to Increased Funding Uncertainty », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 24, n° 3, pp.386-410, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfi.2014.12.001>.
- Stráský, J. et H. Hwang (2019), « Negative Interest Rates in the Euro Area: Does It Hurt Banks? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1574, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/d3227540-en>.

Turk, R. (2016), « Negative Interest Rates: How Big a Challenge for Large Danish and Swedish Banks? », *Documents de travail du FMI*, n° 16/198, octobre.

Williams, J.C. (2019), « LIBOR: The Clock Is Ticking », allocution prononcée à l'occasion de la 2019 U.S. Treasury Market Conference, Federal Reserve Bank of New York, New York City, <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2019/wil190923>.

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

Les hypothèses concernant les paramètres des politiques budgétaires pour 2019-21 sont fondées autant que possible sur les mesures concernant la fiscalité et les dépenses qui ont été adoptées par les parlements, et concordent avec les prévisions concernant la croissance, l'inflation et les salaires. Lorsque des projets ont été annoncés par les gouvernements sans avoir été adoptés par le pouvoir législatif, il en est tenu compte s'il paraît clair qu'ils seront mis en œuvre sous une forme proche de celle qui a été annoncée. Lorsqu'on ne dispose pas d'informations suffisantes pour déterminer quels seront les résultats budgétaires, on présume que les soldes primaires sous-jacents resteront inchangés par rapport au PIB potentiel, ce qui suppose l'absence de modification discrétionnaire de l'orientation de la politique budgétaire. Pour les pays de la zone euro, les objectifs indiqués dans les Programmes de stabilité sont également pris en compte.

S'agissant de la politique monétaire, les hypothèses relatives au profil d'évolution des taux d'intérêt directs représentent le résultat le plus probable, sur la base des prévisions de l'OCDE concernant l'activité économique et l'inflation, ces prévisions pouvant être différentes de la trajectoire indiquée par les autorités monétaires.

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

Les prévisions reposent sur l'hypothèse que les taux de change resteront aux niveaux observés à la date du 28 octobre 2019, où le dollar des États-Unis valait 108.7 JPY, 0.90 EUR (ce qui signifie que l'euro valait 1.11 USD) et 7.07 CNY.

Il est supposé que le cours du baril de pétrole brut de référence Brent restera constant à 60 USD pendant toute la période considérée. On pose comme hypothèse que les prix des produits de base non pétroliers resteront également inchangés au cours de la période considérée, à leurs niveaux moyens de septembre 2019.

Les prévisions relatives au Royaume-Uni reposent sur l'hypothèse technique d'un Brexit sans heurt assorti d'une période de transition se prolongeant au-delà de 2021, après la sortie officielle de l'Union européenne. Il est présumé que la fin de la période de transition se déroulera de manière fluide, mais que l'issue définitive de l'accord sur les relations futures entre l'Union européenne et le Royaume-Uni restera incertaine en 2020 et 2021.

Aux fins de l'établissement des prévisions, on suppose que les droits de douane imposés ou annoncés en 2018 et 2019 par les États-Unis et la Chine sur leurs échanges bilatéraux seront maintenus en 2020 et 2021, mais on pose comme hypothèse qu'aucune mesure supplémentaire ne sera prise.

Ces prévisions ont été établies à partir d'informations collectées jusqu'à la date du 14 novembre 2019.



Extrait de :  
**OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 2**

Accéder à cette publication :  
<https://doi.org/10.1787/9b89401b-en>

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

OCDE (2019), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 2*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/ffe113c8-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, ainsi que les données et cartes qu'il peut comprendre, sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région. Des extraits de publications sont susceptibles de faire l'objet d'avertissements supplémentaires, qui sont inclus dans la version complète de la publication, disponible sous le lien fourni à cet effet.

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes :  
<http://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.