

## Chapitre 1

# ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

## Résumé

- La croissance et les échanges mondiaux devraient se redresser à un rythme modéré tout au long de 2014 et 2015.
- Dans les économies de l'OCDE, l'activité sera stimulée par des politiques monétaires accommodantes, des conditions financières favorables et la dissipation de l'effet de freinage dû à l'assainissement des finances publiques. Cependant, le chômage ne devrait reculer que légèrement, avec 11¼ millions de chômeurs de plus à la fin de 2015 qu'au début de la période de crise, et les tensions inflationnistes seront peu marquées.
- La croissance dans plusieurs grandes économies de marché émergentes devrait rester peu soutenue par rapport aux niveaux passés, la rigueur des conditions financières et de crédit et le durcissement antérieur de l'action publique faisant sentir leurs effets, et les contraintes du côté de l'offre pesant également sur la croissance de la production potentielle.
- Aux États-Unis, la reprise devait continuer à s'accélérer, faisant baisser le chômage et réduisant le volant de capacités inutilisées, tandis que l'inflation progressera jusqu'à un niveau proche de l'objectif fixé. Le redressement de l'activité devrait être moins marqué dans la zone euro, où le chômage restera élevé et où les pressions déflationnistes ne décroîtront que lentement. Le renforcement de l'assainissement budgétaire bridera la dynamique de la croissance au Japon, mais l'inflation sous-jacente pourrait poursuivre sa progression, hors effets de la fiscalité indirecte, tout en restant sous l'objectif fixé.
- Les mécanismes accélérateurs normaux jouant sur la demande, l'assainissement des bilans des entreprises et la dissipation des incertitudes devraient contribuer à relancer progressivement l'investissement productif et, partant, à accentuer l'intensité des échanges.
- La politique monétaire doit rester accommodante, surtout dans la zone euro, où une nouvelle baisse des taux d'intérêt est justifiée compte tenu de la faiblesse de l'inflation, et au Japon, où les achats d'actifs devraient se poursuivre comme prévu. Aux États-Unis, où la reprise est plus fermement ancrée, les achats d'actifs devraient cesser en 2014 et les autorités devraient amorcer un relèvement des taux directeurs courant 2015. En Chine, la politique monétaire devra être assouplie en cas de fléchissement prononcé de la croissance.
- Le ralentissement envisagé du rythme de l'assainissement des finances publiques aux États-Unis et dans certains pays de la zone euro est justifié compte tenu des efforts passés, mais un assainissement budgétaire rigoureux devrait se poursuivre sans interruption au Japon eu égard au niveau élevé de l'endettement public.
- Des réformes structurelles restent impératives dans toutes les économies pour conforter la résilience et l'inclusivité, affermir la croissance et les perspectives d'emploi et atténuer à la fois les déséquilibres extérieurs et la charge budgétaire à long terme.
- D'importants risques entourent les projections de référence. Ceux-ci sont encore orientés à la baisse en dépit de l'amélioration des perspectives.
- Ni l'ampleur du ralentissement, ni la fragilité du système bancaire en Chine ne peuvent être appréciés avec certitude. Des risques subsistent également du fait de l'interaction possible des vulnérabilités

financières de certaines économies de marché émergentes et de la normalisation future de la politique monétaire aux États-Unis. Les événements en Ukraine ont en outre accentué l'incertitude géopolitique.

- Dans la zone euro, l'inflation pourrait s'affaiblir encore si la croissance se révèle décevante, si l'euro s'apprécie encore, ou en cas de désancrage des anticipations d'inflation. Du fait de la persistance des fragilités financières, il est aussi urgent d'assainir le secteur bancaire, d'achever la mise en place d'une union bancaire à part entière et de préserver la dynamique des réformes. L'évaluation complète des banques de la zone euro doit permettre de disposer d'estimations fiables de leurs besoins de fonds propres et être suivie de recapitalisations rapides ou, au besoin, de procédures de résolution.
- La croissance de la production et de l'investissement pourrait ménager de bonnes surprises si la demande non satisfaite et la progression du taux de formation des ménages venaient à stimuler l'activité plus rapidement que prévu aux États-Unis, et si les résultats positifs de l'évaluation complète des banques de la zone euro amélioraient la confiance et atténuaient la fragmentation du secteur financier.

**La reprise mondiale se renforce, mais les risques restent orientés vers une divergence à la baisse par rapport aux prévisions**

## Introduction

La reprise mondiale devrait légèrement se renforcer en dépit de certaines fragilités à court terme et de risques et vulnérabilités encore importants. Cette année, la croissance mondiale devrait s'établir juste en-deçà de 3½ pour cent, soit un peu moins que prévu dans les *Perspectives économiques* de novembre, en raison de la modération de l'activité dans les grandes économies de marché émergentes, en particulier la Chine, mais elle devrait se redresser pour atteindre quelque 4 % en 2015 (tableau 1.1). Des politiques monétaires toujours accommodantes, conjuguées aux retombées continues des améliorations antérieures de la situation financière et au ralentissement de l'effort d'assainissement des finances publiques, soutiendront l'activité dans les économies de l'OCDE, même si la croissance est appelée à être plus soutenue aux États-Unis qu'au Japon et dans la zone euro. Compte tenu du rythme modéré de la

Tableau 1.1. **La reprise mondiale regagnera lentement du terrain**

Total OCDE (sauf indication contraire)

	Moyenne						2013	2014	2015
	2001-2010	2011	2012	2013	2014	2015	T4 / T4		
Pourcentage									
<b>Croissance du PIB en volume<sup>1</sup></b>									
Monde <sup>2</sup>	3.4	3.7	3.0	2.8	3.4	3.9	3.2	3.5	3.9
OCDE <sup>2</sup>	1.7	2.0	1.5	1.3	2.2	2.8	2.0	2.4	2.8
États-Unis	1.6	1.8	2.8	1.9	2.6	3.5	2.6	2.7	3.6
Zone euro	1.1	1.6	-0.6	-0.4	1.2	1.7	0.5	1.4	1.8
Japon	0.8	-0.5	1.4	1.5	1.2	1.2	2.5	1.0	0.9
Non-OCDE <sup>2</sup>	6.9	6.4	5.2	5.0	4.9	5.3	4.9	5.0	5.3
Chine	10.5	9.3	7.7	7.7	7.4	7.3	7.6	7.4	7.2
<b>Écart de production<sup>3</sup></b>	0.3	-2.0	-2.2	-2.5	-2.2	-1.6			
<b>Taux de chômage<sup>4</sup></b>	6.8	7.9	7.9	7.9	7.5	7.2	7.7	7.4	7.1
<b>Inflation<sup>5</sup></b>	2.2	2.5	2.0	1.4	1.6	1.9	1.3	1.8	2.0
<b>Solde des administrations publiques<sup>6</sup></b>	-3.9	-6.5	-5.9	-4.6	-3.9	-3.2			
<i>Pour mémoire</i>									
<b>Croissance du commerce mondial</b>	4.9	6.5	3.2	3.0	4.4	6.1	4.0	4.9	6.4

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

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

3. Pourcentage du PIB potentiel.

4. Pourcentage de la population active.

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

6. Pourcentage du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933054645>

reprise, le taux de chômage dans la zone OCDE pourrait ne reculer que de ½ point de pourcentage en 2014-2015 pour s'établir à 7.1 pour cent d'ici à la fin de 2015, le nombre de chômeurs restant encore de 11¼ millions de personnes supérieur à celui du début de 2008. De ce fait, l'inflation demeurera faible, notamment dans la zone euro. Dans les grandes économies de marché émergentes, qui n'ont pas renoué avec leur ancien dynamisme, la croissance devrait rester proche des taux actuels, à mesure que la rigueur des conditions financières et le durcissement passé des politiques publiques font sentir leurs effets. Tout bien pesé, les risques restent plutôt orientés à la baisse, malgré l'amélioration des perspectives économiques, compte tenu des préoccupations suscitées par l'incertitude des perspectives d'évolution en Chine, de l'impact que les mesures prises en vue d'une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis peut avoir sur certaines économies de marché émergentes, des difficultés budgétaires du Japon et, dans la zone euro, de la persistance de fragilités financières et d'éventuelles nouvelles pressions déflationnistes. L'incertitude géopolitique s'est également accentuée, en partie du fait des événements en Ukraine. Du côté positif, certaines de ces préoccupations pourraient s'atténuer plus rapidement qu'escompté et l'investissement se révéler plus soutenu que prévu si, par exemple, l'examen de la qualité des actifs affermissait la confiance dans les banques de la zone euro et si la demande non satisfaite stimulait l'activité aux États-Unis plus vite qu'escompté.

**Une politique monétaire soutenant l'activité et des réformes structurelles sont encore indispensables, mais à des degrés divers, dans les pays de l'OCDE**

Compte tenu de la modestie de la reprise, du chômage élevé, du volant toujours important, selon les estimations, de ressources inutilisées, de la modération de l'inflation et des risques orientés à la baisse, il est encore indispensable de mettre en œuvre des politiques monétaires accommodantes dans les principales régions de l'OCDE. Aux États-Unis, où la reprise sous-jacente est plus fermement ancrée, la réduction progressive de la relance monétaire devrait se poursuivre ces deux prochaines années, même si les taux directeurs doivent rester très inférieurs aux niveaux observés dans le passé. En revanche, l'accompagnement monétaire doit être renforcé comme prévu au Japon, et la politique monétaire doit être encore assouplie dans la zone euro, de nouvelles mesures de relance non conventionnelles étant nécessaires au cas où l'inflation ne devait montrer aucun signe de retour vers la cible de 2%. Il faudrait mettre au point dès que possible des instruments micro et macroprudentiels et en faire pleinement usage, s'il y a lieu, pour éviter d'éventuels excès en matière de crédit et les bulles des prix des actifs qui pourraient en découler sur certains marchés. Vu que la dette publique est déjà élevée, et continue à croître, les possibilités d'accompagnement budgétaire sont limitées. Néanmoins, du fait de l'important effort d'assainissement déjà consenti, le ralentissement programmé des améliorations budgétaires structurelles est justifié aux États-Unis et dans certains pays de la zone euro, alors qu'au Japon le processus d'assainissement devrait se poursuivre sans interruption compte tenu des difficultés budgétaires écrasantes du pays. Les économies de l'OCDE doivent

aussi poursuivre les réformes structurelles pour améliorer la résilience et l'inclusivité, accélérer la reprise et améliorer les résultats économiques à moyen terme afin de faire baisser durablement le chômage, résorber les déséquilibres extérieurs et alléger la charge budgétaire à long terme.

**Les économies de marché émergentes sont confrontées à des enjeux différents**

Les impératifs de politique économique sont variables d'une économie de marché émergente à l'autre. La Chine se heurte à un dilemme complexe, car la préservation d'une forte dynamique de croissance pourrait exiger la mise en œuvre de mesures à même d'aviver les risques pour la stabilité financière et les finances publiques. Des mesures prudentielles devraient être utilisées pour freiner progressivement l'accroissement rapide du crédit, et des contraintes budgétaires plus rigoureuses devraient être imposées aux autorités locales, ce qui contribuerait à rééquilibrer l'économie en faveur de la consommation intérieure et à minimiser les risques de turbulences financières. Si la croissance se ralentissait soudainement, la politique monétaire devrait être assouplie. Dans les autres économies de marché émergentes, l'orientation appropriée de la politique monétaire dépendra de l'évolution de l'inflation et des taux de change. Dans ces économies, il conviendrait de réengager des réformes structurelles propices à la croissance pour favoriser une amélioration des fondamentaux économiques et stimuler la confiance des investisseurs.

Le présent chapitre s'articule comme suit. Sont abordées tout d'abord les questions transversales ayant une incidence importante sur la dynamique de la reprise mondiale et sur les autres mécanismes à l'œuvre. Les sections suivantes présentent les prévisions, ainsi que leurs conséquences pour l'inflation, les marchés du travail et les soldes extérieurs, et passent en revue les principaux impératifs de politique macroéconomique. Des indicateurs des vulnérabilités financières potentielles sont présentés en annexe.

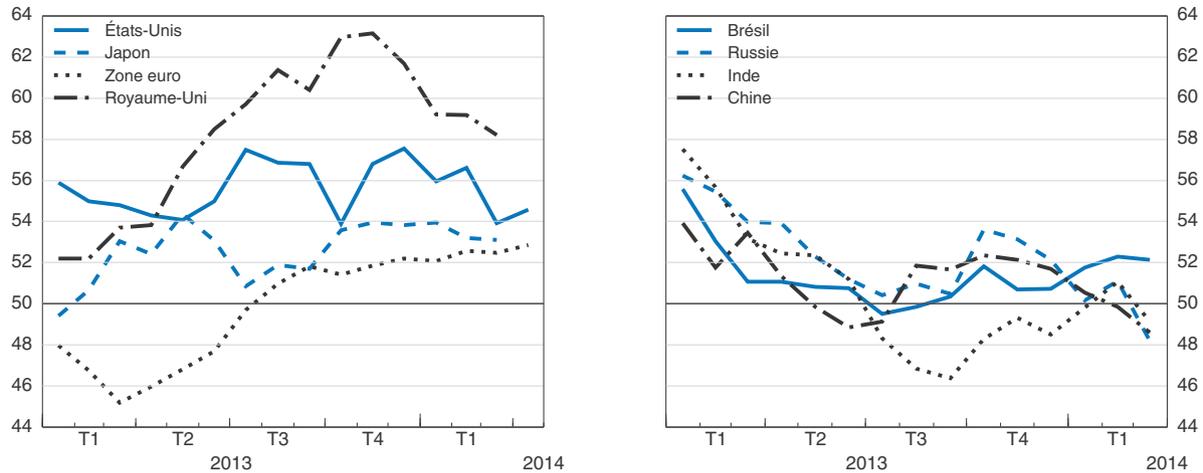
### **Principaux facteurs influant sur les perspectives économiques**

**Les récents indicateurs, en demi-teinte, sont influencés par des facteurs ponctuels**

La croissance mondiale s'est accélérée au deuxième semestre de 2013, grâce à un redressement de la demande finale privée dans plusieurs grandes économies de l'OCDE, à une croissance plus forte des échanges dans les économies de marché émergentes et à l'effet de stimulation provisoire exercé par la hausse du niveau des stocks. Plus récemment, les incertitudes relatives au rythme de la reprise à court terme se sont accentuées, en raison, d'une part, de facteurs ponctuels, comme des conditions météorologiques inhabituelles, des dépenses temporaires liées à la fiscalité et une modération de l'accumulation des stocks qui compliquent l'interprétation des évolutions intervenues dans certaines économies au premier trimestre de 2014 – notamment les États-Unis, le Canada, l'Allemagne et le Japon. Il y a également eu la confirmation d'un nouveau fléchissement de la croissance en Chine et éventuellement dans certaines autres grandes économies de marché émergentes récemment touchées par

des turbulences financières. Les indicateurs établis à partir d'enquêtes ont également divergé selon les pays. Certains indicateurs prospectifs, comme celui des nouvelles commandes à l'industrie, se maintiennent bien dans les grands pays de l'OCDE, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais se situent à des niveaux bien moins favorables dans les grandes économies non-membres de l'OCDE (graphique 1.1).

Graphique 1.1. **Les nouvelles commandes sont plus vigoureuses dans la zone OCDE que dans la plupart des BRIC**



Note : Ce graphique repose sur les données des indices composites des nouvelles commandes obtenues à partir des enquêtes des directeurs d'achats.

Source : Markit.

### **Le ralentissement de l'activité dans les économies de marché émergentes**

**Les préoccupations relatives à la dynamique de la croissance en Chine et dans d'autres économies émergentes se sont accentuées**

Dans plusieurs économies de marché émergentes, la croissance du PIB au deuxième semestre de 2013 était en fait plus faible que ne le prévoyait l'OCDE en novembre dernier. Les indicateurs rendant compte de la situation actuelle et des perspectives à court terme pour les BRIICS sont également quelque peu inférieurs aux prévisions antérieures, même s'ils se sont légèrement améliorés pour l'Inde et le Brésil, à partir, il est vrai, de niveaux relativement faibles. Ces évolutions sont dues en partie au durcissement des conditions financières (voir plus loin). En Chine, la croissance semble se modérer. Les indices des directeurs d'achat établis à partir d'enquêtes ont reculé et la progression des prix de détail s'est ralentie (graphique 1.1). Les signes montrent, en outre, que l'ajustement nécessaire du marché immobilier pourrait s'être amorcé, la progression des prix et des ventes de logements s'étant essouffée au début de 2014. L'évolution récente de la croissance des économies de marché émergentes devrait être analysée au regard des prévisions de croissance des BRIICS, déjà revues à la baisse l'an dernier, et du tassement de leurs taux de croissance potentiels estimés.

**Les conditions financières se sont quelque peu durcies en Chine...**

En Chine, en dépit d'un assouplissement récent, les conditions, financières se sont quelque peu durcies au cours du dernier semestre. Les perspectives économiques de plus en plus incertaines et la riposte des autorités, ainsi que les risques liés à la persistance d'une forte expansion du crédit au début de 2014 malgré les mesures de restriction prises par les pouvoirs publics, sont autant de facteurs qui ont pesé sur les prix des actions et se sont traduits par une légère augmentation des rendements des obligations d'État à long terme. Le taux de change effectif nominal est resté plus élevé que l'an passé, malgré sa récente dépréciation suite aux tentatives engagées par les autorités pour limiter les opérations de portage induites par les anticipations d'une appréciation durable du yuan et par l'élargissement de la fourchette de fluctuation quotidienne du taux de change entre le yuan et le dollar. En revanche, après avoir récemment augmenté, les taux interbancaires sont revenus à des niveaux inférieurs à ceux du second semestre de 2013.

**... et sous l'effet de la plus grande volatilité des marchés de capitaux...**

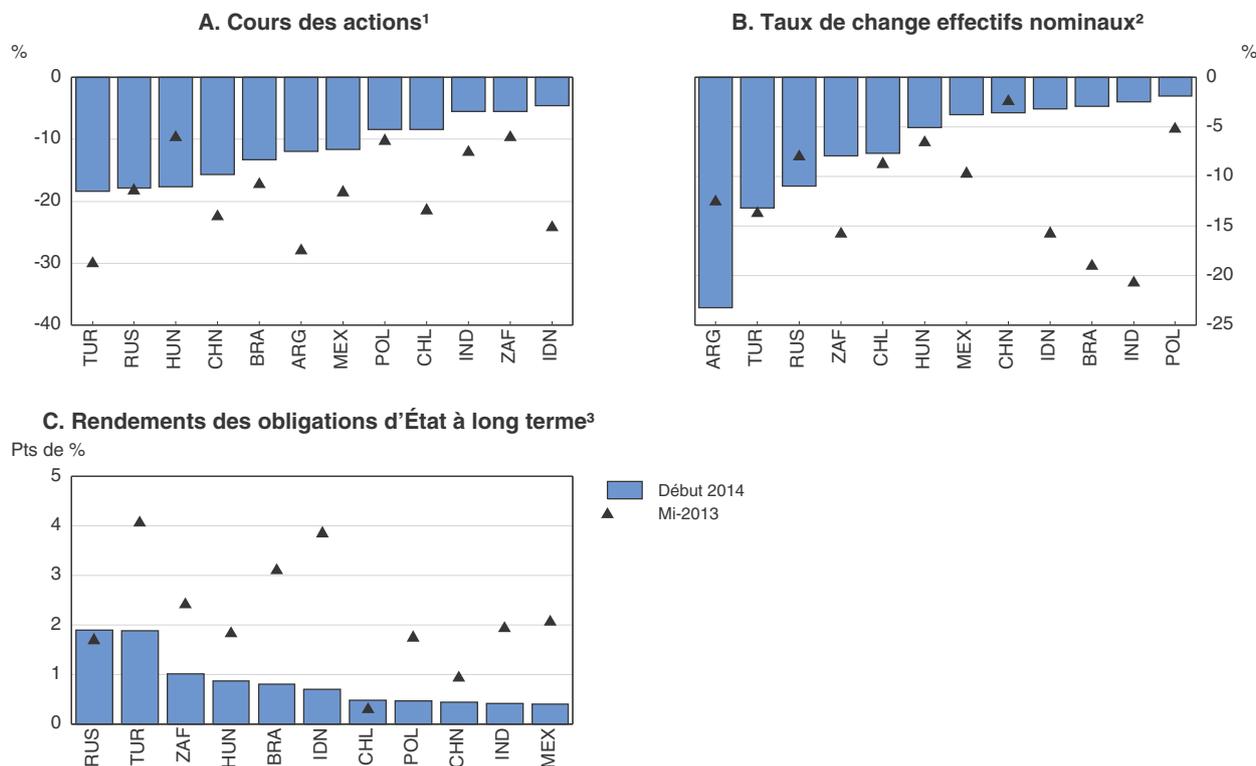
Début 2014, plusieurs économies émergentes autres que la Chine ont pâti d'un nouvel accès de volatilité des marchés de capitaux, ce qui a eu pour conséquence un durcissement de plus en plus prononcé des conditions financières même si les corrections des prix des actifs ont été moins importantes et moins différenciées qu'à la mi-2013. Avec en toile de fond la réduction des achats d'actifs par la Réserve fédérale des États-Unis, la conjonction de la montée des incertitudes géopolitiques et économiques, imputable notamment à la situation en Turquie et en Argentine et, plus récemment, aux événements survenus en Ukraine, et de la publication, début 2014, de chiffres inférieurs aux prévisions a entraîné une nouvelle détérioration de la confiance des investisseurs dans nombre d'économies de marché émergentes. Cette perte de confiance a déclenché des sorties de capitaux et a en outre pesé sur les taux de change et sur les prix des obligations et des actions. En réaction, plusieurs banques centrales ont relevé les taux directeurs, notamment en Turquie, et certaines sont intervenues sur les marchés des changes.

**... dans plusieurs autres économies émergentes, le durcissement a été encore plus marqué, quoique d'une ampleur toutefois inférieure à celle observée à la mi-2013**

Au début de l'année 2014, les corrections des prix des actifs ont été cependant moins vigoureuses qu'à la mi-2013 (graphique 1.2) et les effets de contagion entre les économies de marché émergentes ont été moins importants. Ainsi, les cours de change se sont à peine dépréciés durant la période de turbulences au Brésil, en Inde et en Indonésie, ce qui semble être lié à l'amélioration récente des soldes extérieurs (en Inde et en Indonésie), à un relèvement des taux directeurs (au Brésil, en Inde et en Indonésie) et à l'amélioration du cadre de politique monétaire (en Inde). Dans plusieurs économies de marché émergentes, les cours de change se sont ensuite appréciés, ce qui a plus que compensé les dépréciations du début de 2014 et les rendements des obligations d'État à long terme se sont stabilisés, voire ont régressé. Néanmoins, les conditions financières globales des économies de marché émergentes, hormis la Chine, se sont nettement durcies depuis la mi-2013, le relèvement des taux directeurs et des rendements obligataires n'ayant été que partiellement compensé par

### Graphique 1.2. Les turbulences financières étaient moins fortes au début de 2014 qu'à la mi-2013 dans les économies de marché émergentes

En pourcentage



1. Variation en pourcentage entre le point haut et le point bas atteints sur la période allant du 2e trimestre 2013 au 3e trimestre 2013 pour la mi-2013, et sur la période allant de décembre 2013 à fin mars 2014 pour début 2014. Les cours des actions sont exprimés en monnaie nationale.
2. Variation en pourcentage entre le point haut et le point bas atteints sur la période allant du 2e trimestre 2013 au 3e trimestre 2013 pour la mi-2013, et sur la période allant de décembre 2013 à fin mars 2014 pour début 2014. Une baisse du taux de change effectif nominal signifie que la monnaie se déprécie.
3. Variation en points de pourcentage entre le point haut et le point bas atteints sur la période allant du 2e trimestre 2013 au 3e trimestre 2013 pour la mi-2013, et sur la période allant de décembre 2013 à fin mars 2014 pour début 2014.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95 ; et Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053182>

les cours de change effectifs nominaux, qui sont restés de 10 % à 20 % inférieurs à leur niveau d'il y a un an. Même si elles ont amélioré les perspectives commerciales, les dépréciations ont alourdi la charge de la dette libellée en devises étrangères et accentué les tensions inflationnistes.

#### Le risque de crise financière dans les économies de marché émergentes a reculé, mais des vulnérabilités subsistent

La réaction des marchés de capitaux des économies de marché émergentes face à la réduction progressive des achats d'actifs de la Réserve fédérale ayant été plus faible et plus modulée début 2014 qu'à la mi-2013 (lorsque les discussions à ce sujet ont débuté), les risques d'une crise financière dans ces économies se sont atténués. Grâce à des taux de change flexibles, à de plus grandes réserves de change et à des institutions financières qui se sont dotées d'un coussin de fonds propres plus important qu'avant les chocs événementiels précédents, tels ceux qui ont frappé l'Asie et la Russie en 1997-1998, la plupart des économies de marché émergentes semblent également moins vulnérables face aux

crises financières qu'auparavant. Néanmoins, on ne saurait exclure l'éventualité de graves turbulences financières dans certaines d'entre elles à mesure que la politique monétaire américaine se normalisera et que les taux d'intérêt à long terme augmenteront (Rawdanowicz et al., 2014). Plusieurs économies de marché émergentes sont toujours très dépendantes des entrées d'investissements de portefeuille et des prêts à court terme de banques étrangères, les instruments de dette représentant une forte proportion du total de leurs engagements extérieurs et leurs entreprises nationales détenant une dette importante libellée en devises étrangères. En Chine, il n'est pas certain que les autorités réussiront, d'une part, à ralentir l'expansion rapide du crédit dans un contexte de montée des risques pour la stabilité financière (encadré 1.1) et, de l'autre, à freiner l'investissement pour rééquilibrer la croissance au profit de la consommation, sans effets perturbateurs. Les économies de marché émergentes entrant pour une plus grande part qu'auparavant dans le PIB mondial, un ralentissement marqué dans ces économies pourrait avoir une incidence non négligeable sur la croissance mondiale. Bien que des simulations réalisées à l'aide d'un modèle montrent qu'en l'absence de crise financière majeure, un ralentissement de l'activité dans les économies de marché émergentes, fut-il prononcé, n'aurait pas d'effets importants sur les grandes régions de la zone OCDE<sup>1</sup>, ces résultats ne

#### Encadré 1.1. **Risques présents dans le système financier chinois et éventuels effets d'entraînement à l'échelon international**

Le secteur bancaire commercial réglementé en Chine a désormais atteint une ampleur importante, avec des actifs totaux qui dépassaient 200 % du PIB fin 2012 (voir tableau ci-dessous), soit un niveau inférieur à la moyenne des pays de l'OCDE, mais nettement supérieur à celui des autres BRIICS. Ce développement a été associé à une expansion rapide des créances intérieures des institutions de dépôt (comprenant les banques commerciales, la banque centrale et d'autres établissements bancaires), dont la part dans le PIB s'est accrue de 30 % de 2008 à 2012, année où elles ont atteint 155 % du PIB. Un rythme aussi soutenu, qui a souvent, dans le passé, été annonciateur de crises financières dans les pays avancés (Zhang et Chen, 2013), suscite des inquiétudes quant à la solvabilité et à la stabilité financière, notamment parce que la croissance économique semble appelée à être inférieure, ces prochaines années, aux niveaux des cinq dernières années. Le secteur bancaire commercial réglementé paraît toutefois bien capitalisé (voir tableau ci-dessous) et est en passe d'être soumis à des réglementations plus strictes que celles envisagées dans le cadre de Bâle III. Le volume des prêts improductifs est peu élevé et le provisionnement des pertes par les banques est substantiel. Cette situation donne à penser que les banques sont dotées d'un coussin de fonds propres étoffé pour absorber les pertes en cas de choc négatif. Pourtant, il se peut que certains indicateurs du secteur bancaire ne rendent pas compte comme il le faudrait des expositions hors bilan et plusieurs risques sont présents.

1. Les simulations réalisées à l'aide du modèle macroéconomique mondial NiGEM tendent à démontrer qu'une diminution de 2 points de pourcentage de la demande intérieure dans les principales économies de marché émergentes, y compris la Chine, pourrait entraîner une baisse de la croissance du PIB de la zone OCDE de l'ordre de ½ point de pourcentage la première année, l'économie des Etats-Unis étant relativement peu touchée par rapport à celle du Japon, vu l'intégration commerciale différente de ces deux pays avec les économies non-membres de l'OCDE (Ollivaud et al., 2014).

### Encadré 1.1. Risques présents dans le système financier chinois et éventuels effets d'entraînement à l'échelon international (suite)

L'expansion du crédit se produit de plus en plus en dehors du secteur bancaire réglementé, ce qui conduit à un accroissement rapide de ce que l'on appelle le système bancaire parallèle (voir graphique ci-dessous), même si celui-ci est encore de taille relativement limitée par rapport à son importance dans nombre de pays avancés de l'OCDE (CSF, 2013). La fourchette d'estimation de la taille du secteur parallèle est large, puisqu'elle se situait entre 44 % et 69 % du PIB fin 2012<sup>1</sup>. L'essor du système parallèle fait suite au durcissement de la réglementation applicable à l'activité bancaire classique visant à limiter la croissance du crédit depuis 2010 et au plafonnement de la rémunération des dépôts, alors même qu'il existe une demande de crédit non satisfaite et que les particuliers fortunés et les entreprises disposant d'une importante trésorerie sont en quête de rendements élevés. Les produits les plus prisés du système parallèle sont notamment les produits de gestion de fortune et les produits fiduciaires qui, ensemble, représentaient, selon les estimations, plus de 35 % du PIB en 2013 (voir graphique ci-dessous). Les produits de gestion de fortune sont des produits d'investissement à court terme (jusqu'à un an). Les banques encadrées commercialisent ces produits et gèrent des placements mutualisés en hors bilan en investissant principalement dans des obligations à long terme. Les produits de gestion de fortune permettent aux banques qui les commercialisent de sortir de leur bilan certains de leurs actifs afin de faire baisser les réserves obligatoires couvrant les exigibilités correspondant aux dépôts, et d'afficher un niveau de dépôts satisfaisant en fixant la date d'expiration des produits de gestion de fortune à la fin de la période de référence (FMI, 2012b), qui est postérieure au délai de conservation des réserves obligatoires. Les produits fiduciaires sont des produits d'investissement à long terme et les sociétés fiduciaires prêtent les fonds qui leur sont confiés par leurs clients pour financer des projets immobiliers ou industriels ou les investissent dans des produits financiers.

#### Échantillon d'indicateurs du secteur bancaire

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Institutions bancaires</b>							
Total des actifs (en milliers de milliards CNY)	53.1	63.2	79.5	95.3	113.3	133.6	151.4
Total des actifs (en % du PIB)	199.8	201.1	233.2	237.4	239.5	257.5	266.2
<b>Banques commerciales</b>							
Total des actifs (CNY tr) <sup>1</sup>	41.0	47.8	61.5	74.2	88.4	104.6	117.4
Total des actifs (en % du PIB)	154.2	152.3	180.4	184.7	186.9	201.5	206.4
Ratio de liquidité	37.7	46.1	42.4	42.2	43.2	45.8	44.0
Ratio des prêts improductifs	6.1	2.4	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0
Ratio de provisionnement	41.4	116.6	153.2	217.7	278.1	295.5	282.7
Ratio de levier <sup>1,2</sup>	5.5	6.0	5.5	6.1	6.4	6.5	7.1
Ratio d'adéquation des fonds propres <sup>3</sup>	..	..	11.4	12.2	12.7	13.3	12.2
Ratio d'adéquation des fonds propres de base <sup>4</sup>	..	..	9.2	10.1	10.2	10.6	10.0

Note : En pourcentage, sauf indication contraire.

1. Le chiffre pour 2013 a été calculé à l'aide d'estimations de l'OCDE des actifs et passifs totaux des banques rurales commerciales et des banques étrangères.

2. Total du capital social sur total de l'actif.

3. Fonds propres de catégorie 1 nets par rapport aux actifs pondérés des risques.

4. Les données pour 2013 ne sont pas pleinement comparables à celles des années précédentes en raison d'une modification du mode de calcul.

Source : Commission chinoise de réglementation bancaire (CBRC) et estimations de l'OCDE.

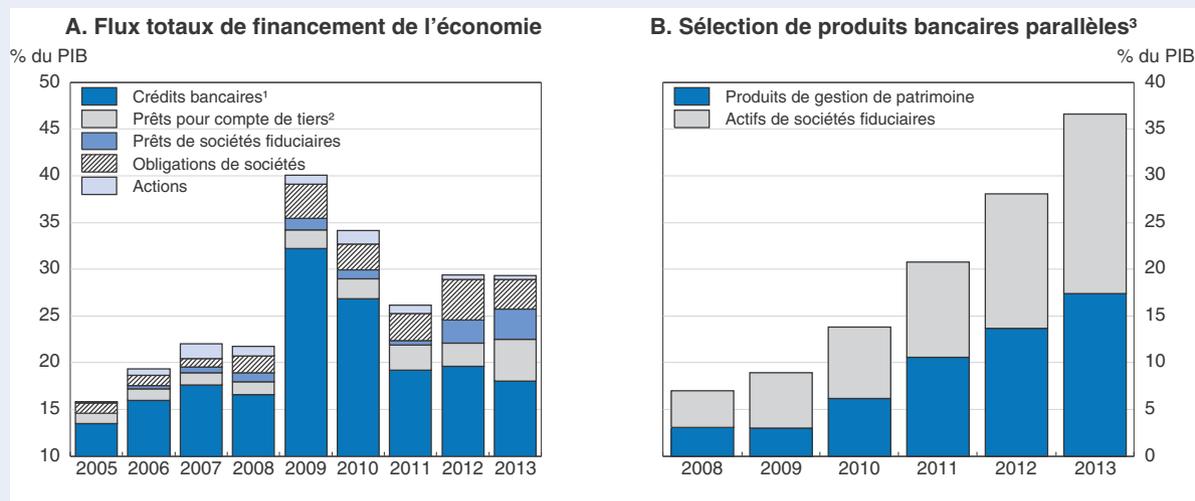
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933054740>

### Encadré 1.1. Risques présents dans le système financier chinois et éventuels effets d'entraînement à l'échelon international (suite)

Les banques du système parallèle et les banques réglementées s'exposent aux risques afférents aux structures de financement des collectivités locales (SFCL) en consentant des prêts à ces structures et en investissant dans leurs obligations, au détriment éventuel de la qualité de leurs actifs. Les SFCL ont été mises en place par les collectivités locales pour financer des projets d'infrastructure ainsi que des projets immobiliers publics. Leur dette a rapidement progressé ces dernières années pour atteindre, selon les estimations, 19 000 milliards CNY, soit 37 % du PIB, fin 2012. Selon certaines analyses, près de la moitié de cette dette serait improductive en l'absence de subventions budgétaires et de pratiques comptables particulières permettant aux SFCL de sous-estimer leurs coûts financiers en capitalisant leurs charges d'intérêt (Zhang et al., 2013).

Le secteur bancaire est sensible aux baisses des prix immobiliers car environ 30 % du total des prêts bancaires, y compris les prêts aux SFCL, sont affectés au secteur de l'immobilier<sup>2</sup>. Le recul des prix réduira la rentabilité effective et attendue des projets immobiliers dont dépend la capacité de remboursement, ce qui met en danger les créanciers. Les conséquences défavorables de cette situation pourraient être amplifiées par des effets de rétroaction négatifs entre l'économie réelle, les prix de l'immobilier et le secteur financier. Ces effets de rétroaction dépendraient dans une large mesure de la capacité et de la volonté des collectivités locales d'accorder des soutiens budgétaires aux SFCL défailtantes, ce qui n'est pas sans conséquence pour leurs créanciers. Les collectivités locales n'ont toutefois presque aucune latitude pour modifier le taux et la base d'imposition (OCDE, 2013a) et leurs recettes sont largement tributaires des ventes de terrains (FMI, 2013). De ce fait, toute baisse de leurs recettes pourrait se traduire par une diminution du soutien financier qu'elles accordent aux SFCL et, par contrecoup, réduire l'investissement public et fragiliser les bilans bancaires. Le cas échéant, les collectivités locales pourraient être incitées à accélérer les ventes de terrain, ce qui amplifierait encore la baisse des prix initiale (OCDE, 2013c).

#### Le crédit a augmenté rapidement



1. Recouvre les prêts bancaires libellés en monnaie locale et en devises ainsi que les acceptations bancaires.
2. Crédits que s'accordent les entreprises entre elles par l'intermédiaire des banques.
3. Les données correspondent aux encours en fin d'année, sauf pour la valeur des produits de gestion de patrimoine en 2013 qui est celle de fin septembre. Les données ne sont pas corrigées des éventuels chevauchements entre les produits de gestion de patrimoine et les actifs de sociétés fiduciaires, ou les produits de gestion de patrimoine vendus par les sociétés fiduciaires.

Source : Banque populaire de Chine ; Commission chinoise de réglementation bancaire (CCRB) ; Kwan (2014) ; Bureau national des statistiques (BNS) de Chine ; et China Trustee Association.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053049>

### Encadré 1.1. Risques présents dans le système financier chinois et éventuels effets d'entraînement à l'échelon international (suite)

Il existe en outre un risque de désengagement brutal vis-à-vis des produits du secteur bancaire parallèle du fait que la plupart d'entre eux ne sont pas assortis d'une garantie explicite du principal. En cas de non remboursement de ces produits empêchant la récupération du principal, une panique à l'égard des produits du secteur bancaire parallèle ne serait pas à exclure. Une telle éventualité serait toutefois moindre si les banques qui les commercialisent et les sociétés fiduciaires remboursaient ces produits par crainte d'une atteinte à leur réputation, même si ces renflouements s'accompagnaient, de la part des institutions financières qui les mènent à bien, d'une hausse de la demande de liquidité. Ce risque pourrait se matérialiser cette année, une importante partie des produits des sociétés fiduciaires arrivant à échéance en 2014. La forte interdépendance des banques réglementées et des produits relevant des activités bancaires parallèles met en évidence l'importance systémique de ces produits.

Le risque d'une crise systémique du secteur financier chinois dépendra des mesures prises par les autorités. Celles-ci ont déjà mis en œuvre certaines réglementations microprudentielles pour limiter les financements accordés aux SFCL et renforcer la surveillance des produits de gestion de fortune. Reste à savoir si ces mesures seront efficaces<sup>3</sup>. Le gouvernement central semble disposer d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante pour renflouer les SFCL et les institutions financières défaillantes afin de réduire au minimum le risque de contagion. L'État central est un grand propriétaire terrien et un actionnaire de premier plan (Ueda et Gomi, 2013) et sa dette officielle s'élevait à 9 400 milliards CNY fin 2012 (soit 18 % du PIB) (Cour des comptes, 2013). Cela étant, le coût budgétaire pourrait être très élevé, du fait l'ampleur des engagements conditionnels de l'État et de la sous-estimation de la taille des engagements des SFCL<sup>4</sup>. Une telle intervention pourrait en outre accentuer l'aléa moral. Le sauvetage récent d'un établissement commercialisant des produits fiduciaires (Credit Equals Gold No.1) pourrait convaincre encore plus certains investisseurs que les institutions financières liées et les pouvoirs publics pourraient procéder à l'avenir à d'autres opérations de renflouement.

Le risque de retombées sur le secteur financier et les échanges internationaux pourrait être plus important que ne le laissent supposer les interactions directes, prises isolément. Le secteur bancaire chinois n'est pas fortement intégré dans les marchés mondiaux des capitaux, ce qui signifie que les effets d'entraînement financiers seront limités. Les banques étrangères représentaient moins de 2 % du total des actifs du secteur bancaire chinois fin 2012 et les créances financières de pays de l'OCDE sur les banques chinoises sont très peu élevées (elles sont inférieures à 1 % du PIB, sauf pour ce qui est du Royaume-Uni). Des turbulences financières en Chine pourraient toutefois déprécier encore la valeur de l'actif des investisseurs internationaux et dégrader leur confiance, ce qui nuirait à la stabilité financière d'autres économies de marché émergentes. Ces retombées pourraient en particulier se matérialiser par l'intermédiaire de Hong Kong où de grandes banques et entreprises chinoises sont très présentes sur les marchés d'actions<sup>5</sup>. Avec une croissance économique dépendante du crédit, le ralentissement de l'activité de prêt induit par les politiques publiques ou une crise financière frappant le secteur bancaire pourrait peser sur la croissance intérieure et se propager à d'autres pays par le biais des échanges. Les simulations effectuées au moyen du modèle NiGEM donnent à penser qu'un recul de 2 points de pourcentage de la croissance de la demande intérieure durant un an pourrait diminuer de 0.1 % la croissance des pays de l'OCDE, cet impact étant un peu plus important au Japon et dans certains autres BRIICS. D'autres études (par exemple FMI, 2012a) concluent elles aussi que cet impact serait relativement limité, ce qui semble s'expliquer par le fait que la Chine n'est pas encore une destination d'exportation dominante pour les pays de l'OCDE, qu'une partie de ses importations est réexportée et qu'elle est donc tributaire de la demande étrangère (Ollivaud et al., 2014). Cela étant, ces simulations ne prennent pas en compte les effets de confiance et la dislocation des chaînes de valeur mondiales, avec des effets domino sur la production et les bénéfices réalisés dans d'autres pays. Un ralentissement de la croissance chinoise pourrait aussi faire baisser les prix des produits de base dont la Chine est, pour nombre d'entre eux, le principal pays consommateur.

### Encadré 1.1. Risques présents dans le système financier chinois et éventuels effets d'entraînement à l'échelon international (suite)

1. Selon la définition de la Banque populaire de Chine (2013), le secteur bancaire parallèle désigne ici les institutions d'intermédiation du crédit, comprenant notamment les entités et activités opérant en dehors du système bancaire réglementé et qui peuvent procéder à une transformation des échéances. Selon la nature des entités financières couvertes, il existe plusieurs estimations de l'ampleur du système bancaire parallèle comme Tao et Deng (2013) (43.9 % du PIB), Standard&Poor's (2013) (44.1 % du PIB), Ueda et Gomi (2013) (64.4 % du PIB) et Zhu et al. (2013) (69.4 % du PIB).
2. Estimations de l'OCDE en référence à la Commission chinoise de réglementation bancaire (2013) et à la Banque populaire de Chine (2014a, 2014b).
3. En décembre 2012, la Commission nationale du développement et de la réforme a durci les critères d'accès au droit d'émettre des obligations d'entreprise et réformé son processus d'enquête et d'approbation en avril 2013. La Commission chinoise de réglementation bancaire a durci la surveillance des produits de gestion de fortune en mars 2013 et plafonné, en mai 2013, le total des prêts que les banques peuvent accorder aux SFCL. En février 2014, la Banque populaire de Chine a adopté une réglementation visant à raccourcir la maturité des actifs financiers liés aux produits de gestion de fortune.
4. Le ratio dette/PIB ne couvre que la dette publique explicite. Si les engagements conditionnels dont l'État est cosignataire ainsi que les engagements conditionnels dont il n'assume pas la responsabilité juridique du remboursement mais pour lesquels il s'engage à soutenir les emprunteurs en faillite, sont pris en compte, le ratio dette de l'administration centrale au PIB aurait été de 23 % fin 2012. De même, le ratio dette des administrations publiques en général au PIB aurait été alors de 54 %. La dette serait encore plus importante si celle des SFCL était pleinement prise en compte. Zhang et al. (2013) laisse entendre que la récente enquête de la Cour des comptes (2013) relative à la dette des collectivités locales et des SFCL pourrait comporter une sous-estimation d'environ 128 000 milliards CNY de la dette des collectivités locales en 2012 du fait de la sous-comptabilisation des engagements des SFCL. Après correction, la dette des collectivités locales et celle des administrations publiques en général se seraient respectivement élevées à 287 000 milliards CNY et à 406 000 milliards CNY (78 % du PIB) fin 2012.
5. Ainsi, la capitalisation boursière d'un indice composé de 40 entreprises chinoises représentatives (actions du compartiment H) s'élevait à 317 milliards USD, soit 10 % de la capitalisation de la bourse de Hong Kong fin 2013. Ce chiffre équivaut respectivement à 2 % et 7 % de la capitalisation boursière, fin 2013, du New York Stock Exchange et de la bourse de Tokyo. Parallèlement, la capitalisation boursière de toutes les actions internationalement négociables (actions du compartiment B) à Shanghai et Shenzhen s'élevait à 30 milliards USD fin 2013.
6. Selon le FMI (2012a), un recul temporaire de 1% de la formation brute de capital fixe ferait baisser les prix des produits de base (infléchissant par exemple de 1.3 % celui des métaux) et le taux de croissance du PIB pondéré par les PPA des pays du G20 de 0.06 point de pourcentage après 4 trimestres, et ces effets persisteraient durant pas moins de 8 trimestres.

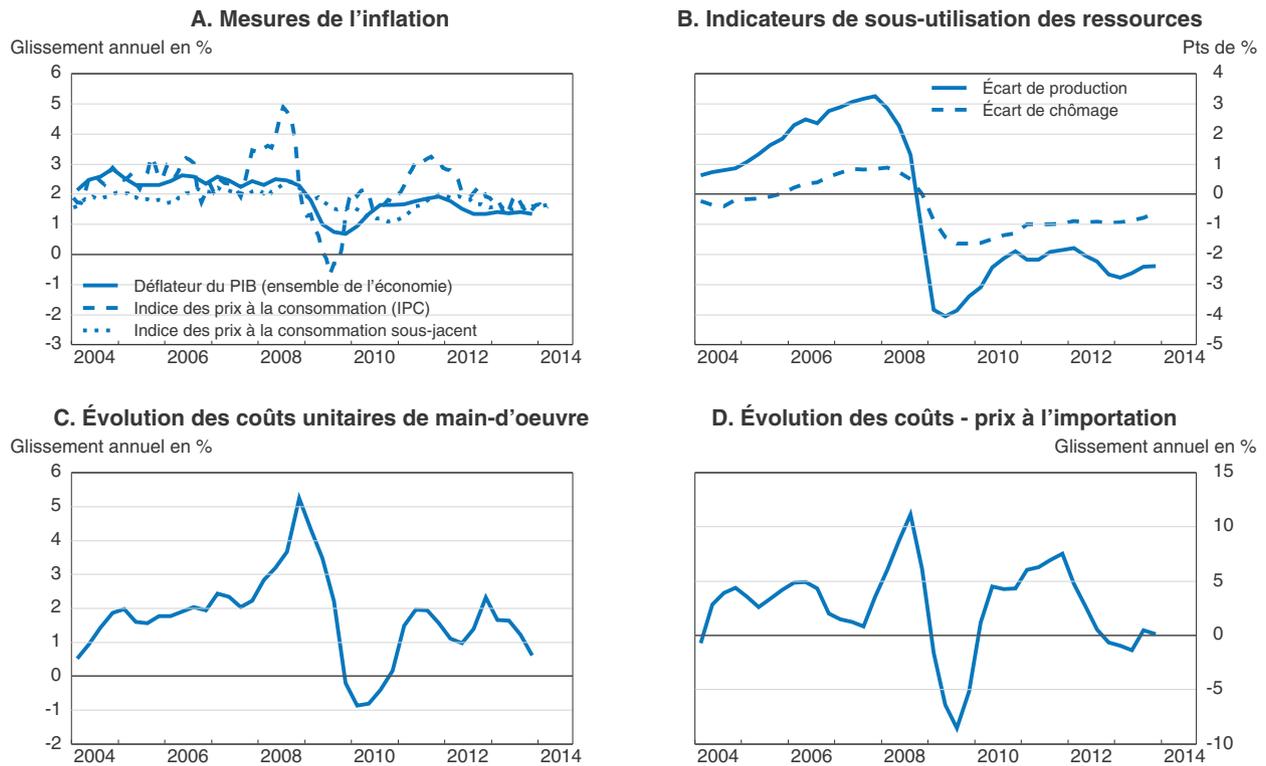
prennent pas en compte les éventuelles retombées négatives sur la confiance qui pèseraient sur les investissements (voir plus loin) et la consommation, notamment dans les économies de marché émergentes.

#### Désinflation

#### **L'inflation est tombée à un très faible niveau dans l'ensemble de la zone OCDE**

Dans l'ensemble des pays de l'OCDE, l'inflation a reculé de quelque 1¾ point de pourcentage depuis la fin de 2011, cette évolution étant due à la fois à la persistance de ressources inutilisées dans l'économie et à la faiblesse de l'augmentation des coûts (graphique 1.3). Dans la plupart des pays, la hausse des prix à l'importation n'est que modérée, du fait de la stabilité des prix des produits de base et des pressions à la baisse exercées sur les marges bénéficiaires à l'exportation par l'atonie de la demande. Les coûts unitaires de main-d'œuvre sont également peu élevés, en raison de l'absence de tensions sur le marché du travail et de la faible progression des salaires. La persistance du volant de ressources inemployées dans l'économie ces deux dernières années est également directement liée à la modération de l'inflation (encadré 1.2).

## Graphique 1.3. Les tensions inflationnistes sont faibles actuellement dans la zone OCDE



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95 ; et Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053201>

## Encadré 1.2. Désinflation dans les économies de l'OCDE

Dans les économies de l'OCDE, l'inflation non corrigée des prix à la consommation a reculé de 1¼ point de pourcentage depuis septembre 2011 et, dans de nombreux pays, a été largement inférieure, ces derniers mois, aux objectifs fixés par les banques centrales. L'inflation a également régressé dans les grandes économies de marché émergentes non-membres de l'OCDE, sans y être pour autant, semble-t-il, particulièrement faible : dans les BRIICS, elle se situe actuellement à 5% (en glissement annuel) et à presque 7% pour cent, si l'on exclut la Chine. On trouvera exposés dans le présent encadré les principaux facteurs pouvant expliquer la désinflation observée dans les économies de l'OCDE.

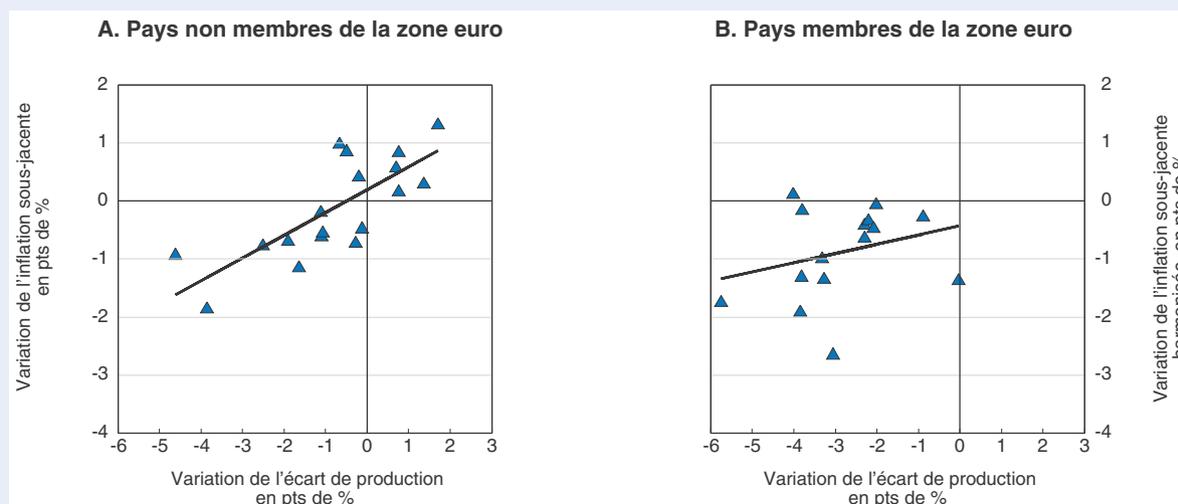
Dans les pays de l'OCDE, la désinflation qui perdure depuis ces 30 derniers mois paraît due, en grande partie, au ralentissement significatif de la hausse des prix de l'énergie. La progression moins soutenue des prix des produits alimentaires et la régression de l'inflation sous-jacente ont également contribué au reflux de l'inflation globale.

- La décélération marquée de la progression des prix de l'énergie, qui est passée de 10 % ou plus en 2011 à des taux plus modestes en 2012 et 2013, contribue à hauteur de 1¼ point de pourcentage au recul de l'inflation globale dans les pays de l'OCDE, qui avait atteint un point culminant en septembre 2011. Ce recul de l'augmentation des tarifs résidentiels de l'énergie s'explique par l'affaiblissement de la croissance des prix des produits de base (reflétant à la fois des améliorations du côté de l'offre et un ralentissement de la demande, notamment en provenant de Chine) et la dissipation des effets des hausses antérieures des prix administrés dans de nombreux pays. Cette évolution est un facteur relativement important de la désinflation dans la zone euro et au Royaume-Uni et a une influence plus modeste aux États-Unis. Le Japon fait figure d'exception parmi les grandes économies. Les tarifs de l'énergie y ont en effet augmenté très fortement du fait la hausse de la demande d'énergie importée depuis le tremblement de terre de 2011 ainsi qu'en raison de la forte dépréciation du yen.

## Encadré 1.2. Désinflation dans les économies de l'OCDE (suite)

- Le rythme moins soutenu de l'augmentation des prix des denrées alimentaires contribue à hauteur de ¼ de point de pourcentage supplémentaire à la baisse de l'inflation dans l'ensemble de la zone OCDE, où le taux d'inflation est tombé de plus de 4 % à 1.6 %, ce qui n'est guère élevé au regard des moyennes antérieures. Pour ces produits, la désinflation pourrait ne pas durer, les prix des denrées alimentaires devant repartir à la hausse en 2014.
- La désinflation touchant les prix des produits et services hors alimentation et énergie explique le dernier ¼ de point de pourcentage de recul de l'inflation dans la zone OCDE. Cette régression de l'inflation sous-jacente est sans doute due à l'ampleur du volant de ressources inutilisées dans l'économie intérieure. De fait, il existe une relation positive nette entre l'évolution de l'inflation sous-jacente et les écarts de production au cours des deux dernières années, particulièrement en dehors de la zone euro (voir le premier graphique ci-après). Au niveau mondial, l'augmentation limitée des prix à l'importation hors produits de base a également contribué à la maîtrise des coûts ainsi qu'à l'absence actuelle de tensions inflationnistes sur les prix des biens industriels hors énergie. Cela étant, le Japon, où la dépréciation du yen et l'amélioration des conditions économiques contribuent à faire monter les prix, constitue là encore une exception importante parmi les grandes économies.
- Dans certains pays, le recul récent de l'inflation s'explique également par des facteurs ponctuels. Au nombre des exemples notables figurent la baisse des prix des services de santé aux États-Unis (en avril 2013 et janvier 2014) et l'arrêt de l'effet amplificateur exercé antérieurement par l'augmentation des impôts indirects et des prix administrés dans de nombreux pays européens (comme on le verra plus loin).

## Désinflation et augmentation des ressources économiques



Note : Les variations de l'inflation sont calculées sur la période allant du premier trimestre 2012 au premier trimestre 2014 ; les variations de l'écart de production sont calculées de 2011 à 2013. Lorsque les données pour le premier trimestre 2014 ne sont pas totalement disponibles, les projections de l'OCDE sont utilisées. L'Islande est exclue.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95 ; Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053068>

### Encadré 1.2. Désinflation dans les économies de l'OCDE (suite)

Dans la zone euro, le taux annuel d'inflation non corrigée des prix à la consommation n'a cessé de décroître pour s'établir à 0.5 % en mars, avec le un risque d'intensification des pressions désinflationnistes si l'ampleur des ressources économiques inemployées persiste, si l'euro continue de s'apprécier ou en cas de désancrage des anticipations d'inflation. La baisse des prix de l'énergie peut contribuer, à hauteur des trois cinquièmes, aux 2½ points de pourcentage de recul du taux d'inflation globale depuis septembre 2011, à quoi s'ajoute la réduction de 1 point de pourcentage, en glissement annuel, de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation, alcool et tabac).

L'inflation sous-jacente a reculé de façon particulièrement forte dans les pays qui ont été fermement encouragés à entreprendre des réformes de vaste portée (l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, le Portugal, et aussi l'Italie), du fait des ajustements des prix relatifs indispensables pour regagner de la compétitivité et contribuer au rééquilibrage extérieur dans la zone euro. Pour l'ensemble de ces pays, le taux annuel d'inflation sous-jacente est d'environ ¼ point de pourcentage et il est négatif dans certains autres. Dans les principales économies de la zone euro, l'inflation hors énergie et alimentation a également régressé mais reste largement supérieure à zéro, et toujours proche du taux moyen enregistré depuis 1999.

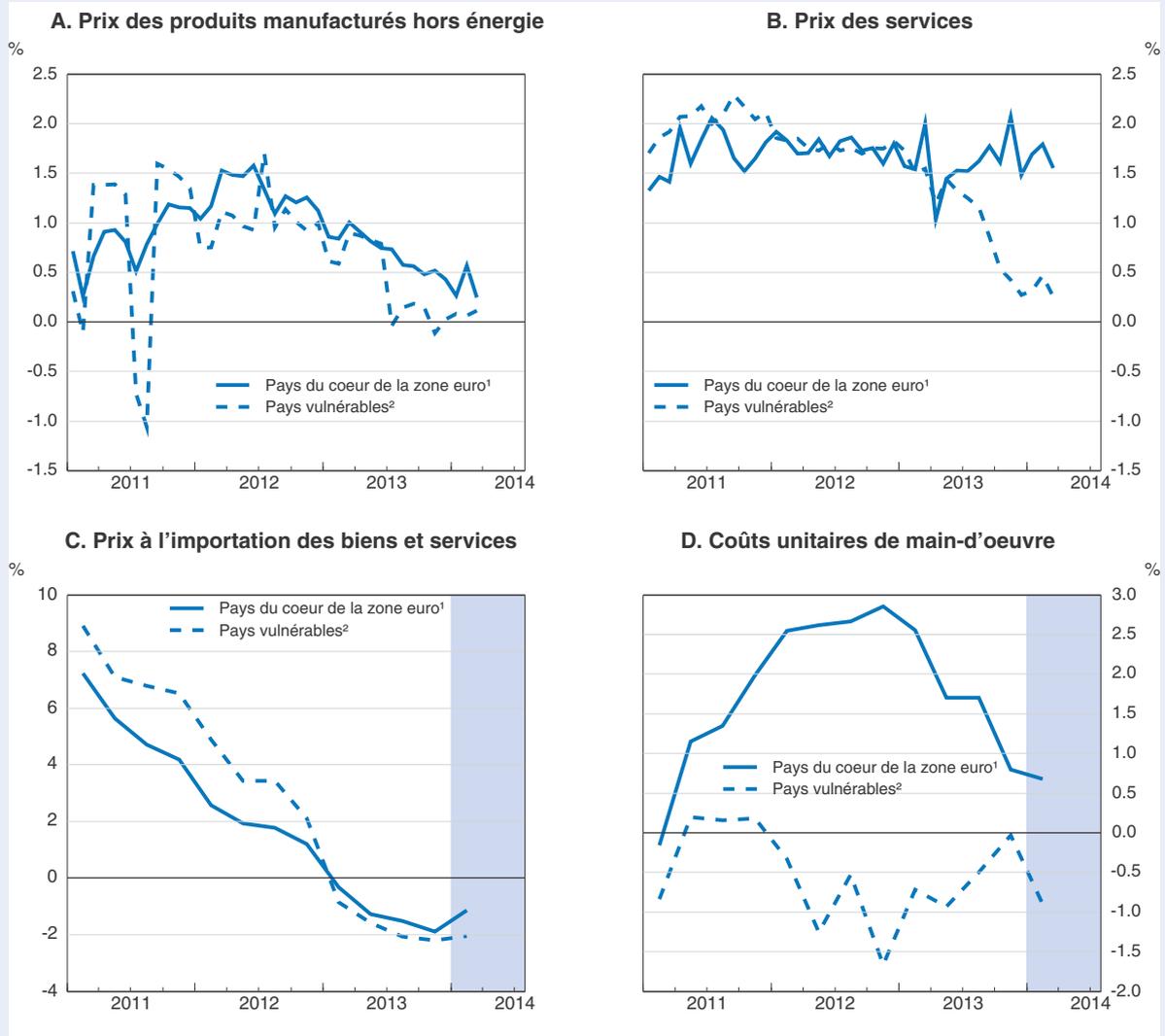
Les facteurs contribuant aux pressions désinflationnistes dans la zone euro correspondent à ceux présents dans l'ensemble de la zone OCDE, à quelques importantes exceptions près toutefois :

- Les hausses des impôts indirects et les baisses de subventions dans les pays de la périphérie ont directement stimulé l'inflation en 2012 (ainsi qu'en 2011 et 2010), bien que l'effet de ces mesures ait été annulé en partie par leur impact négatif sur la demande, et elles ont masqué les niveaux plus limités de l'inflation sous-jacente. Les estimations reposant sur l'inflation à taux d'imposition constants donnent à penser que la levée de ces mesures pourrait expliquer, jusqu'à hauteur de ½ point de pourcentage, la baisse du taux annuel de l'inflation relevé dans la zone euro de septembre 2012 à décembre 2013<sup>1</sup>. Cela laisse supposer que le recul de fond de l'inflation sous-jacente dans la zone euro en 2013 a été moins prononcé que ce que les chiffres de l'inflation globale donnaient à penser (CE, 2014).
- Ces dernières années, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont reculé dans les pays vulnérables, hormis l'Italie. Compte tenu de l'importance de la main-d'œuvre dans la production de nombreux services, cette évolution a sans doute contribué au ralentissement de la hausse des prix des services, qui a été exceptionnellement marqué dans les pays vulnérables (les prix ayant même baissé dans certains d'entre eux), amenant en effet, l'inflation totale dans la zone euro à des niveaux très faibles par rapport aux moyennes antérieures (voir le graphique ci-dessus). Cela étant, cette situation est également due au fait que l'effet amplificateur à la hausse, déjà évoqué, de l'augmentation des impôts indirects a désormais pris fin. En revanche, l'augmentation des prix des services dans les principaux pays de la zone euro est relativement constante (BCE, 2014a), même si la récente décélération de la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les principales économies de la zone euro, si elle persiste, pourrait commencer à ralentir la progression des prix des services.
- La modestie des tensions sur les prix à l'importation a contribué aux pressions déflationnistes quasi-générales dans les pays du cœur de la zone euro comme dans ceux de la périphérie (BCE, 2014a), en raison de l'appréciation de l'euro depuis la mi-2012 et de la modération des prix des biens manufacturés dans le monde. Les taux d'inflation hors énergie et alimentation sont très faibles dans la totalité des principaux pays et des pays vulnérables (voir le deuxième graphique ci-dessous). Dans un contexte marqué par l'ampleur des ressources économiques inutilisées, la progression contenue des coûts intérieurs et l'atonie de la demande, contribuent également au récent tassement de la hausse des prix des biens.

Encadré 1.2. Désinflation dans les économies de l'OCDE (suite)

L'évolution des prix et des coûts met en évidence une désinflation dans la zone euro

Pourcentage de variation en glissement annuel



1. Les pays du coeur de la zone euro sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France et les Pays-Bas.

2. Les pays vulnérables sont l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal et la Slovaquie.

Source : Eurostat ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053087>

1. Les estimations effectuées à taux d'imposition constants reposent sur l'hypothèse d'une répercussion intégrale et peuvent donc surestimer l'effet des impôts. Cela étant, la contribution des hausses des prix administrés et de la réduction des subventions a sans doute été identique.

**Le risque d'une intensification des pressions désinflationnistes est particulièrement marqué dans la zone euro...**

C'est dans la zone euro que les pressions désinflationnistes sont aujourd'hui les plus fortes ; en effet, l'inflation globale y est bien inférieure à l'objectif d'un taux proche de 2 % fixé par la BCE, et le taux annuel de l'inflation sous-jacente a diminué de  $\frac{3}{4}$  point de pourcentage environ durant l'année qui s'est terminée en mars, pour se situer à seulement 0.7 % avant de remonter à 1 % en avril. Des pressions de ce type sont attendues dans nombre d'économies vulnérables, en raison de l'ajustement des prix relatifs nécessaire pour regagner en compétitivité, face à la faiblesse de la demande et aux réformes structurelles qui renforcent la concurrence et limitent les hausses des prix et des salaires. Mais l'inflation s'est aussi nettement affaiblie dans plusieurs pays du centre, en particulier l'Allemagne et la France, où le taux global annuel ressort aujourd'hui à 1.1 % et 0.7 %, respectivement, alors que la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre est inférieure à 1 %. Cette situation tient en partie à une atténuation, commune à tous les pays, des tensions sur les prix à l'importation suite à l'appréciation du cours de change effectif de l'euro. Toutefois, elle a accru le risque qu'un regain de faiblesse de la demande, une nouvelle appréciation de l'euro, un recul des cours des produits de base ou un désancrage des anticipations d'inflation ne se traduisent par une période de très faible inflation dans la zone, voire de déflation, ce qui pèserait sur l'activité en augmentant encore les taux d'intérêt réels et en alourdissant les charges au titre du service de la dette dans nombre d'économies. Les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées mais, comme on l'a vu au Japon dans les années 90, la déflation peut s'installer alors même que les anticipations d'inflation demeurent positives.

**... mais plus faible ailleurs**

Ce risque semble moins marqué dans les autres grandes économies de l'OCDE, aussi longtemps que les anticipations d'inflation restent bien ancrées et qu'il n'y a pas d'autres mouvements importants des cours de change. Si la reprise se raffermir suffisamment pour renforcer la demande d'emploi dans toutes les économies, comme on commence à le voir aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, les tensions sur les coûts de main-d'œuvre pourraient alors commencer de s'accroître légèrement, à mesure que le sous-emploi des ressources sur le marché du travail diminuera et que la croissance des salaires se redressera.

### **Évolution de l'investissement productif**

**Une accélération soutenue de l'investissement productif sera indispensable pour que la reprise puisse se raffermir**

L'investissement productif manque de dynamisme depuis le début de la crise, en majeure partie sous l'effet d'une croissance atone de la demande, de faibles niveaux d'utilisation des capacités, de contraintes financières dans certains pays, notamment dans la zone euro, et d'une accentuation des incertitudes. Les mesures de l'incertitude ont fortement progressé à la fois en 2008-2009 et après l'intensification de la crise dans la zone euro au milieu de 2011, et la part des actifs financiers détenus sous la forme d'avoirs en devises et de dépôts par les sociétés non financières est actuellement bien supérieure au niveau de long terme.

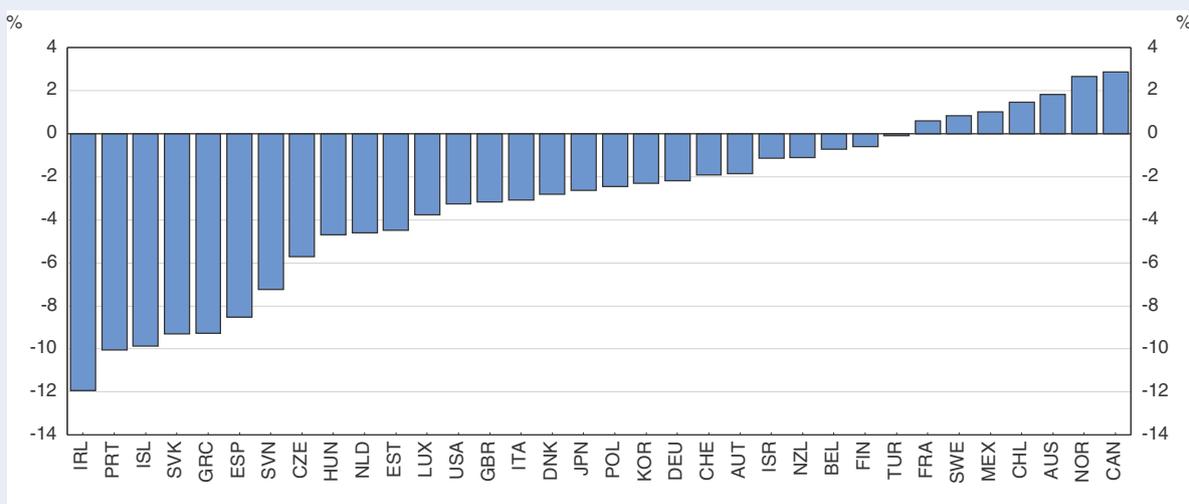
Parmi les grandes économies de l'OCDE, la part (nominale) de l'investissement productif dans le PIB est actuellement inférieure de 1 point de pourcentage environ à son niveau d'avant la crise, et bien inférieure au niveau à l'état stationnaire implicitement pris en compte dans les projections à long terme de l'OCDE (encadré 1.3 ; chapitre 4). Dans la zone euro, en particulier, la part de l'investissement productif dans le PIB est à un très faible niveau, tout comme la part des bénéfices des sociétés non financières, malgré une légère augmentation en 2013.

### Encadré 1.3. L'investissement est faible par rapport à ses niveaux habituels d'avant la crise et aux besoins à long terme

Durant la crise, l'investissement a fortement diminué par rapport au PIB et il ne s'est pas encore redressé. Dans la majorité des pays de l'OCDE, les ratios d'investissement en prix courants sont considérablement inférieurs à leurs niveaux moyens d'avant la crise (voir premier graphique ci-après). Les écarts les plus importants concernent l'investissement productif et l'investissement immobilier, pour lesquels les ratios par rapport au PIB sont tous deux inférieurs de 1 point à leur niveau moyen d'avant la crise dans les grandes économies avancées. La reprise de l'investissement productif, en particulier, semble avoir été peu dynamique par rapport aux périodes antérieures de ralentissement de l'activité

#### L'investissement est inférieur à son niveau d'avant crise dans la plupart des économies de l'OCDE

Différence entre l'investissement total en pourcentage du PIB en 2013 et la moyenne de la période 1996-2007



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053106>

Une part importante du déficit d'investissement productif peut s'expliquer par la faiblesse de la demande, comme on l'a vu dans le texte principal<sup>1</sup>, mais d'autres facteurs ont aussi vraisemblablement joué un rôle de freinage, notamment : l'augmentation du coût d'usage du capital ; une période prolongée d'aggravation des incertitudes économiques et politiques ; et l'augmentation de l'endettement des entreprises avant la crise. La reprise de l'activité étant en cours et nombre de ces autres facteurs ayant diminué d'intensité, l'investissement productif devrait repartir à la hausse.

### Encadré 1.3. L'investissement est faible par rapport à ses niveaux habituels d'avant la crise et aux besoins à long terme (suite)

Pour se faire une idée de l'écart entre les niveaux actuels d'investissement et les besoins à long terme, on peut aussi estimer un ratio investissement-production d'équilibre à partir des prévisions de croissance à long terme de l'OCDE (voir le chapitre 4). À compter de 2020 environ dans la base de données à long terme, le ratio capital-production en prix constants évolue autour d'un niveau de longue période en fonction des variations du coût réel du capital, les écarts de production disparaissant généralement à compter de cette date. En supposant qu'un niveau d'équilibre soit atteint à un moment donné, on peut utiliser le rapport capital-production, le taux d'amortissement et le taux de croissance de la production potentielle dans le scénario de référence à long terme pour calculer un ratio investissement-production à l'état stationnaire implicite requis pour maintenir cet équilibre.

Ce ratio investissement-production (potentielle) à l'état stationnaire est donné par la formule :  $i^* = \frac{k^*(g+\delta)}{(1+g)}$ , où  $k^*$  est le ratio capital-production à l'état stationnaire,  $\delta$  le taux d'amortissement considéré comme constant au fil du temps et  $g$  le taux de croissance potentiel endogène, qui dépend de l'utilisation de la main-d'œuvre, de l'intensité en capital physique et humain et de la productivité multifactorielle. Dans les calculs ci-après,  $k^*$  correspond au ratio capital (non résidentiel)-production tendancielle en 2025 dans le scénario de référence à long terme, les tendances actuelles de l'intensité du capital s'étant généralement stabilisées à cette date, qui n'est cependant pas suffisamment éloignée pour que de nouvelles forces ne viennent faire grimper le coût du capital. Les valeurs d'équilibre de  $g$  et  $\delta$  sont approchées en faisant la moyenne sur la période 2020-2025.

Les valeurs correspondantes du niveau d'investissement à l'état stationnaire implicite sont comparées dans le graphique ci-après au ratio actuel investissement-PIB potentiel. Dans la plupart des économies de l'OCDE, les ratios d'investissement en 2013 sont inférieurs à leur niveau à l'état stationnaire donné à titre d'illustration, avec un écart de deux points de pourcentage ou plus dans un tiers d'entre eux. Mais l'éventail est assez large, le ratio d'investissement actuel étant supérieur à ce niveau implicite à long terme dans certains pays. La forte croissance de l'investissement prévue en 2014 et 2015 contribue à réduire cet écart dans nombre d'économies, y compris l'Allemagne et les États-Unis, mais la différence à combler reste considérable dans plusieurs cas<sup>2</sup>.

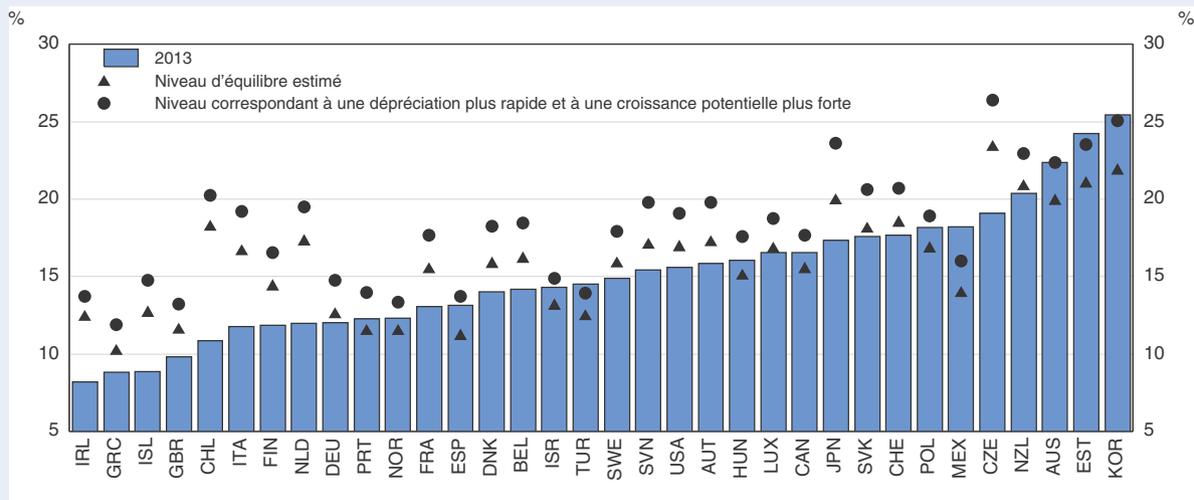
Ces calculs ne sont qu'illustratifs, car le taux de croissance de la production potentielle et le coût d'usage du capital tout comme les ratios investissement-production et capital-production à l'état stationnaire qu'ils impliquent, fluctuent pour toute la durée des projections à long terme de l'OCDE et sont donc sensibles aux hypothèses retenues concernant le coefficient de capital, le taux d'amortissement et le taux de croissance de la production potentielle en situation d'équilibre. Le rythme de rattrapage de l'investissement nécessaire pour atteindre un ratio capital-production à l'état stationnaire donné s'en trouve donc aussi modifié. Par exemple, la poursuite de la tendance régulière à la hausse du taux d'amortissement observée par le passé, sur fond de modification de la structure des biens d'équipement, augmenterait le niveau d'investissement à l'état stationnaire requis pour maintenir n'importe quel stock de capital donné. Par ailleurs, la croissance tendancielle de la production pourrait être plus forte que dans le scénario de référence si d'autres réformes structurelles propices à la croissance sont mises en œuvre.

Un moyen simple de visualiser la sensibilité du ratio d'investissement à l'état stationnaire implicite ainsi estimé est d'ajouter ½ point de pourcentage à la fois au taux d'amortissement du scénario de référence et au taux de croissance potentielle de ce scénario. L'impact moyen de ces deux changements entre les pays, pour un ratio capital-production donné, est d'augmenter le ratio d'investissement à l'état stationnaire requis de près de 2¼ points de pourcentage (hors pondération), l'incidence la plus importante étant observée au Japon (où 3½ points de pourcentage seraient ajoutés au ratio requis). L'augmentation du taux d'amortissement et le renforcement de la croissance de la production potentielle entrent chacun pour environ la moitié dans ces effets supplémentaires<sup>3</sup>. Une diminution des taux d'amortissement ou de la croissance de la production potentielle serait associée à une baisse correspondante des ratios d'investissement.

### Encadré 1.3. L'investissement est faible par rapport à ses niveaux habituels d'avant la crise et aux besoins à long terme (suite)

#### Les taux d'investissement sont inférieurs aux estimations de leur niveau d'équilibre dans la plupart des économies de l'OCDE

Investissement hors logement en pourcentage du PIB potentiel



Note : Les pays sont classés en fonction de leur taux d'investissement en 2013.

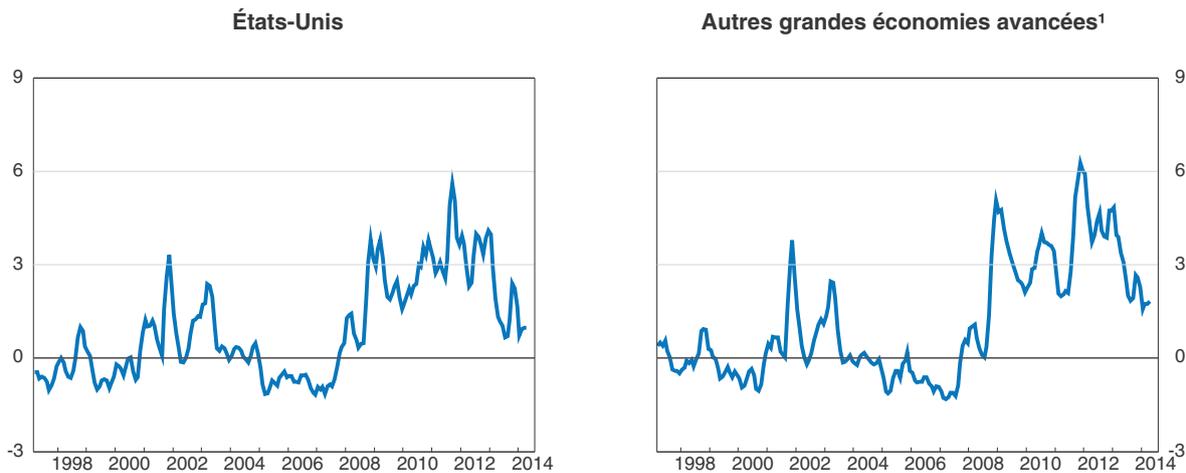
Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053125>

1. Les données tirées des enquêtes auprès des entreprises aux États-Unis et dans la zone euro amènent aussi à penser que les conditions de la demande ont probablement pesé sur la production et l'investissement.
2. Dans plusieurs pays, les données sont sur la base du système des comptes nationaux de 2008, qui comprend une définition plus large de l'investissement.
3. Une importante réserve à cet exercice est que les modifications de la croissance de la production potentielle pourraient modifier le ratio capital-production à l'état stationnaire à la fois indirectement et directement en augmentant le taux d'intérêt réel à l'état stationnaire proportionnellement à la hausse du taux de la croissance potentielle. L'intégration complète du système des comptes nationaux de 2008 conduira également à des changements dans ces ratios.

**Les conditions préalables d'une plus forte croissance de l'investissement apparaissent aujourd'hui plus favorables, surtout en dehors de la zone euro...**

Les conditions préalables d'une accélération de la croissance de l'investissement se sont améliorées. Les bilans des entreprises sont généralement sains, en dehors des économies vulnérables de la zone euro ; un plus grand appétit pour le risque, dont témoigne la remontée des cours des actions et la vigueur de la demande sur les marchés des obligations d'entreprises, a accru l'offre de financements extérieurs ; en outre, la forte croissance des bénéfices, en dehors de la zone euro, a encore amélioré la disponibilité de financements intérieurs. Si l'on en croit certaines indications de mesure, les incertitudes liées à l'action publique ont aussi reculé, en particulier aux États-Unis (graphique 1.4), et également dans la zone euro, grâce à la poursuite des avancées vers une véritable union bancaire. Au cours de la dernière moitié de 2013, la croissance de l'investissement productif s'est accélérée dans un grand nombre d'économies, de façon particulièrement marquée au Royaume-Uni, et dans quelques grandes économies de l'OCDE, les commandes de

Graphique 1.4. **L'incertitude économique liée à l'action publique se dissipe**

Note : Les indicateurs représentés ci-dessus sont des moyennes mobiles sur 3 mois de données non désaisonnalisées, qui ont été normalisées sur la période 1997-2007.

1. La première composante principale est calculée à partir des indices d'incertitude économique liée à l'action publique (Economic Policy Uncertainty Indices) pour l'Allemagne, le Canada, la France, l'Italie et le Royaume-Uni.

Source : Scott Baker, Nicholas Bloom et Steven J. Davis sur [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053220>

biens d'équipement, semblent indiquer un nouveau redressement dans la première moitié de cette année.

**... et un redressement plus large de l'investissement est attendu dans les deux prochaines années**

Sous réserve de la concrétisation des perspectives exposées ci-après, une reprise plus large et plus forte de l'investissement devrait intervenir en 2014-2015, les mécanismes normaux d'accélération contribuant à une croissance de l'investissement supérieure à la croissance de la production dans un grand nombre d'économies, notamment aux États-Unis (après un premier trimestre faible en 2014), au Japon, au Royaume-Uni et en Corée. Les perspectives sont moins bonnes qu'ailleurs dans certaines parties de la zone euro, en raison de l'atonie de la demande finale, de l'évolution moins favorable des bilans, de l'affaiblissement des canaux du crédit et d'obstacles à la concurrence encore importants sur les marchés de produits dans certaines économies. Les risques entourant ce scénario central jouent à peu près également du côté positif et négatif. Ainsi, la progression de l'investissement pourrait être moindre si les taux d'intérêt augmentaient fortement ou si la croissance de la demande finale devait se ralentir à nouveau. En revanche, la progression de l'investissement pourrait être plus forte que prévu si les effets d'accélération sont plus marqués qu'attendu ou si la confiance devait s'améliorer plus rapidement, par exemple en raison de résultats satisfaisants de l'examen de la qualité des actifs des banques de la zone euro.

### Évolution du commerce international

**L'intensité commerciale a été très faible...**

Suite à une remontée initiale dans les premières phases de la reprise, la croissance du commerce mondial a jusqu'à récemment évolué au même rythme que la croissance de la production mondiale, c'est-à-dire

bien moins rapidement qu'avant la crise. Au cours des dix années qui ont précédé 2008, l'intensité commerciale a régulièrement progressé, la croissance des échanges étant d'environ 1¾ de fois supérieure à celle du PIB mondial. Cette situation était attribuable à la mondialisation rapide des activités économiques durant cette période, avec la mise en place de nouvelles chaînes d'approvisionnement mondiales, au développement rapide de beaucoup d'économies de marché émergentes, en particulier la Chine, et à l'élan imprimé aux échanges transfrontaliers de services par les nouvelles évolutions des TIC et par la mondialisation financière. Les facteurs à l'origine de la baisse récente de l'intensité commerciale restent difficiles à cerner, mais parmi eux pourraient figurer le caractère exceptionnel des facteurs qui en avaient favorisé précédemment l'essor, la multiplication des restrictions aux échanges depuis que la crise a commencé (OCDE/OMC/CNUCED, 2013) et les modifications de la composition des dépenses finales dans les grandes économies<sup>2</sup>. En particulier, comme on l'a vu plus haut, l'investissement fixe (une catégorie de dépenses à forte intensité commerciale) a été beaucoup plus faible que durant la période qui a précédé la crise, et la croissance des importations s'est ralentie de façon particulièrement marquée dans les économies où l'investissement a été le plus faible par rapport au niveau d'avant la crise<sup>3</sup>.

**... mais elle pourrait maintenant commencer d'augmenter**

On observe quelques signes avant-coureurs d'une remontée de l'intensité commerciale, la croissance des échanges ayant dépassé celle de la production mondiale au quatrième trimestre de l'an dernier. Cette évolution a été favorisée par le renforcement de la demande dans les grandes économies de l'OCDE, en particulier pour l'investissement fixe et les stocks, et par une reprise des échanges impliquant les économies de marché émergentes, en particulier en Asie. Les commandes mondiales à l'exportation se sont aussi renforcées au cours des six derniers mois dans tous les pays du G7. La poursuite du redressement de l'intensité commerciale va dépendre dans une large mesure de la capacité de l'investissement en capital à se renforcer progressivement, comme prévu. Si tel est le cas, la croissance des échanges pourrait remonter pour dépasser légèrement 5¾ pour cent en taux annualisé au dernier semestre de 2014 et s'établir aux alentours de 6½ pour cent au dernier semestre de 2015, soit environ 1½ fois le niveau de la croissance du PIB mondial. À moyen terme, les effets directs des mesures de facilitation des échanges prévues dans l'accord récemment conclu à Bali devraient doper l'activité

2. Les mesures de restriction des échanges introduites par les membres du G20 depuis octobre 2008 concernent actuellement environ 5 % des importations de marchandises des pays concernés. Seulement un cinquième des mesures introduites depuis le début de la crise ont été ultérieurement supprimées (OCDE/OMC/CNUCED, 2013).
3. Les données tirées des tableaux entrées-sorties et les études empiriques amènent à penser que l'investissement et les exportations sont les éléments les plus intenses en importations de la demande intérieure (Pain et al., 2005 ; Bussière et al., 2013).

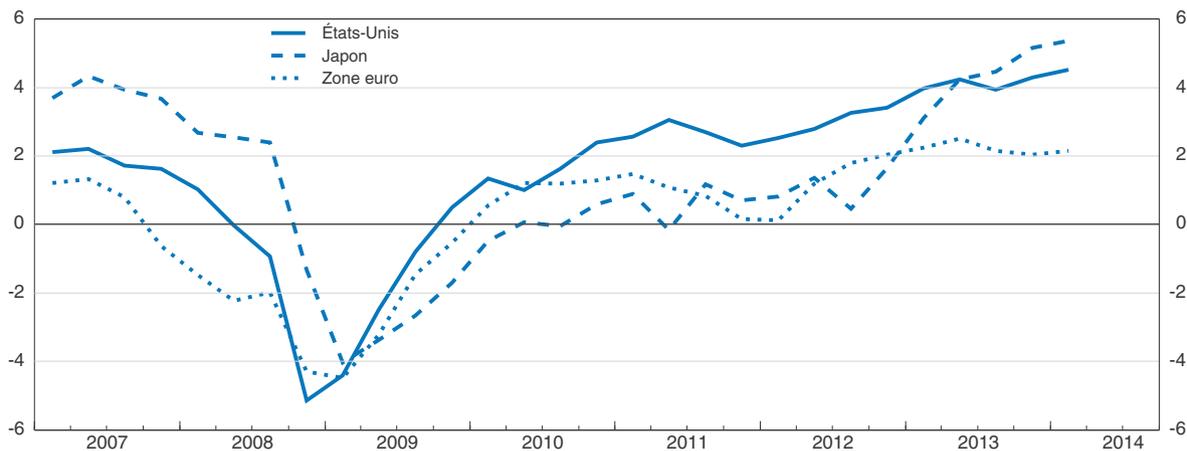
et le commerce au niveau mondial, et pourraient même avoir agi positivement à court terme sur la confiance des entreprises et l'investissement productif<sup>4</sup>. L'aboutissement des négociations en cours sur les accords commerciaux transatlantique et transpacifique pourrait encore amplifier ces effets.

### Conditions financières dans les économies avancées

#### Les conditions financières se sont encore assouplies...

Les conditions financières continuent de soutenir la croissance, les indices correspondants pour les pays de l'OCDE se renforçant encore aux États-Unis et au Japon, tandis qu'ils sont à peu près inchangés dans l'ensemble de la zone euro mais s'améliorent considérablement dans les pays vulnérables (graphique 1.5). La réduction progressive des achats de titres par la Réserve fédérale n'a pas conduit à une plus grande instabilité des marchés des capitaux aux États-Unis. Le mouvement de désengagement observé dans les économies de marché émergentes en début d'année a pesé temporairement et négativement sur les cours des actions et a favorisé l'instabilité dans les économies avancées de l'OCDE, mais, les investisseurs recherchant des valeurs refuge, les rendements des obligations d'État ont baissé et les cours de change se sont appréciés.

Graphique 1.5. Les conditions financières restent accommodantes dans la zone OCDE



Note : Une augmentation (baisse) d'un point de l'indice des conditions financières traduit un assouplissement (resserrement) des conditions financières suffisant pour entraîner une augmentation (réduction) moyenne du PIB de ½ pour cent à un 1% au bout de quatre à six trimestres. Pour en savoir plus, voir Guichard et al. (2009). Ce graphique repose sur les données qui étaient disponibles à la date du 25 avril 2014.

Source : Datastream ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053239>

4. Les avantages à long terme de l'accord de facilitation des échanges représentent, selon les estimations, légèrement moins de 1 000 milliards USD (soit l'équivalent de 1.3 % du PIB mondial en 2013) d'après Hufbauer et Schott (2013).

Les principales évolutions dans les grandes économies sont notamment les suivantes :

- ... aux États-Unis...**

  - Aux États-Unis, les cours des actions ont atteint de nouveaux records et les écarts entre les rendements des obligations d'État et ceux des titres émis par des sociétés se sont récemment stabilisés à un niveau proche de celui d'avant la crise, alors qu'ils avaient diminué l'an passé. À mesure que les effets « valeur refuge » perceptibles en janvier ont progressivement laissé place, sur les marchés, à un nouveau sentiment suscité par l'amélioration des perspectives économiques et des hausses des taux d'intérêt plus précoces qu'escompté, les rendements des obligations d'État à court et à moyen terme ont augmenté et le cours de change effectif du dollar s'est apprécié par rapport à ses niveaux de la fin de 2013. Les critères d'octroi de crédit ont été globalement assouplis et la demande de crédits bancaires se serait accrue au dernier trimestre de 2013.
  
- ... au Japon...**

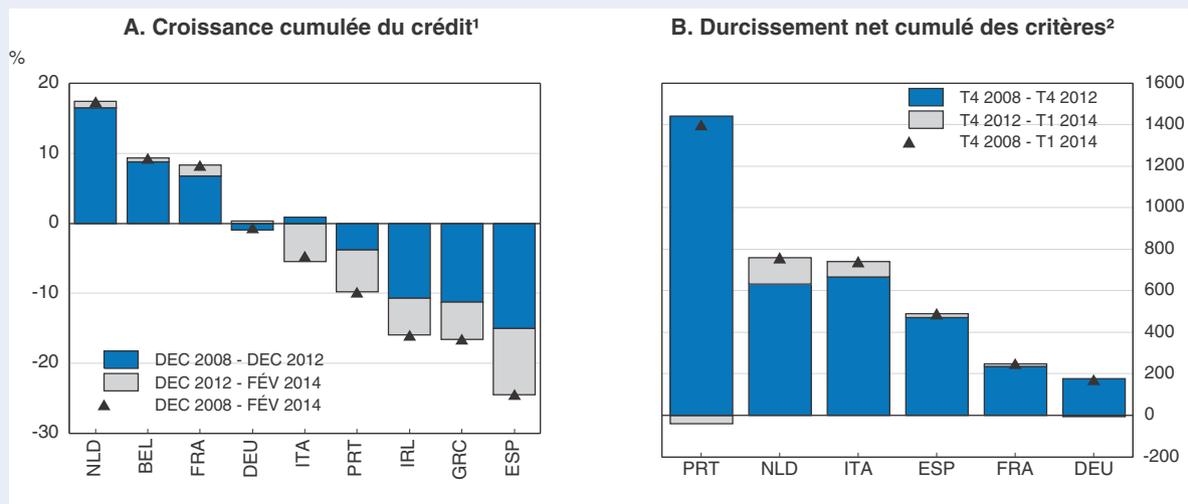
  - Au Japon, dans le contexte d'un assouplissement quantitatif et qualitatif continu, les rendements des obligations d'État ont diminué en termes réels face au redressement récent de l'inflation. Le cours de change effectif du yen est resté également plus faible que pendant la première moitié de 2013. Après une correction au début de 2014, sous l'effet de l'appréciation temporaire du yen et des retombées de l'évolution dans les économies émergentes d'Asie, les cours des actions sont revenus à des niveaux proches de ceux qu'ils avaient en novembre. Au début de 2014, les critères d'octroi de crédit bancaire ont encore été assouplis et la demande de prêts par les entreprises a augmenté, favorisant une croissance modérée du crédit.
  
- ... et dans les pays vulnérables de la zone euro, mais moins dans l'ensemble de la zone**

  - Dans la zone euro, les rendements des obligations d'État et les primes des contrats d'échange sur risque de défaillance ont diminué très sensiblement dans les économies vulnérables, sur fond d'atténuation de l'incertitude, de renforcement de la dynamique macroéconomique et de progrès vers le rééquilibrage et les réformes. Les gouvernements et les banques ont donc pu accéder aux marchés des capitaux à de meilleures conditions, et les écarts sur les rendements à 10 ans par rapport aux obligations allemandes sont tombés à un niveau qui n'avait plus été observé depuis le début de 2010. En outre, les soldes Target 2 ont continué de diminuer et les taux des prêts bancaires pour les sociétés non financières ont fléchi à la marge en Grèce et au Portugal, mais pas dans les autres pays vulnérables (encadré 1.4). Le renforcement du taux de change effectif nominal de l'euro par rapport au trimestre précédent et la légère hausse des taux d'intérêt interbancaires au jour le jour ont pesé négativement sur les conditions financières dans l'ensemble de la zone euro. Les taux d'intérêt interbancaires sont remontés par rapport à des niveaux historiquement bas et ont été plus instables face à la réduction des liquidités, dans le contexte de la poursuite du remboursement des prêts LTRO. Au premier trimestre de 2014, les critères d'octroi de crédit ont été assouplis de

### Encadré 1.4. La fragmentation financière dans la zone euro

Depuis le début de la crise de l'euro, les financements des secteurs privé et public sont devenus sensiblement plus coûteux et plus difficiles à obtenir dans les pays vulnérables que dans les pays du centre. En particulier, les taux des prêts bancaires dans les pays vulnérables se sont accrus de manière presque continue par rapport à l'Allemagne, alors que les conditions de crédit ont été davantage durcies pour les pays vulnérables que pour les pays du centre (voir premier graphique ci-après). Ces évolutions, conjuguées aux effets négatifs de la demande, ont entraîné des contractions du crédit plus fortes dans les pays vulnérables<sup>1</sup>. Si, au cours des deux dernières années, la fragmentation financière, telle que mesurée par les écarts des rendements des obligations d'État, a reculé, les conditions de crédit aux sociétés non financières n'ont pas encore sensiblement convergé.

#### Croissance du crédit et critères d'octroi de prêts



1. Taux de croissance approximatifs des prêts accordés aux sociétés non financières par les institutions financières monétaires (IFM) résidentes, hors Système européen de banques centrales (SEBC), dérivés des taux de croissance annuels non-ajustés des cessions et des titrisations avant 2010, et des taux de croissance annuels ajustés des cessions et des titrisations depuis. L'utilisation de série brute de la croissance du crédit pour la période entière pourrait dans la plupart des pays montrer un niveau plus faible.
2. Somme des pourcentages nets de banques ayant durci leurs critères d'octroi des crédits aux entreprises au cours des trois derniers mois, obtenus à partir des enquêtes trimestrielles sur la distribution du crédit bancaire. Compte tenu de la nature qualitative de l'enquête, cet indicateur peut ne pas indiquer précisément le degré réel de durcissement.

Source : Banque centrale européenne (BCE) ; Banque nationale de Belgique ; Banque d'Italie ; et calculs et de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053144>

Le durcissement des conditions de crédit, notamment en termes de taux des prêts bancaires, imposé aux sociétés non financières des pays vulnérables tient à trois facteurs qui sont étroitement liés, et dont les effets, qui ont probablement diminué au fil du temps, sont difficiles à quantifier empiriquement<sup>2</sup> :

- **Risques de crédit des emprunteurs** : La récession ayant été plus profonde et plus prolongée dans les pays vulnérables, compte tenu de la nécessité de corriger les excès d'avant la crise, le nombre de défaillances s'est accru et les prêts aux entreprises sont devenus plus risqués. De fait, les données empiriques amènent à penser que la perception divergente du risque de crédit entre pays de la zone euro explique sans doute la différence de coût des emprunts (BCE, 2013a), ce qui est compatible avec l'observation selon laquelle les taux des prêts bancaires sont généralement plus élevés dans les pays où le rapport des prêts improductifs au montant total des prêts est plus élevé (voir graphique ci-après ; Illes et Lombardi, 2013).

Encadré 1.4. **La fragmentation financière dans la zone euro (suite)**

- **Coûts de financement** : Les banques des pays vulnérables offrent généralement des taux de rémunération des dépôts (voir graphique ci-après) plus élevés et sont confrontées à des écarts de rendement obligataire plus importants lors de l'émission et à des primes sur CDS financiers seniors plus larges que les banques des pays du centre. Cela tient pour partie à l'existence de risques souverains plus importants, surtout depuis l'intensification des tensions sur la dette souveraine en 2010 et l'augmentation massive qui a suivi des rendements des obligations d'État, en raison des liens existants entre les banques et les emprunteurs souverains et des arbitrages opérés entre le rendement des dépôts et celui des obligations d'État. Le rôle des coûts de financement est corroboré par les estimations des taux bancaires débiteurs tirées de modèles empiriques (Al-Eyd et Berkmen, 2013).
- **Marges** : Les banques des pays vulnérables pourraient aussi avoir accru leurs marges pour essayer de lever les capitaux nécessaires au respect des normes réglementaires de fonds propres (Cohen et Scatigna, 2014) et améliorer leur accès aux financements du marché, d'autant que les provisions et les passations en charges au titre des prêts improductifs ont érodé leurs bénéfices non distribués. Les taux des prêts bancaires tendent à être négativement corrélés aux taux d'endettement d'après des études empiriques (Al-Eyd et Berkmen, 2013). La hausse des marges pourrait aussi avoir été favorisée par le renforcement du pouvoir de marché suite à la restructuration du secteur bancaire dans les pays vulnérables<sup>3</sup>.

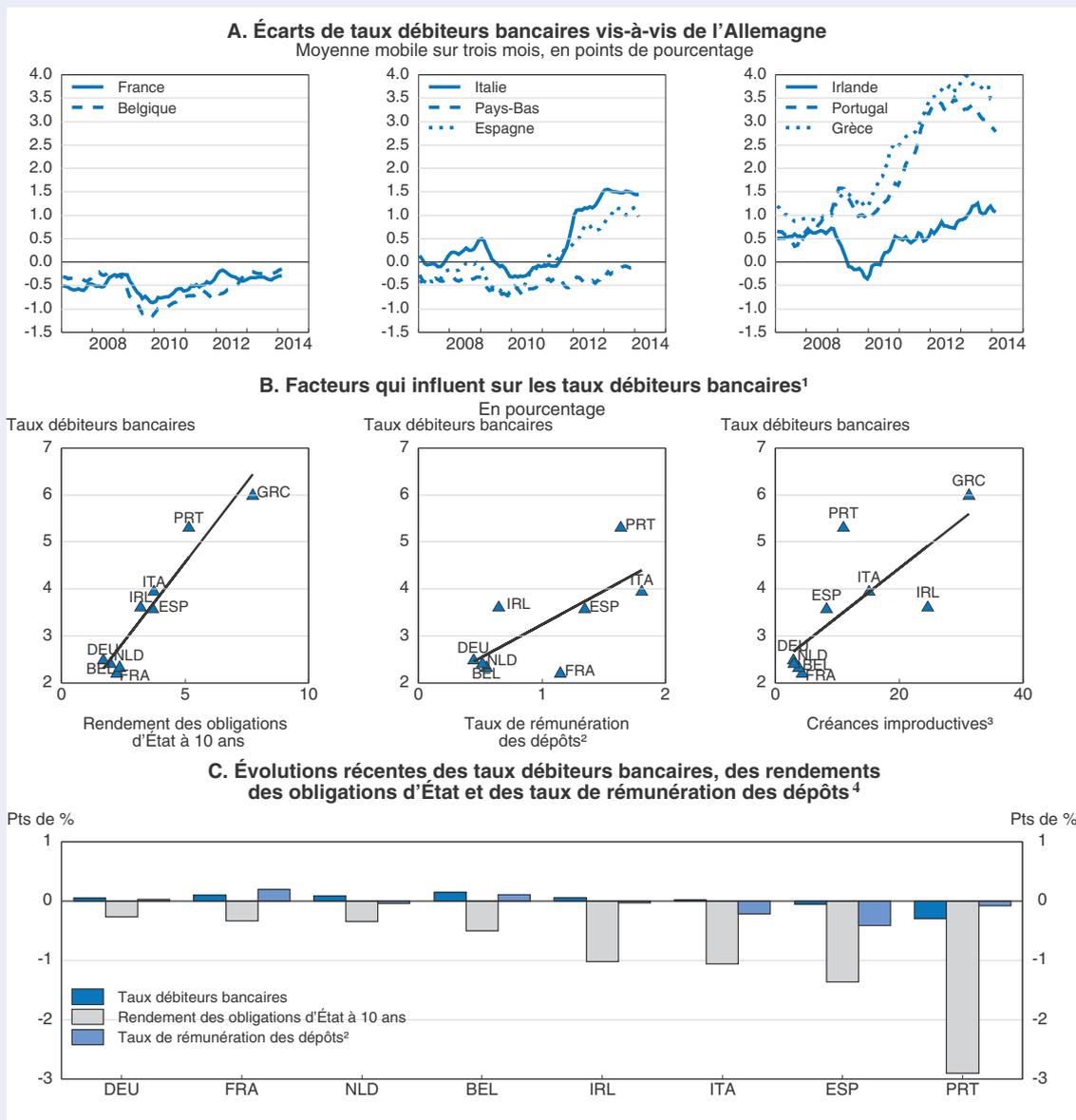
D'après l'enquête de la BCE sur les prêts bancaires, les contraintes liées aux coûts des financements et aux bilans ont nettement moins fait sentir leurs effets récemment. Les perceptions du risque sont aujourd'hui le principal facteur contribuant au resserrement des conditions du crédit aux sociétés non financières dans les pays de la périphérie (BCE, 2013a ; BCE, 2014b).

À terme, les conditions du crédit aux sociétés non financières sont vraisemblablement appelées à converger progressivement dans l'ensemble de la zone euro, mais resteront plus différenciées qu'avant la crise. En particulier, la forte baisse récente des rendements des obligations d'État et des primes des CDS devrait peu à peu se répercuter sur les coûts des financements bancaires et, à leur tour, sur les taux des prêts bancaires dans les pays vulnérables (graphique ci-après). De même, avec le retour prévu de la croissance dans les pays de la périphérie, même à un taux modéré, les risques de crédit, et par conséquent les taux des prêts bancaires, devraient finir par baisser. L'assainissement des bilans bancaires et la recapitalisation dans le contexte des prochains examens de la qualité des actifs et tests de résistance bancaire pourraient aussi réduire les coûts de financement. Néanmoins, la fragmentation financière ne sera vraisemblablement pas totalement éliminée, car les différences dans la croissance économique et les perceptions du risque de crédit dans les pays de la zone euro risquent de persister.

1. Le désendettement dans le secteur privé, le fort taux de chômage et les faibles perspectives économiques ont vraisemblablement affaibli la demande de crédit.
2. Les données empiriques concernent essentiellement le coût du crédit et proviennent des modèles de transmission (« *pass-through* ») aux prêts bancaires fondés sur un cadre de correction des erreurs, dans lesquels la modification du taux des prêts bancaires fait l'objet d'une régression par rapport à ses propres écarts, aux modifications simultanées et décalées des taux du marché et d'autres valeurs approchées du canal du crédit (comme les mesures des coûts du financement bancaire, de l'effet de levier, du risque de crédit, de l'incertitude économique et des indices des directeurs d'achats) ; et est ajustée en fonction de la relation estimée à long terme.
3. On observe que le pouvoir de marché des banques influe négativement sur les conditions de crédit pour les PME en Europe, y compris le coût du crédit (Ryan *et al.*, 2014). Depuis le début de la crise, la concentration du marché s'est accrue et le nombre d'établissements de crédit a diminué, notamment dans les pays vulnérables (BCE, 2013c).

## Encadré 1.4. La fragmentation financière dans la zone euro (suite)

## Évolutions des prêts bancaires



Note : Le taux débiteur bancaire correspond au coût d'emprunt total des nouveaux prêts accordés aux sociétés non financières (toutes échéances confondues), défini comme la moyenne pondérée des taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts dont la période de fixation du taux est inférieure ou égale à un an et des taux sur les découverts, la pondération étant calculée à partir des encours.

1. Moyenne calculée pour la période de trois mois allant jusqu'à février 2014.
2. Le taux de rémunération des dépôts est le taux appliqué aux dépôts à terme des sociétés non financières et des ménages. Pour la Belgique, le taux de rémunération est une moyenne pondérée des taux de rémunération à échéance accordés aux sociétés non financières et aux ménages, pondérés par les volumes. Les données concernant la Grèce ne sont pas disponibles.
3. Les créances improductives sont exprimées en pourcentage du total des prêts à la dernière date connue, à partir du 4e trimestre de 2012.
4. Évolutions observées entre août 2013 et avril 2014 pour les rendements des obligations d'État à 10 ans, et entre août 2013 et février 2014 pour les autres variables.

Source : Banque centrale européenne (BCE) ; Indicateurs de solidité financière du Fonds monétaire international (FMI) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053163>

manière marginale, bien que la demande de crédit est restée faible, mais moins qu'au cours des trimestres précédents. Le crédit a poursuivi sa baisse, mais les sociétés non financières ont eu davantage recours aux émissions d'obligations et aux emprunts non bancaires.

### *Dépenses et bilans des ménages*

**La demande des ménages est stimulée par l'amélioration des bilans et la hausse de l'emploi**

La croissance de la consommation a été solide aux États-Unis et au Japon, et se redresse lentement dans la zone euro. Les améliorations en cours des bilans des ménages, dues à la forte progression des prix des actifs, et le renforcement des résultats sur le marché du travail continuent de soutenir la demande des ménages aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Japon, alors que l'ajustement des bilans se poursuit et que les taux d'épargne restent proches de leurs niveaux courants<sup>5</sup>. Sur une base trimestrielle, la progression des dépenses et le taux d'épargne connaîtront, cependant, une évolution vraisemblablement irrégulière au Japon en 2014 et 2015, les dépenses étant avancées en prévision de l'augmentation du taux de l'impôt sur la consommation en avril et de la prochaine hausse prévue l'an prochain. Dans l'ensemble de la zone euro, la demande des ménages commence à se redresser, mais elle reste fragile, du fait de la faible croissance des revenus, du fort taux de chômage, de la baisse continue des valeurs patrimoniales et de la nécessité d'un désendettement.

### *Évolution des marchés du logement*

**Les marchés du logement s'améliorent en moyenne dans la zone de l'OCDE, avec d'importantes différences suivant les pays**

Les prix des logements et l'investissement immobilier augmentent aujourd'hui dans plus de la moitié des économies de l'OCDE (tableau 1.2). En Europe, la forte croissance des prix se poursuit en Allemagne (si l'on se fonde sur les données relatives aux grandes villes) et en Suisse, et elle a aussi repris au Royaume-Uni, même si dans ce dernier pays, les prix sont déjà supérieurs aux moyennes à long terme par rapport aux loyers et aux revenus. Les marchés restent plus modérés dans les autres parties de la zone euro, en raison de la faible croissance des revenus et de conditions de financement restrictives. Toutefois, les données récentes amènent à penser que la longue baisse des prix réels des logements enregistrée en Irlande et aux Pays-Bas s'est sans doute désormais inversée. Aux États-Unis, les évolutions sont contrastées. Les prix continuent d'augmenter, mais les ventes de logements neufs et les mises en chantier ont diminué et la confiance des constructeurs s'est dégradée, en partie sous l'effet de conditions climatiques défavorables au premier trimestre de 2014, mais aussi en raison d'un recul des demandes de prêts hypothécaires depuis la hausse des taux de ces prêts l'été dernier. Les ventes de logements anciens ont aussi reculé, encore qu'une grande partie de ce phénomène semble être imputable à une baisse bienvenue du niveau des ventes en catastrophe. À terme, compte tenu de la probabilité d'une solide

5. Aux États-Unis, la croissance récente de la consommation des ménages a aussi été favorisée par un renforcement des dépenses au titre des services médicaux suite à l'Affordable Care Act.

Tableau 1.2. **L'évolution du marché immobilier demeure hétérogène**

	Pourcentage de variation annuelle				Niveau relatif à la moyenne à long terme <sup>1</sup>		
	2004-2011	2012	2013 <sup>2</sup>	Dernier trimestre <sup>3</sup>	Rapport prix-loyers	Rapport prix-revenus	Dernier trimestre disponible
Australie	2.4	-3.3	3.8	6.6	145	128	2013 T4
Autriche	2.0	9.5	2.4	2.7	..	..	2014 T1
Belgique	4.2	0.1	0.6	0.7	158	147	2013 T4
Canada	5.2	3.4	1.5	3.2	166	131	2014 T1
République tchèque		-4.0	-1.2	-0.9	..	..	2013 T4
Danemark	1.2	-5.9	1.5	1.5	112	108	2013 T4
Estonie		3.5	7.0	12.3	..	..	2013 T4
Finlande	2.3	-1.3	-0.1	-2.3	133	99	2014 T1
France	3.6	-2.3	-2.8	-2.2	129	128	2013 T4
Allemagne	-0.2	4.6	4.6	5.1	91	83	2013 T4
Grèce	-0.3	-12.6	-9.2	-7.0	84	103	2013 T4
Hongrie		-9.3	-4.9	-1.9	..	..	2013 T4
Islande		1.3	2.1	6.5	..	..	2014 T1
Irlande	-3.7	-13.2	-0.3	4.3	96	92	2013 T4
Israël	4.0	0.9	6.8	5.8	110	..	2013 T4
Italie	0.3	-5.4	-6.9	-5.5	93	108	2013 T4
Japon	-2.1	-1.9	-1.3	-1.9	62	63	2013 T3
Corée	1.2	0.6	-1.4	0.1	103	60	2014 T1
Luxembourg		2.5	3.6	3.6	..	..	2013 T4
Pays-Bas	-0.5	-8.5	-8.6	-1.4	104	117	2014 T1
Nouvelle-Zélande	2.1	4.2	8.5	8.2	170	132	2013 T4
Norvège	5.2	5.5	1.1	-2.6	164	122	2014 T1
Portugal	-0.2	-3.6	-3.8	-1.5	83	94	2014 T1
République slovaque		-4.4	-2.2	-3.4	..	..	2013 T4
Slovénie		-8.4	-5.2	-2.7	..	..	2013 T4
Espagne	-0.9	-11.1	-7.6	-4.9	104	107	2013 T4
Suède	4.6	-2.6	2.5	3.3	134	122	2014 T1
Suisse	2.2	4.8	5.3	2.8	101	95	2014 T1
Turquie		3.2	5.9	6.7	..	..	2013 T4
Royaume-Uni	-0.2	-0.2	1.3	3.5	134	125	2013 T4
États-Unis	-2.8	1.5	6.5	6.6	104	90	2013 T4
Zone euro <sup>4</sup>	0.8	-2.5	-2.2	-0.9	106	107	2013 T4
Total OCDE <sup>4</sup>	-0.6	-0.2	2.1	2.8	106	95	2013 T4

Note : Déflaté par le déflateur de la consommation privée.

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

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

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

4. Utilisant comme poids le PIB de 2010, calculé avec les dernières données disponibles des pays.

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

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933054664>

croissance continue du revenu, d'un nouvel assouplissement des critères d'octroi de crédit et d'une demande contenue après une période pendant laquelle le rythme de constitution des ménages a été modéré, la reprise

sur le marché du logement devrait se poursuivre cette année et l'an prochain. Au Japon, les prix réels des logements continuent de reculer, mais les prix des terrains ont commencé de se stabiliser et l'investissement immobilier a été très dynamique, même si la situation s'est aujourd'hui calmée, avec la disparition de l'effet de stimulation temporaire exercé par la volonté de finaliser les contrats de vente avant la hausse de l'impôt sur la consommation prévue pour avril.

## Perspectives économiques

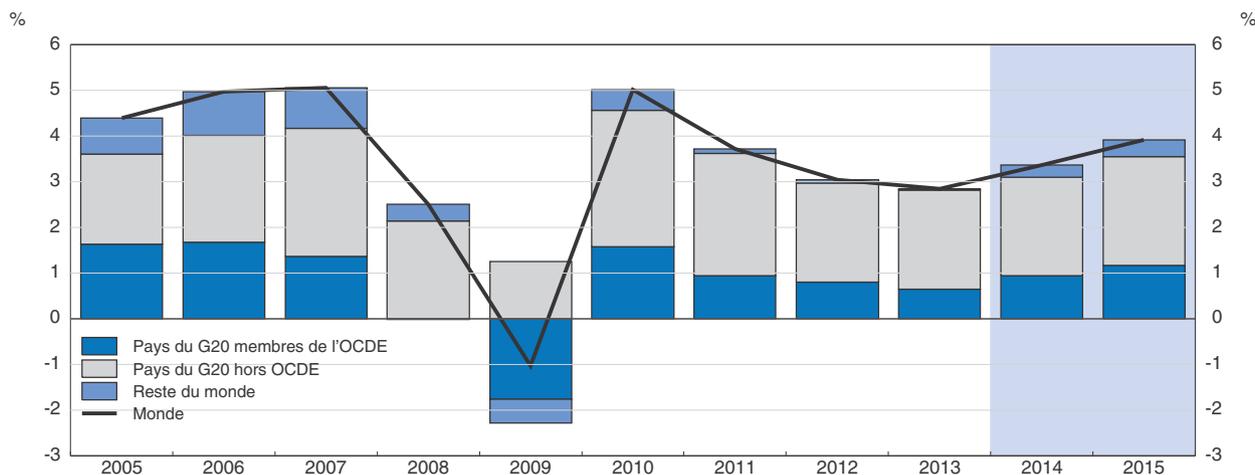
### Les perspectives de croissance et les risques

**Les perspectives économiques vont dans le sens d'une reprise continue, mais modérée...**

Les perspectives à court terme vont dans le sens d'un renforcement progressif de l'activité et des échanges au niveau mondial jusqu'à la fin de cette année et en 2015 (graphique 1.6). Dans les économies de l'OCDE, l'effet de freinage exercé par l'assainissement budgétaire devrait diminuer considérablement (en dehors du Japon), les conditions financières restent favorables et les politiques monétaires accommodantes continuent de soutenir l'activité (encadré 1.5). Cependant, le niveau toujours élevé du chômage dans nombre de pays et la modération de la croissance par rapport à la situation passée dans beaucoup d'économies de marché émergentes devraient limiter la dynamique de la reprise, mettant ainsi un frein au redressement correspondant de l'investissement productif et ralentissant l'atténuation des pressions déflationnistes observées actuellement.

Graphique 1.6. **La croissance mondiale se redresse, tirée par les économies de l'OCDE**

Contribution à la croissance du PIB réel mondial



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053258>

### Encadré 1.5. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions

Les paramètres de la politique budgétaire pour 2014 et 2015 sont fondés aussi étroitement que possible sur les dispositions en matière d'impôts et de dépenses prévues par la loi. Lorsque des plans ont été annoncés par des gouvernements mais n'ont pas fait l'objet d'une loi, ils sont pris en compte s'il est jugé évident qu'ils seront mis en œuvre sous une forme proche de celle annoncée. Lorsque l'on dispose d'informations insuffisantes pour pouvoir déterminer l'allocation des réductions budgétaires, on part de l'hypothèse qu'elles vont s'appliquer également aux dépenses comme aux recettes et se répartir proportionnellement dans l'ensemble des composantes.

Aux États-Unis, le solde primaire sous-jacent des administrations publiques devrait s'améliorer de  $\frac{2}{3}$  pour cent du PIB environ tant en 2014 qu'en 2015, comme l'implique à peu près la législation en vigueur, y compris la loi de finances bipartisane (*Bipartisan Budget Act*).

Au Japon, les prévisions tiennent compte des hausses de l'impôt sur la consommation qui passera de 5 à 8 % en 2014 et à 10 % en 2015. Elles tiennent aussi compte du programme de relance budgétaire (environ 1.1 % du PIB) qui accompagnera les hausses de l'impôt sur la consommation. Globalement, le solde primaire sous-jacent devrait s'améliorer de  $\frac{3}{4}$  pour cent du PIB en 2014 et de près de  $1\frac{3}{4}$  pour cent du PIB en 2015.

Dans les pays de la zone euro, l'assainissement budgétaire en 2014 et 2015 devrait être mené de façon à atteindre le montant d'assainissement structurel (mesuré par la variation du solde primaire structurel) qu'impliquent les projets de loi des finances, ou, à défaut, les objectifs déclarés dans les plans de consolidation en vertu de la procédure de déficit excessif et des programmes de stabilité.

Dans les grands pays de la zone euro, la politique budgétaire est censée évoluer comme suit : pour l'Allemagne, les plans budgétaires du nouveau gouvernement fédéral, tels que contenus dans l'accord de coalition, ont été pris en compte dans les prévisions. Pour la France, les prévisions incorporent une réduction cumulée du déficit structurel de  $1\frac{1}{2}$  pour cent du PIB en 2014 et 2015, l'assainissement impliquant de plus gros efforts du côté des dépenses, comme envisagé dans son Programme de stabilité. Pour l'Italie, les prévisions tablent sur une contraction budgétaire structurelle de l'ordre de  $\frac{1}{2}$  du PIB sur deux ans, comme prévu dans le Programme de stabilité du pays.

Pour le Royaume-Uni, les prévisions sont fondées sur les mesures fiscales et sur la trajectoire des dépenses énoncées dans le budget de mars 2014.

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

- Aux États-Unis, la limite supérieure de la fourchette retenue comme objectif pour le taux des fonds fédéraux devrait être relevée progressivement entre mars et décembre 2015 pour passer de son niveau actuel de 0.25 % à 1.5 %.
- Dans la zone euro, on pose l'hypothèse que le taux de refinancement est réduit à 0 % en mai 2014 et maintenu à son niveau tout au long de la période considérée.
- Au Japon, le taux ciblé au jour le jour non garanti devrait rester à 0.1 % tout au long de la période considérée.
- Au Royaume-Uni, le taux interbancaire est censé s'accroître progressivement entre mai et décembre 2015 par rapport à son niveau de 0.5 % et atteindre 1.5 %.

### Encadré 1.5. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions (suite)

Bien que leur impact soit difficile à évaluer, les mesures d'assouplissement quantitatif ci-après devraient être prises pendant la période considérée, avec un effet implicite sur le rythme de convergence des intérêts à long terme à leur niveau de référence. Aux États-Unis, l'hypothèse retenue est que les achats d'actifs vont cesser vers la fin de 2004 et que les stocks sont maintenus jusqu'à la fin de la période considérée. Au Japon, les achats d'actifs sont censés augmenter conformément au projet annoncé par les autorités monétaires. Dans la zone euro, les prévisions n'intègrent ni achats d'actifs supplémentaires, ni nouvelles opérations de refinancement à long terme. Au Royaume-Uni, les stocks des actifs achetés sont censés rester inchangés par rapport au niveau actuel jusqu'à la fin de la période considérée.

Aux États-Unis, au Japon, en Allemagne et dans les pays n'appartenant pas à la zone euro, on pose l'hypothèse que les rendements des obligations d'État à dix ans convergent lentement vers un niveau de référence (qui ne serait atteint que bien après la fin de la période considérée), déterminé à partir des taux d'intérêt à court terme, prévus à terme et majorés d'une prime d'échéance et d'une prime de risque budgétaire supplémentaire. Cette dernière s'applique à raison de 2 points de base par point de pourcentage dès lors que le ratio dette publique brute/PIB dépasse 75 %, et à raison de 2 points de base supplémentaires (soit 4 points de base au total par point de pourcentage) au-delà d'un ratio d'endettement supérieur à 125 %. Dans le cas du Japon, on suppose que l'hypothèse s'applique dès lors que le ratio dette publique brute/PIB dépasse ce seuil de 75 %, à hauteur de 1 point de base par point de pourcentage supplémentaire. Les écarts de rendement entre les titres de la dette souveraine de l'Allemagne et ceux des autres pays de la zone euro sont censés diminuer d'un tiers par rapport à leur niveau récent d'ici à la fin de 2015.

Les prévisions reposent sur l'hypothèse que les cours de change restent au niveau observé à la date du 14 avril 2014, où le dollar des États-Unis valait 101.60 JPY, 0.72 EUR (l'euro valant ainsi 1.38 dollar) et 6.22 CNY.

Le cours du baril de pétrole brut de référence Brent est supposé augmenter à un rythme annuel de 5 USD par an à compter du troisième trimestre de 2014, à partir d'un niveau présumé de 110 USD au deuxième trimestre de 2014. Au cours de la période considérée, les prix des produits de base non pétroliers sont censés rester constants, à leurs niveaux moyens de mars 2014.

Ces prévisions ont été établies à partir d'informations collectées jusqu'à la date du 30 avril 2014. Des précisions sur les hypothèses relatives à chaque pays figurent dans les chapitres 2 et 3.

Les principales caractéristiques des perspectives économiques pour les grandes économies de l'OCDE sont les suivantes :

- ...aux États-Unis**

  - Aux États-Unis, le rythme de la reprise a ralenti au premier trimestre, pour partie en raison de graves perturbations climatiques qui ne devraient pas avoir d'incidence au deuxième trimestre, et un ralentissement de l'accumulation des stocks. Cependant, la reprise devrait donc régulièrement s'affermir, la demande privée bénéficiant de conditions financières favorables, d'un renforcement des bilans des ménages et des entreprises, d'une politique monétaire accommodante et de l'atténuation de l'effet de freinage de l'assainissement budgétaire. La réduction des incertitudes et les forces conjoncturelles normales devraient aussi stimuler l'investissement productif. Les perspectives à l'exportation devraient s'améliorer, mais cette amélioration sera largement compensée par la progression des importations. La solide croissance de l'emploi devrait se poursuivre, le taux de chômage tombant juste au-dessous de 6 % d'ici à la fin de 2015 et l'écart de production négatif se réduisant

régulièrement. Du côté positif, la demande non satisfaite de biens durables et de biens d'équipement et un redressement des taux de formation des ménages pourraient contribuer à un renforcement encore plus rapide que prévu de la croissance de la production.

**... et dans la zone euro...**

- Dans la zone euro, la croissance s'est redressée un peu plus rapidement qu'on ne s'y attendait, et la confiance a continué de s'améliorer. Néanmoins, la reprise ne devrait monter en puissance que lentement. Les conditions financières libérales dans l'ensemble de la zone, la politique monétaire toujours accommodante et l'amélioration de la demande extérieure devraient aussi contribuer à stimuler l'activité. L'effet de freinage exercé par l'assainissement budgétaire devrait aussi diminuer modestement cette année et en 2015. Toutefois, la fragmentation financière toujours présente, bien qu'en recul, la faiblesse persistante des bilans et le manque de dynamisme des marchés du travail sont autant de facteurs qui limiteront les perspectives de croissance dans nombre d'économies. L'amélioration des perspectives d'exportation et une reprise progressive de l'investissement privé devraient contribuer au renforcement de la reprise, mais la consommation privée restera sans doute peu dynamique tout au long de cette année et l'an prochain. L'important écart de production négatif ne devrait se réduire que lentement, le taux de chômage dans l'ensemble de la zone restant au-dessus de 11¼ pour cent jusqu'au deuxième semestre de 2015. La croissance du PIB en Allemagne, en Autriche et dans plusieurs petites économies, y compris l'Irlande, devrait être de 1/3 point de pourcentage ou plus supérieure à celle de l'ensemble de la zone.

**... mais la croissance devrait se tasser au Japon**

- Au Japon, la croissance de la demande intérieure s'est accélérée avant la hausse de l'impôt à la consommation d'avril, certaines dépenses de consommation et de logement étant avancées, mais elle devrait maintenant se ralentir, plombée par l'assainissement budgétaire. Néanmoins, la croissance devrait être soutenue et le redressement de l'investissement favorisé par la politique monétaire accommodante, les retombées de l'amélioration des conditions financières et le renforcement de la confiance du secteur privé. Le solde extérieur a exercé un effet de freinage sur l'activité, les importations augmentant fortement et les exportations stagnant malgré la forte dépréciation du taux de change effectif du yen, mais il devrait favoriser l'activité à mesure que la demande extérieure se renforce.

**Les perspectives varient dans les grandes économies de marché émergentes non membres de l'OCDE...**

Les perspectives de croissance varient entre les grandes économies de marché émergentes non membres de l'OCDE :

**... avec une croissance qui ralentit en Chine...**

- En Chine, la croissance a ralenti avec l'entrée en vigueur des mesures de resserrement des conditions de crédit, et elle devrait rester modérée par rapport à ses performances passées, s'établissant entre 7¼ et 7½ pour

cent cette année et l'année prochaine. Un train de mesures de relance budgétaire d'ampleur modeste permettra de soutenir la croissance à court terme, grâce à un renforcement des investissements dans les chemins de fer et à un coup de pouce aux dépenses consacrées à des projets de logements abordables, et le redressement de la demande extérieure devrait stimuler la hausse des exportations. Une marge d'assouplissement de la politique monétaire existe si des risques financiers de divergence à la baisse par rapport aux prévisions devaient se concrétiser. Les réformes structurelles, notamment l'ouverture du secteur des services aux capitaux privés et les projets d'amélioration de l'aménagement urbain, devraient aussi apporter un soutien à l'activité, même si les effets de ces mesures pourraient ne pas se faire pleinement sentir avant un certain temps.

- ... et en Russie...**

  - En Russie, la croissance devrait ralentir encore en 2014, pour s'établir à ½ pour cent environ, la demande intérieure étant freinée par des incertitudes accrues (comme en témoignent la dégradation de la confiance et l'accroissement de la volatilité sur les marchés de capitaux), le resserrement de la politique monétaire, une inflation élevée et des mesures réglementaires visant à modérer la croissance du crédit. Si les incertitudes et les tensions inflationnistes viennent à se dissiper et les conditions financières à s'améliorer, et si la hausse des recettes pétrolières est mise à profit pour renforcer les dépenses publiques, ne serait-ce que temporairement, la croissance pourrait se rétablir et atteindre 1¾ pour cent environ en 2015.
  
- ... mais qui devrait s'affermir en Inde...**

  - L'accélération de la croissance devrait être progressive en Inde, avec une hausse attendue du PIB de l'ordre de 5 % en 2014 et de 6 % environ en 2015. Le solde extérieur pourrait continuer de dynamiser la croissance cette année, à la faveur de l'amélioration de la compétitivité induite par la dépréciation de la roupie et de restrictions sur les importations d'or. Ces effets devraient s'estomper à mesure que la demande intérieure se redressera. L'atténuation progressive des tensions inflationnistes devrait favoriser une reprise de la consommation privée. Par ailleurs, les retombées des projets d'infrastructure approuvés récemment et la dissipation des incertitudes sur le plan politique après les élections devraient stimuler la croissance de l'investissement, plus particulièrement en 2015.
  
- ... et, dans une moindre mesure, au Brésil**

  - Au Brésil, le rythme de la croissance a ralenti, sous l'effet du resserrement de la politique monétaire, d'une progression plus modérée du crédit et d'incertitudes croissantes sur le plan politique. La croissance devrait diminuer lentement pour s'établir juste en deçà de 2 % cette année, avant de se redresser à près de 2¾ pour cent en 2015. Grâce à la hausse de la demande extérieure et à l'impulsion apportée par la baisse du taux de change réel, la hausse des exportations devrait s'amplifier, notamment en 2014. Toutefois, la demande intérieure ne

devrait se renforcer qu'à mesure que les tensions inflationnistes s'atténueront.

**Les risques ont diminué  
mais restent globalement  
négatifs**

Des risques de dégradation continuent de peser sur la croissance économique dans les pays avancés de l'OCDE. Néanmoins, ils se sont atténués sous l'effet de la consolidation de la reprise économique, d'une orientation globalement favorable des marchés de capitaux et des avancées enregistrées sur le front des réformes structurelles et financières. Les pressions déflationnistes observées dans certains pays de l'OCDE, notamment dans la zone euro, suscitent de nouvelles inquiétudes dans le sens où elles pourraient perdurer, voire s'intensifier en cas de choc négatif sur la demande, de poursuite de l'appréciation monétaire ou de baisse des anticipations d'inflation. Par ailleurs, d'autres risques continuent de peser sur la croissance : interaction entre des vulnérabilités financières dans certaines économies de marché émergentes ; abandon prévu, et nécessaire, de la politique monétaire très accommodante aux États-Unis ; et perspectives incertaines en Chine. Les incertitudes géopolitiques se sont également accrues avec les événements d'Ukraine, qui font peser un risque sur les prévisions au cas où ils auraient un impact négatif sévère sur la croissance, notamment dans nombre d'économies d'Europe centrale et orientale. D'autres risques de longue date subsistent, et pourraient entraîner une détérioration de la situation en raison des faiblesses de la zone euro et des difficultés budgétaires du Japon. Du côté positif, la reprise pourrait se révéler plus vigoureuse que prévu, notamment : si la demande non satisfaite apportait un coup de fouet à la croissance aux États-Unis ; si l'examen de la qualité des actifs contribuait à rétablir la confiance à l'égard des banques de la zone euro ; et si la contribution à l'investissement productif disposant d'une trésorerie importante surpassait les prévisions, à mesure que la reprise s'affermira.

### Évolution du marché du travail

**Le sous-emploi des  
ressources en main-  
d'œuvre diminue  
progressivement...**

Dans l'ensemble de la zone OCDE, le sous-emploi de la main-d'œuvre diminue lentement, avec des évolutions variables selon les pays (tableau 1.3, graphiques 1.7 et 1.8). En dépit d'un recul de ½ point de pourcentage environ au cours de l'année écoulée, le taux de chômage de la zone OCDE reste supérieur de plus de 1½ point de pourcentage à son niveau d'avant la crise, ce qui a des conséquences négatives sur le revenu des ménages et le rythme de la reprise. Les principales évolutions dans les économies de l'OCDE sont les suivantes :

**... aux États-Unis...**

- Aux États-Unis, la croissance de l'emploi reste soutenue. Le taux de chômage reste orienté à la baisse, avec un repli de l'ordre de 1¼ point de pourcentage sur les douze derniers mois, en partie lié à l'arrivée à expiration en janvier de la prolongation de la période d'indemnisation du chômage. Le chômage de longue durée (plus de 12 mois) reste élevé, alors que le chômage de courte durée (moins de six mois) a presque retrouvé son niveau d'avant la crise. Même s'il reste très bas, le taux

Tableau 1.3. **Les conditions du marché du travail devraient s'améliorer lentement**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente						
<b>Emploi</b>						
États-Unis	-0.6	0.6	1.8	1.0	1.6	1.6
Zone euro	-0.4	0.3	-0.7	-0.7	0.2	0.6
Japon	-0.3	-0.1	-0.3	0.7	0.1	-0.1
OCDE	0.3	1.0	1.0	0.7	1.1	1.2
<b>Population active</b>						
États-Unis	-0.2	-0.2	0.9	0.3	0.7	1.1
Zone euro	0.2	0.4	0.6	0.0	0.0	0.2
Japon	-0.3	-0.6	-0.6	0.3	-0.2	-0.2
OCDE	0.5	0.6	1.0	0.6	0.7	0.9
<b>Taux de chômage</b>						
	Pourcentage de la population active					
États-Unis	9.6	8.9	8.1	7.4	6.5	6.0
Zone euro	10.0	10.0	11.2	11.9	11.7	11.4
Japon	5.0	4.6	4.3	4.0	3.8	3.7
OCDE	8.3	7.9	7.9	7.9	7.5	7.2

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

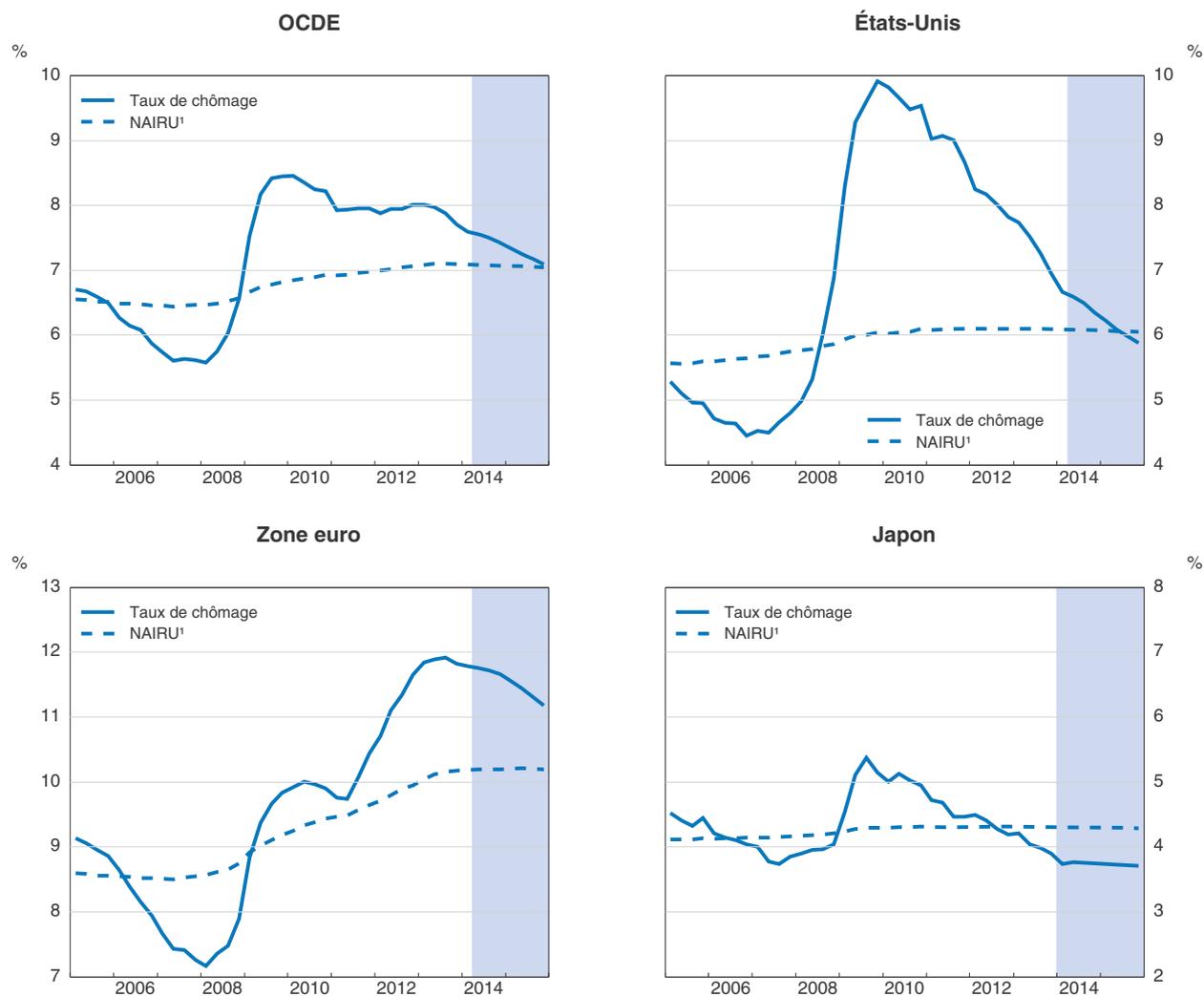
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933054683>

d'activité a récemment diminuer plus lentement, certains travailleurs auparavant découragés réintégrant la population active. Selon les estimations de l'OCDE, l'actuel déficit conjoncturel du taux d'activité (pour les plus de 15 ans) pourrait être limité à un point de pourcentage, et il devrait se résorber totalement au cours des 18 prochains mois au vu des perspectives de croissance économique et de l'évolution démographique. Compte tenu de la poursuite attendue de la croissance de l'emploi, le taux de chômage pourrait continuer de reculer pour passer sous le seuil de 6 % d'ici la fin de 2015. Les tensions salariales pourraient s'accroître relativement rapidement, dans la mesure où quelque analyse empirique donne à penser que le chômage de courte durée exerce une influence plus prononcée que le chômage de longue durée sur la détermination des salaires (Krueger et al., 2014), en raison peut-être de l'opposition entre travailleurs intégrés et travailleurs exclus. Cependant, un volant considérable de ressources économiques inemployées subsiste sous l'effet du travail à temps partiel subi, la part des actifs concernés étant aujourd'hui supérieure de 2 points environ à ce qu'elle était avant la crise (graphique 1.9)<sup>6</sup>. Ce phénomène est pris en compte dans les projections, qui anticipent un redressement très progressif de la rémunération par salarié, à un rythme de 3¼ pour cent environ en taux annualisé au second semestre de 2015.

6. Ces chiffres englobent les travailleurs qui ne parviennent pas à trouver un emploi à temps plein et ceux qui ne peuvent pas augmenter leur temps de travail en raison d'un ralentissement de l'activité ou de la conjoncture. Cette deuxième catégorie a diminué de ½ million de personnes environ au cours de l'année écoulée.

Graphique 1.7. **Le sous-emploi se résorbe lentement**

En pourcentage de la population active



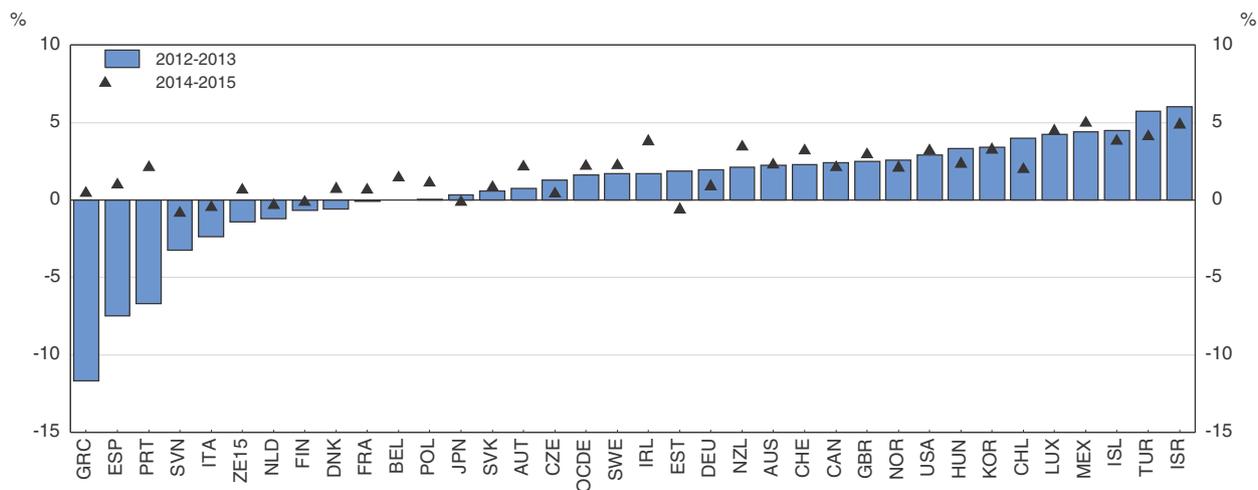
1. Le taux de chômage non-accélérateur de l'inflation (NAIRU) est déterminé à partir d'estimations de l'OCDE.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053277>

- ... au Japon...**
- Au Japon, le taux de chômage a reculé de  $\frac{1}{4}$  point de pourcentage environ ces douze derniers mois, la contraction durable de la population active a cessé, et le ratio offres/demandes d'emploi reste orienté à la hausse, pour atteindre son plus haut niveau depuis plus de six ans. Le taux d'activité des femmes est lui aussi en hausse, de  $\frac{1}{2}$  point de pourcentage, mais à partir il est vrai d'un niveau très modeste. Jusqu'à présent, la progression des salaires a été en grande partie tirée par la hausse des primes et des rémunérations d'heures supplémentaires. Toutefois, si la croissance de la production se poursuit à un rythme suffisant pour maintenir le taux de chômage en deçà du taux viable à long terme estimé par l'OCDE, comme cela est prévu, la croissance des salaires hors primes devrait s'accélérer, la

**Graphique 1.8. L'emploi devrait augmenter dans presque tous les pays de l'OCDE**  
Croissance de l'emploi sur deux ans

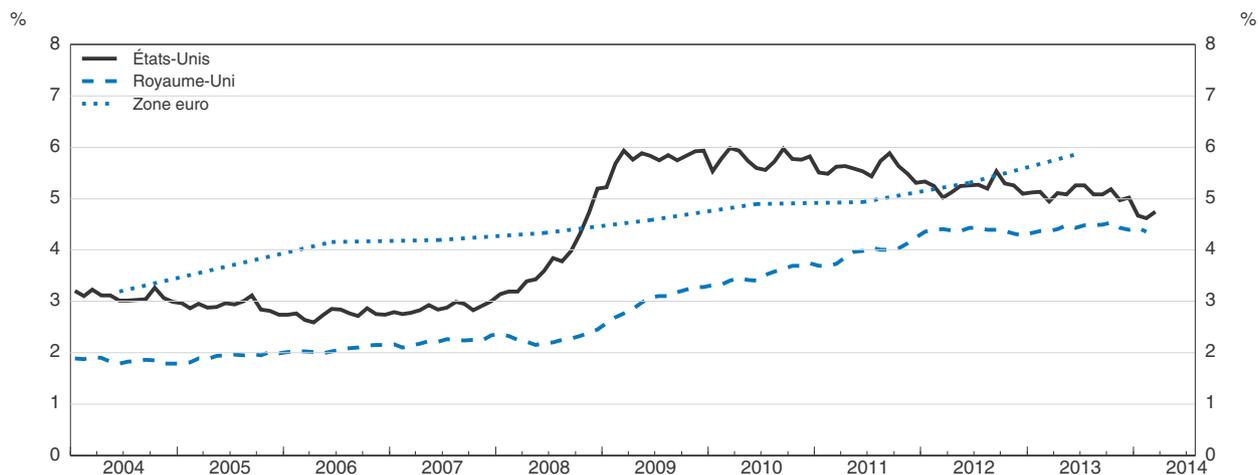


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053296>

**Graphique 1.9. Un volant considérable de ressources économiques inemployées subsiste en raison du travail à temps partiel subi**

Personnes occupant un emploi à temps partiel involontairement, en pourcentage de la population active



Note : Les données se rapportent aux personnes âgées de 16 ans et plus pour les États-Unis et le Royaume-Uni, et à celles âgées de 15 à 74 ans dans le cas de la zone euro. Les données pour les États-Unis se rapportent aux travailleurs à temps partiel pour des raisons économiques, y compris ceux ne pouvant trouver un emploi à temps plein, ainsi que ceux qui travaillent à temps plein mais à horaire réduit. Pour le Royaume-Uni et la zone euro, les données se rapportent aux travailleurs à temps partiel qui ne parviennent pas à trouver un emploi à temps plein.

Source : Bureau de statistiques sur l'emploi (BLS, Bureau of Labor Statistics) des États-Unis ; Eurostat ; Office des statistiques nationales (Office for National Statistics) du Royaume-Uni ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053315>

rémunération totale par salarié devant progresser d'environ 1½ pour cent cette année et de 2½ pour cent en 2015. Les réformes qui restent à mener en vue de renforcer la concurrence sur le marché des produits et d'accroître l'ouverture aux échanges pourraient avoir un effet positif

sur la croissance à moyen terme, ainsi que sur les perspectives d'emploi.

**... et au Royaume-Uni...**

- Au Royaume-Uni, le taux de chômage a diminué plus rapidement que prévu, avec un repli de plus de ½ point de pourcentage au cours des douze derniers mois. La croissance de l'emploi reste dynamique depuis le début de la reprise, et la productivité du travail n'enregistre que des progrès limités. Néanmoins, la proportion de chômeurs de longue durée (plus de 12 mois) dans la population active totale reste supérieure à celle enregistrée avant la crise. Au vu des perspectives de croissance du Royaume-Uni, la progression de l'emploi devrait rester soutenue (graphique 1.8), le taux de chômage étant attendu en baisse pour atteindre 6½ pour cent environ au second semestre de 2015. Compte tenu de la proportion toujours élevée de ressources en main-d'œuvre sous-utilisées en raison du travail à temps partiel (graphique 1.9), la progression des salaires ne devrait se redresser que de manière modérée et s'établir entre 3¼ et 3½ pour cent (taux annualisé) au second semestre de 2015.

**... mais l'actuel sous emploi de la main-d'œuvre dans la zone euro devrait perdurer pendant un certain temps**

- Dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable à un peu moins de 12 % ces douze derniers mois, avec de nouvelles suppressions d'emplois en Italie, un taux d'emploi stable en France et une amélioration continue en Allemagne. En Irlande et au Portugal, le taux de chômage a diminué de 1½ à 2 points de pourcentage au cours de l'année écoulée, à la faveur de la reprise de la croissance de l'emploi. Le chômage de longue durée (plus de douze mois) reste élevé, puisqu'il représente 30 % environ du chômage total. Compte tenu de la reprise modeste attendue dans la zone euro, le volant considérable de ressources de main-d'œuvre inutilisées ne devrait se résorber que lentement. Dans l'ensemble de la zone euro, le chômage ne devrait reculer que d'un peu plus de ½ point de pourcentage au cours des 18 prochains mois, cette contraction étant principalement imputable à la baisse du chômage dans les économies fragiles et à la poursuite de l'embellie sur le front de l'emploi en Allemagne et en Autriche.

**Des réformes restent nécessaires sur le marché du travail pour dynamiser la croissance de l'emploi**

Des réformes du marché du travail s'imposent encore pour soutenir la croissance de l'emploi et éviter ainsi que le chômage conjoncturel persistant ne devienne progressivement structurel. Plusieurs pays de l'OCDE, notamment de nombreux pays de la zone euro sous tension, ont récemment accru les efforts déployés pour améliorer l'utilisation de la main-d'œuvre en modifiant la réglementation du marché du travail et les systèmes de protection sociale (OCDE, 2014). Des réformes supplémentaires restent indispensables pour renforcer et repenser les politiques actives du marché du travail et les politiques sociales de façon à amortir les effets à court terme du chômage élevé et à améliorer la concordance entre demandes et offres d'emploi, notamment dans de nombreux pays européens et aux États-Unis, où ces mesures sont d'autant plus nécessaires que la prolongation de la période

d'indemnisation du chômage est arrivée à son terme en janvier 2014. Une réforme des régimes d'invalidité s'impose également aux États-Unis afin d'atténuer la contraction du taux d'activité<sup>7</sup>. Dans plusieurs pays, et surtout au Japon, des réformes visant à améliorer les services de garde d'enfants et à réduire les aspects du système de prélèvements et de prestations qui découragent le travail des deuxièmes apporteurs de revenu pourraient inciter plus de femmes à travailler. Des réformes des marchés de produits visant à assouplir les restrictions réglementaires dans les secteurs à fort potentiel de création d'emplois pourraient aussi contribuer à améliorer les résultats du marché du travail, notamment au Japon, au Canada, en Allemagne et en France.

### *L'inflation devrait rester faible*

#### *L'inflation devrait progresser lentement...*

Les tensions inflationnistes actuellement modérées au sein de la zone OCDE devraient persister pendant un certain temps encore, le volant de ressources inutilisées dans l'économie ne se résorbant que progressivement. Les anticipations d'inflation à moyen terme demeurant bien ancrées en dépit d'une légère baisse des anticipations à horizon un ou deux ans, l'inflation devrait amorcer une lente progression dans la plupart des économies au cours des 18 prochains mois. Néanmoins, les disparités attendues entre les pays en termes de croissance devraient se traduire par des divergences en matière d'inflation.

#### *... aux États-Unis et au Japon, mais elle se maintiendra à un niveau très faible dans la zone euro*

Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente devrait progresser lentement pour s'approcher de l'objectif d'inflation de 2 % d'ici fin 2015, sous l'effet de la diminution du sous-emploi des ressources économiques et d'un début d'augmentation des tensions sur les coûts. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée au vu des perspectives de croissance et de la faible progression des coûts du travail, pour atteindre 1.2 % (taux annualisé) seulement au second semestre de 2015, soit bien en deçà du seuil de stabilité des prix défini par la BCE. Au Japon, l'inflation sous-jacente des prix à la consommation atteint désormais ¾ pour cent environ en glissement annuel, grâce à la forte hausse des prix des importations, et les anticipations d'inflation à long terme sont orientées à la hausse. L'augmentation du taux de l'impôt sur la consommation en 2014 et celle qui est prévue en 2015 devraient aboutir à une augmentation des prix à la consommation de l'ordre de 2 points de pourcentage et de 1.4 point de pourcentage respectivement. Néanmoins, abstraction faite de ces mesures, une hausse durable de l'inflation nécessitera un redressement significatif de la croissance des salaires hors primes. Ce

7. La baisse du taux d'activité enregistrée ces dernières années aux États-Unis a coïncidé avec une augmentation sensible du nombre de nouveaux bénéficiaires de pensions d'invalidité : la proportion des 20-64 ans qui perçoivent des prestations d'invalidité atteint désormais 7¼ pour cent environ, soit un niveau proche de celui observé dans de nombreuses économies européennes. Il pourrait donc être nécessaire de durcir les conditions d'accès à ces régimes et d'étoffer l'offre de services de réadaptation.

n'est pas encore le cas, mais compte tenu des tensions sur le marché du travail qui contribueront à renforcer la progression des salaires au cours des 18 prochains mois, le taux trimestriel d'inflation sous-jacente annualisé, hors hausse des impôts indirects, pourrait s'établir à près de 1½ pour cent au dernier trimestre de 2015.

**Dans les économies émergentes, les tensions inflationnistes devraient s'apaiser si les cours de change se stabilisent**

Bien que la croissance soit anémique, les tensions inflationnistes sous-jacentes restent considérables dans nombre de grandes économies de marché émergentes, notamment en Inde et au Brésil. Sous l'effet d'importantes dépréciations des cours de change, les prix des importations ont augmenté sensiblement et les anticipations d'inflation ne sont pas totalement ancrées. Ces facteurs devraient commencer à s'atténuer à mesure que le resserrement de la politique monétaire imprimera complètement sa marque sur l'économie, pour autant que les tensions sur les marchés de capitaux ne s'intensifient pas une nouvelle fois. En Inde, la hausse des prix à la consommation a déjà diminué brutalement pour s'établir aux alentours de 8 %, la hausse des prix de l'alimentation étant revenue à des niveaux plus normaux après une période de conditions météorologiques défavorables et un ajustement des prix administrés, et elle devrait continuer à s'apaiser au cours des 18 prochains mois pour ressortir à un peu plus de 6½ pour cent en 2015, grâce à un écart de production négatif modeste. Un résultat comparable est attendu au Brésil, même si l'inflation pourrait y être encore supérieure ou égale à 5¼ pour cent pendant une grande partie de l'année à venir. En Chine, l'inflation globale est montée à environ 2 ½ pour cent, les tensions sur les prix alimentaires ayant commencé à augmenter. L'inflation hors prix des produits alimentaires a atteint près de 1½ pour cent. L'écart de production, positif selon les estimations, est désormais réduit et devrait le rester si l'on se fonde sur les prévisions de croissance de la production, si bien que l'inflation sous-jacente ne devrait progresser qu'à la marge par rapport à son niveau actuel.

### **Déséquilibres mondiaux**

**Les déséquilibres de la balance courante sont appelés à se creuser...**

Bien que les déséquilibres mondiaux se soient considérablement atténués depuis 2008, ils devraient selon les prévisions s'accroître de nouveau en 2014 et 2015 (tableau 1.4). Des mesures supplémentaires de réforme structurelle propices à la croissance pourraient contribuer à réduire les déséquilibres entre épargne et investissement dans de nombreux pays, de même qu'une poursuite de l'assainissement budgétaire dans plusieurs économies présentant un déficit extérieur.

**... aux États-Unis...**

- Aux États-Unis, la vigueur relative de la demande intérieure a eu pour effet de gonfler le déficit hors pétrole en 2013, mais cette situation a été compensée par la croissance des exportations de services et le recul des importations nettes de produits pétroliers. À l'avenir, la poursuite de la forte augmentation de la demande intérieure devrait aboutir à un nouveau creusement du déficit de la balance courante des États-Unis,

Tableau 1.4. **Le commerce mondial se renforcera mais seulement graduellement***Échanges de biens et services*

	2011	2012	2013	2014	2015
	Pourcentage de variation				
<b>Commerce international<sup>1</sup></b>	6.5	3.2	3.0	4.4	6.1
Exportations de la zone OCDE	6.2	2.9	1.9	4.1	5.5
Importations de la zone OCDE	5.4	1.3	1.0	3.6	5.5
<b>Prix du commerce extérieur<sup>2</sup></b>					
Exportations de la zone OCDE	9.1	-3.8	0.4	2.4	1.5
Importations de la zone OCDE	10.7	-2.9	-0.4	2.3	1.5
Exportations de la zone non-OCDE	14.3	-0.1	-1.7	-0.1	2.7
Importations de la zone non-OCDE	11.1	-0.4	-1.4	-0.9	2.3
	Pourcentage du PIB				
<b>Balances des opérations courantes</b>					
États-Unis	-2.9	-2.7	-2.3	-2.5	-2.9
Japon	2.0	1.1	0.7	0.2	0.7
Zone euro	0.8	2.1	2.8	3.1	3.2
OCDE	-0.6	-0.5	-0.1	0.0	0.0
Chine	1.9	2.6	2.0	1.2	1.5
	Milliards de dollars				
OCDE	-281	-213	-28	-6	-25
États-Unis	-458	-440	-379	-436	-544
Japon	118	66	34	11	34
Zone euro	106	251	362	416	444
Non-OCDE	622	561	438	414	458
Chine	136	215	183	114	161
Pays grands producteurs de pétrole	580	568	451	446	486
Reste du monde	-94	-222	-195	-146	-188
Monde	341	349	411	409	433

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

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

2. Valeurs unitaires moyennes en dollars.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933054702>

qui devrait atteindre 3 % du PIB d'ici la fin de 2015. Des risques de divergence à la hausse existent si la part des investissements productifs dans les dépenses augmente, car ils sont plus fortement consommateurs d'importations que les autres catégories de dépenses. Des réformes visant à amoindrir la générosité du traitement fiscal des charges d'intérêts et des mesures d'assainissement budgétaire pourraient contribuer à stimuler l'épargne en diminuant le recours aux financements par emprunt. Une telle évolution permettrait d'améliorer l'affectation des ressources et de réduire les déficits budgétaire et extérieur.

### ... dans la zone euro...

- Au niveau de la zone euro, l'excédent global de la balance courante a continué à progresser en 2013 pour dépasser légèrement 2¾ pour cent du PIB, et il devrait continuer sur cette lancée pour s'établir aux alentours de 3¾ pour cent du PIB d'ici 2015. Cette évolution reflète la conjonction de deux phénomènes, l'existence d'excédents extérieurs

importants et persistants en Allemagne et aux Pays-Bas, et une amélioration marquée des soldes extérieurs des économies vulnérables. Dans ces dernières, des ajustements significatifs ont été effectués et la demande intérieure a été lourdement comprimée, tandis que l'existence de ressources inutilisées conjuguée à la mise en œuvre de réformes structurelles ont contribué à améliorer la compétitivité des prix et des coûts. L'Irlande, l'Espagne, l'Italie et, plus récemment, le Portugal et la Grèce, affichent désormais une balance courante excédentaire et tous devraient voir cet excédent augmenter en 2014 et en 2015, notamment grâce à des améliorations de leur compétitivité extérieure. Néanmoins, dans la plupart de ces pays, des progrès et des réformes supplémentaires sont nécessaires pour aider à faire baisser l'endettement extérieur net, élevé, et garantir des niveaux des coûts relatifs propres à assurer la stabilité de la dette extérieure dans des conditions conjoncturelles normales. Parmi les priorités, il faudra notamment se tenir aux ambitieux objectifs budgétaires à moyen terme déjà définis et procéder comme convenu aux réformes des marchés du travail et des produits afin de renforcer la productivité et à améliorer la compétitivité prix et hors prix. Des réformes s'imposent également dans les pays qui affichent un excédent extérieur pour rééquilibrer et consolider la croissance, empêcher que l'ajustement à l'échelle de la zone soit par trop unilatéral et limiter les risques d'une intensification des pressions désinflationnistes et de nouvelles augmentations de l'excédent extérieur pour l'ensemble de la zone. En particulier, il est absolument impératif de continuer à améliorer les perspectives d'investissement nationales en procédant à des réformes des marchés de produits et ouvrir ainsi des secteurs protégés comme les services professionnels ou les industries de réseau. En plus des réformes dans certaines économies spécifiques, des initiatives supplémentaires à l'échelle de la zone, destinées à renforcer la concurrence (par exemple au niveau de l'UE, des mesures de consolidation du marché unique) ainsi qu'à améliorer l'offre de crédit aux entreprises par un renforcement du système bancaire, permettraient de stimuler l'investissement et contribueraient à réduire l'excédent extérieur de la zone.

**... et, dans une moindre mesure, au Japon...**

- Au Japon, la balance courante est restée excédentaire en 2013 si l'on considère l'ensemble de l'année, bien qu'un déficit ait été enregistré au quatrième trimestre. La dépréciation du taux de change effectif du yen a permis de doper le solde des revenus d'investissements, mais n'a eu que peu d'impact sur la balance commerciale, dont le déficit s'est accentué. L'essor des importations reflète à la fois la vigueur de la demande intérieure et l'ampleur des importations d'énergie. De plus, le rebond attendu des exportations sous l'effet de la dépréciation du yen ne s'est pas produit, les exportateurs préférant maintenir leurs prix fixés en devises pour améliorer leur rentabilité. La croissance des exportations devrait augmenter et l'assainissement budgétaire devrait

freiner la croissance de la demande intérieure à partir du deuxième trimestre de 2014, la balance commerciale devrait s'améliorer au cours des 18 prochains mois, ce qui permettra à terme de stabiliser l'excédent extérieur global aux alentours de  $\frac{3}{4}$  pour cent du PIB.

**... mais à se réduire en Chine...**

- En Chine, l'excédent global de la balance courante a diminué en 2013 pour s'établir aux alentours de 2 % du PIB. Alors que l'augmentation de la demande intérieure devrait probablement rester forte par rapport à celle que devraient enregistrer les principaux partenaires commerciaux du pays tout au long de 2014-2015, l'excédent extérieur devrait continuer à reculer modestement pour s'établir aux alentours de  $1\frac{1}{2}$  pour cent du PIB en 2015, à condition que le taux de change effectif ne se déprécie pas sensiblement. Parmi les réformes structurelles susceptibles de réduire encore l'excédent extérieur en rendant l'épargne intérieure moins nécessaire, on retiendra le développement du secteur financier et la mise en place de filets de protection sociale. Il est probable que de nouveaux progrès seront accomplis dans ces domaines à la suite des décisions prises lors du Troisième plénum du parti au pouvoir.

**... et dans les économies émergentes présentant un déficit extérieur élevé**

- Parmi les grandes économies de marché émergentes ayant un déficit extérieur élevé, certaines améliorations ont déjà été constatées, grâce à la conjonction des fortes dépréciations de la monnaie observées récemment et du resserrement des politiques monétaires et macroprudentielles internes. Le retournement de la balance commerciale a été particulièrement rapide en Inde et en Indonésie, en partie sous l'effet de mesures ponctuelles qui pourraient ne pas durer, alors que les ajustements ont été moindres en Afrique du Sud et au Brésil. Dans toutes ces économies, le déficit extérieur devrait s'établir d'ici 2015 à un niveau inférieur d'au moins  $\frac{3}{4}$  pour cent du PIB à celui de 2013. À ce jour, la Turquie n'a réalisé que peu de progrès, accusant un déficit extérieur qui s'est creusé jusqu'à atteindre 8 % du PIB en 2013. Grâce au resserrement récent qui va contribuer à modérer la hausse de la demande intérieure et à améliorer les performances à l'exportation, le déficit devrait revenir à  $6\frac{1}{2}$  pour cent du PIB cette année, avant de dérapier de nouveau pour atteindre 7 % en 2015, la dépendance par rapport à des financements extérieurs rendant le pays vulnérable à tout basculement de la perception des risques au niveau mondial. Dans tous ces pays, les pouvoirs publics sont face à des priorités, parmi lesquelles on peut citer la nécessité d'un assainissement des finances publiques lorsque les déficits budgétaires sont élevés (comme c'est le cas en Inde) et d'adopter des réformes structurelles pour alléger les contraintes du côté de l'offre, de renforcer les perspectives de croissance intérieures et d'améliorer les incitations aux entrées de capitaux à long terme, réduisant ainsi la dépendance par rapport à des flux de capitaux à court terme plus volatils.

## Impératifs de politique économique dans les grandes économies

**Les politiques monétaires doivent continuer à soutenir l'activité dans les pays de l'OCDE, bien qu'à des degrés divers**

L'amorce de reprise et le volant de ressources inutilisées qui, selon les estimations, reste important, nécessitent une politique macroéconomique accommodante, mais avec des orientations de plus en plus différenciées d'une grande zone de l'OCDE à l'autre. Dans de nombreux pays, la dette publique reste élevée et au niveau de l'OCDE, elle devrait simplement se stabiliser au cours des 18 prochains mois (tableau 1.5), limitant la marge d'utilisation de la politique budgétaire pour soutenir l'économie. Dans un contexte qui reste caractérisé selon les estimations par des écarts de production encore marqués, un chômage élevé et une inflation inférieure aux objectifs, la politique monétaire doit donc rester accommodante. Cela étant, la reprise étant plus avancée aux États-Unis et au Royaume-Uni, la relance par la politique monétaire devrait y être progressivement réduite, ce qui n'est pas le cas au Japon, où un assouplissement supplémentaire est déjà prévu, et dans la zone euro, où un surcroît de mesures accommodantes s'impose. En Chine,

Tableau 1.5. **Les situations budgétaires vont continuer de s'améliorer**

En pourcentage du PIB / PIB potentiel

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>États-Unis</b>					
Solde effectif	-10.7	-9.3	-6.4	-5.8	-4.6
Solde sous-jacent	-8.7	-7.8	-5.2	-4.9	-4.1
Solde primaire sous-jacent	-5.7	-4.8	-3.0	-2.4	-1.7
Engagements financiers bruts	98.8	102.1	104.3	106.2	106.5
<b>Zone euro</b>					
Solde effectif	-4.1	-3.7	-3.0	-2.5	-1.8
Solde sous-jacent	-3.6	-2.3	-1.5	-1.0	-0.6
Solde primaire sous-jacent	-1.0	0.3	0.9	1.4	1.8
Engagements financiers bruts	95.9	104.4	106.7	107.7	106.9
<b>Japon</b>					
Solde effectif	-8.8	-8.7	-9.3	-8.4	-6.7
Solde sous-jacent	-8.0	-8.1	-8.8	-8.2	-6.8
Solde primaire sous-jacent	-7.2	-7.2	-7.9	-7.1	-5.4
Engagements financiers bruts	209.5	216.5	224.6	229.6	232.5
<b>OCDE</b>					
Solde effectif <sup>1</sup>	-6.5	-5.9	-4.6	-3.9	-3.2
Solde sous-jacent <sup>2</sup>	-5.9	-5.1	-3.9	-3.5	-2.8
Solde primaire sous-jacent <sup>2</sup>	-3.7	-2.9	-2.0	-1.5	-0.8
Engagements financiers bruts <sup>2</sup>	102.1	107.1	109.5	111.1	111.2

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

1. Excluant le Chili et le Mexique.

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

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933054721>

la politique monétaire devra être assouplie au cas où la croissance ralentirait fortement. Il faudrait également mettre en place au moment opportun des mesures prudentielles pour freiner progressivement l'expansion du crédit, et des contraintes budgétaires plus strictes devraient être imposées aux collectivités locales. Dans plusieurs autres économies émergentes, il faudra peut-être encore durcir la politique monétaire et améliorer la situation budgétaire.

**La prudence s'impose lors  
du freinage de la relance  
monétaire**

Pendant la période concernée par les projections, les taux directeurs resteront probablement faibles par rapport à leurs normales antérieures et par rapport à des règles de référence simples<sup>8</sup>. Une telle évolution fait peser certaines menaces sur la stabilité des prix et sur la stabilité financière à l'avenir. Néanmoins, il conviendra de faire preuve de prudence lors de l'abandon de la relance monétaire, car les taux directeurs sont déjà nuls ou proches de zéro. Malgré les progrès réalisés vers l'amélioration des finances publiques, un assainissement supplémentaire soutenu sera nécessaire dans plusieurs pays au cours des années à venir, et il devra être dans une certaine mesure compensé par la politique monétaire. Les incertitudes entourant le niveau des taux d'intérêt neutres après la crise, et la possibilité qu'ils soient en fait inférieurs à ce qu'ils étaient avant la crise, constitue un autre argument en faveur du maintien de faibles taux directeurs. Selon des estimations actualisées de l'OCDE relatives aux taux d'intérêt neutres (Bouis et al., 2013), ceux-ci sont restés négatifs en termes réels en 2013. Bien que ces estimations soient par essence entourées d'incertitudes, elles semblent indiquer qu'avec des écarts de production nuls et une inflation conforme à l'objectif, la faiblesse des taux directeurs pourrait persister plus longtemps que par le passé.

**États-Unis**

**Aux États-Unis, un freinage  
progressif de la relance  
monétaire s'impose...**

La politique monétaire accommodante reste justifiée, mais elle devrait être progressivement atténuée. L'accompagnement monétaire est nécessaire dans la mesure où le volant de ressources actuellement inutilisées dans l'économie demeure important (avec un écart de production négatif estimé à 3½ pour cent du PIB en 2013), l'inflation est modeste et les anticipations d'inflation sont bien ancrées. Toutefois, une modération de la relance monétaire sera nécessaire compte tenu de la réduction prévue des écarts de production et de chômage et de la hausse attendue de l'inflation, qui devrait approcher de son objectif. Des risques existent qu'une politique monétaire durablement et fortement accommodante n'aboutisse à un désancrage des anticipations d'inflation et ne génère une fois encore des bulles spéculatives. L'intention manifestée par la Réserve fédérale de ramener ses achats mensuels de titres de leur montant de 55 milliards USD en avril à zéro au second semestre semble appropriée car cela permettrait aux taux directeurs

8. En particulier, différentes variantes de la règle de Taylor.

d'entamer une hausse en 2015, comme l'envisagent actuellement les membres du Comité de politique monétaire (FOMC) et comme l'attendent les marchés. Le taux de chômage étant revenu aux alentours de 6½ pour cent, la Réserve fédérale a modifié à juste titre ses indications prospectives en mars en ne se référant plus au seuil de chômage qu'elle entendait initialement utiliser pour décider d'éventuels relèvements de taux et en faisant savoir qu'elle se servirait d'un éventail d'indicateurs large et transparent, notamment des indicateurs concernant les marchés du travail et les marchés de capitaux ainsi que l'inflation. Elle a également déclaré qu'il serait probablement indiqué de ne pas modifier la fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux à « pendant une durée considérable » une fois achevé le programme d'achat d'actifs, surtout si l'inflation prévue devait rester sous la barre de l'objectif de 2 %, et si les anticipations d'inflation à long terme étaient bien ancrées. Cet abandon de critères conditionnés par la conjoncture au profit de critères qualitatifs reflète le fait que pendant la période de retour progressif à la normale de la politique monétaire, les indications devraient être utilisées pour apaiser les attentes des marchés plutôt que pour stimuler davantage l'activité.

**... et elle doit être accompagnée d'une stratégie de communication soigneusement conçue pour préparer les investisseurs**

Une sortie par les États-Unis de la politique monétaire très accommodante dans le contexte d'un raffermissement de l'économie américaine serait bénéfique à l'économie mondiale, mais pourrait aussi avoir d'inévitables retombées négatives à court terme. Même si les dernières décisions de la Réserve fédérale consistant à réduire ses achats d'actifs n'ont pas entraîné de ventes massives d'obligations comme on l'avait observé à la mi-2013, et même si la perception des risques par les investisseurs est de plus en plus différenciée d'une économie de marché émergente à l'autre (voir plus haut), il existe toujours un risque de hausse brutale des rendements des obligations américaines qui aurait des retombées sur d'autres pays, notamment les économies de marché émergentes (Rawdanowicz *et al.*, 2014). Pour éviter un surajustement des rendements et une déstabilisation des marchés de capitaux, aux États-Unis et à l'étranger, la Réserve fédérale devra s'employer à normaliser ses taux d'intérêt et son portefeuille d'actifs à un rythme modéré, et y préparer les investisseurs en adoptant une stratégie de communication soigneusement conçue. Par exemple, elle pourrait envisager de donner des indications sur la trajectoire qui permettra de porter les taux directeurs vers leur niveau à moyen terme et sur le calendrier retenu pour parvenir à la normalisation de son bilan. Le processus de normalisation s'annonce délicat, car il s'agit de trouver un juste équilibre face à des risques de divergence à la baisse par rapport aux prévisions qui persistent, même s'ils s'atténuent, et à des vents budgétaires contraires, ainsi qu'aux incertitudes quant aux effets durables de la crise sur les capacités productives, au niveau des taux d'intérêt neutres et à la transmission de la politique monétaire.

**L'assouplissement de l'assainissement budgétaire est approprié, mais il faut encore s'employer à régler les problèmes budgétaires à long terme**

Le ralentissement de l'assainissement est justifié dans la mesure où la situation budgétaire à moyen terme s'est fortement améliorée. L'assainissement budgétaire marque fortement le pas cette année et les incertitudes entourant la trajectoire budgétaire à moyen terme ont également reculé. Le freinage budgétaire, estimé à 1¼ pour cent du PIB en 2013, ne devrait plus en représenter que ⅔ pour cent environ en 2014 et 2015 (tableau 1.5). Cette diminution s'explique en partie par l'adoption, en décembre 2013, du Bipartisan Budget Act qui a remplacé les réductions de dépenses qui devaient intervenir en 2014 au titre du mécanisme de réduction automatique des dépenses par un léger relèvement du plafond de dépenses pour 2014 et 2015. Cette loi de finances a également pour effet de réduire le risque de surprises concernant la trajectoire à moyen terme des dépenses fédérales : après 2015 en effet, les dépenses discrétionnaires devraient suivre la voie tracée par le mécanisme de réduction automatique. Le relèvement du plafond de la dette intervenu au début de février a permis de résoudre la dernière source importante d'incertitudes budgétaires jusqu'à l'année prochaine au moins, car la prochaine date-butoir relative au plafond de la dette interviendra probablement à la fin de 2015. La facilité relative avec laquelle le relèvement a été adopté permet aussi d'espérer que les futures échéances budgétaires provoqueront moins de perturbations que cela n'a été le cas ces dernières années. Dans une perspective à plus long terme, les parlementaires doivent encore se mettre d'accord sur un programme de réductions de dépenses, notamment des réformes des systèmes de santé, ou de hausse des recettes pour tenter de résoudre le problème des tensions que la hausse du coût des soins de santé et du vieillissement de la population feront peser sur les finances publiques.

### **Royaume-Uni**

**Au Royaume-Uni, la politique monétaire devrait rester accommodante, mais être progressivement resserrée l'année prochaine...**

Avec un taux de chômage en recul qui retrouve presque son niveau seuil, la Banque d'Angleterre a complété en février ses indications prospectives, ce qui, comme aux États-Unis, se justifiait par le fait que l'objectif de ces indications évolue à mesure que le début de la normalisation de la politique monétaire se rapproche<sup>9</sup>. Plusieurs éléments, comme le recul récent de l'inflation et des anticipations d'inflation, l'absence de tensions inflationnistes immédiates, notamment compte tenu de l'ampleur du volant estimé de ressources inemployées (même s'il se réduit plus rapidement qu'escompté) et de la faible hausse des salaires, et l'amorce de la reprise, laissent à penser que l'actuelle politique de relance devrait être maintenue en 2014. En revanche, à compter de l'année prochaine, le taux directeur devrait être relevé progressivement, comme les marchés s'y attendent actuellement, pour garantir la stabilité des prix et la

9. La Banque d'Angleterre a fourni des indications qui valent une fois le seuil de chômage atteint ; en outre, elle a indiqué qu'il restait encore une marge d'absorption des capacités excédentaires avant le relèvement du taux directeur, et que selon ses prévisions, la transition vers un taux normal (qui sera probablement inférieur à moyen terme à son niveau d'avant la crise) serait progressive, la trajectoire effective dépendant toutefois des évolutions économiques.

stabilité financière. D'ici la fin de 2015, les écarts au niveau de l'emploi et de la production devraient être largement comblés et l'inflation sera proche de son objectif, tandis que les taux directeurs seront probablement très en-deçà des niveaux neutres, même si ceux-ci pourraient être inférieurs à ce qu'ils étaient avant la crise. Le resserrement de la politique monétaire devrait être accompagné de mesures prudentielles prises en temps voulu pour parer aux risques de hausse excessive des prix des logements. Lorsque le relèvement des taux directeurs démarrera, il serait souhaitable que la Banque d'Angleterre donne des indications claires et transparentes sur la trajectoire probable des taux d'intérêt et sur le calendrier des mesures devant aboutir à terme à la normalisation de son bilan.

**... et l'assainissement budgétaire devrait s'accélérer comme prévu**

L'assainissement budgétaire structurel se poursuit à un rythme régulier, de l'ordre de 1 % du PIB cette année. Parallèlement, le déficit nominal diminue plus rapidement que prévu auparavant, mais cette rapidité a peut-être principalement des raisons conjoncturelles. Alors que la reprise est en train de s'affermir, le gouvernement devrait, comme prévu, donner un coup d'accélérateur à l'ajustement budgétaire structurel et mettre davantage l'accent sur les réductions de dépenses. Toutes les mesures nécessaires au respect du resserrement prévu devraient être précisées, pour renforcer la crédibilité du plan.

### **Japon**

**Au Japon, la mise en œuvre de la stratégie en trois volets des autorités est en cours**

Les autorités mettent résolument en œuvre leur programme d'action en trois volets : une politique monétaire très expansionniste destinée à mettre fin à la déflation et à réaliser l'objectif d'inflation de 2 % ; une politique budgétaire flexible visant à soutenir temporairement l'économie ; et des réformes structurelles destinées à renforcer la croissance potentielle de l'économie. Jusqu'ici, les progrès les plus évidents ont été accomplis dans les domaines monétaire et budgétaire, mais il reste beaucoup à faire pour améliorer rapidement les politiques structurelles.

**Des réformes structurelles audacieuses seront essentielles à la réussite de cette stratégie**

Il est maintenant fondamental que soient mises en œuvre des réformes structurelles pour stimuler la croissance économique et contribuer du même coup à atténuer les problèmes budgétaires. Les autorités ont indiqué des objectifs chiffrés dans la nouvelle stratégie destinée à porter le taux de croissance potentiel du Japon à 2 % (sachant que son niveau actuel est estimé par l'OCDE aux alentours de ¾ pour cent), mais un certain flou entoure les modalités de réalisation de ces objectifs<sup>10</sup>. Les stratégies de réforme des secteurs de l'agriculture et de l'énergie sont

10. Même si ces objectifs étaient atteints, leur réalisation pourrait ne pas suffire pour assurer une hausse sensible de la croissance potentielle. Ainsi, l'objectif consistant à porter le taux d'emploi des femmes de 25 à 44 ans de 68 % à 73 % en 2020, pour partie en éliminant les listes d'attente dans les centres d'accueil des jeunes enfants d'ici à 2017, aura des effets globaux relativement modestes. Dans l'hypothèse où cet ajustement prendrait huit ans, le taux de croissance de l'emploi global s'en trouverait rehaussé de 0.2 point de pourcentage par an en moyenne et l'augmentation connexe du taux de croissance moyen annuel de la production potentielle serait de 0.1 point de pourcentage.

conformes aux recommandations de l'OCDE (OCDE, 2013d). Cependant, il est urgent de procéder à des réformes plus audacieuses. Il s'agit de modifier fondamentalement les marchés de produits, notamment d'accentuer l'ouverture internationale, pour renforcer la concurrence, favoriser des gains d'efficacité et promouvoir l'innovation, en particulier dans le secteur des services, qui accuse un retard de productivité. Les indicateurs de réglementation des marchés de produits de l'OCDE montrent que les obstacles existant dans certaines industries de réseau au Japon figurent parmi les plus importants de la zone OCDE et que les restrictions qui s'appliquent aux services sont loin de produire les meilleures performances, même si elles sont proches de la moyenne de l'OCDE. Il y a donc place pour de larges améliorations qui stimuleraient les niveaux de vie et faciliteraient le rétablissement de la viabilité budgétaire au Japon.

**Les autorités devraient procéder à un assainissement régulier des finances publiques afin de réduire le risque de turbulences sur les marchés de capitaux**

L'orientation de la politique budgétaire du Japon est en train de s'inverser radicalement, l'assouplissement budgétaire d'une ampleur de  $\frac{3}{4}$  point de PIB opéré l'an dernier cédant la place à une correction des comptes publics de même envergure en 2014. Le resserrement budgétaire de cette année étant en grande partie imputable à l'augmentation de la taxe sur la consommation, si l'on tient compte du calendrier et de la composition du plan de relance destiné à compenser en partie l'impact négatif de ce resserrement sur l'économie ainsi que d'autres mesures telles que la réduction de l'impôt sur les sociétés, il apparaît que l'effet de freinage exercé sur la croissance du PIB cette année sera sans doute relativement modéré. Il sera nettement plus prononcé en 2015, où un assainissement budgétaire avoisinant  $1\frac{3}{4}$  point de PIB est prévu, notamment une forte réduction des dépenses d'investissement qui tendent à se caractériser par un multiplicateur budgétaire élevé. Les pouvoirs publics ont approuvé un nouveau programme budgétaire à moyen terme en août dernier, confirmant qu'ils visent à ramener le déficit budgétaire primaire (en pourcentage du PIB) des administrations centrale et locales d'un niveau estimé à 6.7 % du PIB sur l'exercice budgétaire qui vient de s'achever à 3.3 % sur l'exercice 2015, à obtenir un excédent primaire d'ici à l'exercice 2020 et à réduire ensuite régulièrement le ratio de la dette publique. Il ne sera pas aisé d'atteindre l'objectif de 2015 en s'appuyant sur les mesures adoptées à ce jour, même en retenant des hypothèses de croissance optimistes. En tout état de cause, le respect d'objectifs spécifiques concernant le déficit budgétaire de base est sans doute moins important pour renforcer la confiance des marchés que la réalisation de progrès réguliers vers la viabilité des finances publiques. La priorité des pouvoirs publics devrait être de présenter un programme à long terme détaillé et crédible de mesures d'assainissement des finances publiques. Ce programme devrait intégrer des réformes de la sécurité sociale destinées à limiter l'augmentation des dépenses, en particulier dans les domaines des soins de santé et de la prise en charge de longue durée, ainsi qu'à accroître les recettes. Il contribuera à réduire le risque

d'un changement brutal d'attitude des marchés qui pourrait enclencher une spirale de réactions négatives (OCDE, 2013b). Étant donné le niveau déjà très élevé de la dette publique, une augmentation des rendements réels des obligations souveraines, ou des chiffres de croissance décevants, entraîneraient une sérieuse dégradation de la dynamique de la dette.

**Une politique monétaire de plus en plus accommodante est nécessaire**

L'inflation, observée et anticipée, a augmenté de manière très sensible depuis le début du programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif, en avril 2013. Toutefois, elle demeure inférieure à l'objectif retenu et devrait, selon les prévisions de l'OCDE, le rester (abstraction faite des effets de la hausse de la taxe sur la consommation) au moins jusqu'à la fin de 2015. Il convient donc de continuer à renforcer l'orientation expansionniste, déjà marquée, de la politique monétaire à moyen terme comme prévu. Si l'inflation devait s'inscrire de manière persistante en deçà de l'objectif visé et si le ralentissement économique devait se révéler plus prononcé que prévu, il pourrait être opportun de recourir à l'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif encore plus largement que cela n'est prévu actuellement (à savoir un doublement de la base monétaire entre fin 2012 et fin 2015), nonobstant les risques associés à une telle mesure. Dans cette optique, une augmentation des achats d'obligations d'État à long terme et d'obligations privées pourrait être envisagée, plutôt qu'une expansion des deux programmes de prêts aidés, comme celle qui a eu lieu récemment. Ces programmes de prêts peuvent en effet être une source d'inefficiences, étant donné que les coûts de financement élevés et l'accès limité aux fonds nécessaires ne semblent pas faire obstacle à la distribution du crédit bancaire, et que les prêts ciblés sur des secteurs spécifiques dans le cadre de l'un des programmes risquent de fausser l'affectation des ressources et les conditions de concurrence.

**Zone euro**

**Dans la zone euro, des mesures supplémentaires de relance monétaire s'imposent**

La très faible inflation sous-jacente et l'ample volant de ressources économiques inutilisées observés dans la zone euro devraient persister pendant plusieurs trimestres<sup>11</sup>. En conséquence, le taux des opérations principales de refinancement devrait être abaissé à zéro et le taux de la facilité de dépôt éventuellement fixé à un niveau légèrement négatif, et ces taux devraient être maintenus à ces niveaux au moins jusqu'à fin de 2015. Ces mesures, conjuguées aux récentes améliorations de la situation des marchés de capitaux, devraient contribuer à faire baisser les taux interbancaires au jour le jour et, en fin de compte, les taux débiteurs bancaires (encadré 1.4), contribuant ainsi à stimuler la croissance et à renverser les pressions déflationnistes. Des mesures non conventionnelles supplémentaires seraient nécessaires si l'inflation n'a pas montré des

11. L'estimation par l'OCDE de l'écart de production négatif de 2013 a été ramenée à 3½ pour cent du PIB en raison de la révision à la baisse de la croissance du PIB potentiel réel (chapitre 4).

signes clairs de retour pour atteindre l'objectif de la BCE ou, à plus forte raison, si la menace d'un scénario déflationniste se précisait. De telles mesures devraient être prises rapidement, même si les anticipations d'inflation paraissent encore bien ancrées ; en effet, il est possible que ces anticipations ne soient stables que parce les mesures correctives sont supposées être déjà en place, et elles pourraient donc évoluer brutalement s'il apparaissait que les pouvoirs publics restent inactifs. Il est par conséquent judicieux que la Banque centrale européenne (BCE) ait déclaré qu'elle était prête à intervenir rapidement et vigoureusement et que toutes les options étaient envisageables. La BCE pourrait notamment mettre fin à la stérilisation des opérations réalisées dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP)<sup>12</sup> et fournir des financements par le biais de nouvelles opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) assorties d'échéances plus longues, éventuellement en appliquant un taux directeur constant proche de zéro. Des achats d'obligations d'État ou de sociétés, ou des programmes destinés à stimuler le crédit bancaire au secteur privé non financier, pourraient également être envisagés.

**Les risques de regain de tensions sur les marchés de capitaux imposent l'adoption de mesures supplémentaires...**

**... notamment la réalisation d'une évaluation complète et crédible des niveaux de capitalisation des banques...**

Compte tenu de la faiblesse de la reprise, de l'existence de pressions désinflationnistes et du caractère inachevé des réformes structurelles, il subsiste un risque que des tensions ressurgissent sur les marchés de capitaux et entravent la reprise. Il demeure donc urgent d'assainir le secteur bancaire, de poursuivre la mise en place d'institutions efficaces et d'entretenir la dynamique des réformes.

- L'évaluation complète des banques de la zone euro réalisée par la BCE et l'Autorité bancaire européenne (ABE) cette année sera essentielle pour rétablir la confiance à l'égard du système bancaire et réduire au minimum les risques de tensions perturbatrices sur les marchés de capitaux. L'état des bilans des banques s'améliore progressivement et elles ont renforcé leurs fonds propres (ABE, 2013), ce qui s'est traduit par une réduction des primes des contrats d'échange sur risque de défaillance (CDS, *Credit Default Swaps*) et une hausse des cours des actions. Néanmoins, les processus de désendettement et de recapitalisation ne sont pas terminés et la croissance des actifs dépréciés se poursuit. Cette évaluation complète devrait être mise à profit pour fournir des estimations fiables des besoins en fonds propres et être suivie de mesures rapides de recapitalisation ou, si nécessaire, de procédures de résolution des défaillances bancaires. Si tel devait être le cas, les conditions de crédit offertes par les banques pourraient s'assouplir (encadré 1.4), ce qui entraînerait un risque de divergence à la hausse du rythme de la reprise par rapport aux prévisions. Les seuils retenus pour évaluer l'adéquation des capitaux propres en termes de ratio de fonds propres de base (*Core Tier 1*) ont été fixés à 8 % des actifs

12. Cela pourrait entraîner une augmentation de la liquidité de l'ordre de 175 milliards EUR, soit un doublement approximatif de l'excédent de liquidité.

pondérés en fonction des risques dans le scénario de référence et à 5.5 % dans le scénario défavorable (BCE, 2014c). Ils correspondent aux exigences réglementaires minimales en vigueur et semblent adéquats, étant donné les scénarios macroéconomiques exigeants<sup>13</sup> (BCE, 2014d). Il serait cependant souhaitable que les niveaux des ratios de levier dans le scénario défavorable soient communiqués, dans la mesure où certains éléments laissent à penser que cet indicateur a une capacité prédictive des tensions financières supérieure à celle des ratios de fonds propres pondérés en fonction des risques<sup>14</sup>. L'adoption d'une définition commune des actifs improductifs est bienvenue, dans la mesure où elle contribuera à une évaluation des actifs et de l'adéquation des provisions pour pertes sur prêts cohérente entre les pays. Pour réduire au minimum le risque d'un regain de tensions, il est crucial d'indiquer clairement comment il sera remédié aux déficits de fonds propres qui seraient identifiés pour des banques viables<sup>15</sup>. Si le processus de recapitalisation devait être rapide et couronné de succès, il pourrait également se traduire par un risque de divergence à la hausse par rapport aux prévisions, dans la mesure où il renforcerait la confiance et accélérerait le rythme de la reprise.

**... l'achèvement de la mise en place d'une union bancaire à part entière aussi rapidement que possible...**

- Une fois achevée la mise en place du mécanisme de surveillance unique (MSU) en novembre 2014, et à la suite de l'accord récent sur un mécanisme unique de résolution des défaillances bancaires, il conviendrait de mettre sur pied un mécanisme de soutien budgétaire commun adéquat et, éventuellement, un système commun de garantie des dépôts. La création d'un fonds de résolution bancaire unique et d'un mécanisme de soutien connexe devraient être suivis de décisions garantissant un financement adéquat de ce fonds de résolution et du mécanisme de soutien budgétaire, tant sur la période de transition de 8 ans au cours de laquelle le fonds de résolution unique sera constitué que par la suite, notamment de dispositions adéquates permettant une

13. Les exigences réglementaires seront cependant plus strictes lorsqu'entrera pleinement en application le « paquet CRD IV », composé de la 4<sup>e</sup> directive sur l'adéquation des fonds propres (CRD IV) et du règlement sur les exigences de fonds propres. À compter de 2019, les banques de l'UE devront appliquer une définition plus restrictive des fonds propres durs (CT1, Core Tier 1), dont le niveau en proportion des actifs pondérés des risques devra s'inscrire dans une fourchette de 7 % à 14.5 % (4.5 % pour le principal ratio de fonds propres + 2.5 % pour le volant de conservation + 0-2.5 % pour le volant contracyclique + 0-5 % pour le volant de fonds propres applicable au risque systémique ou macroprudentiel, qui intègrera à hauteur de 1-3.5 % le volant de fonds propres relatif aux établissements financiers d'importance systémique mondiale).
14. Voir Blundell-Wignall et Roulet (2012 et 2013) et Haldane et Madouros (2012). La BCE (2013b) a indiqué que le ratio de levier serait utilisé comme indicateur complémentaire dans le cadre de l'examen de la qualité des actifs.
15. Lorsqu'elle a présenté l'examen complet à venir, la BCE a reconnu qu'il pourrait être nécessaire de recourir à des mécanismes de soutien publics, mais souligné que les déficits de fonds propres devraient être comblés prioritairement par des investisseurs privés (BCE, 2013b). Les déficits de fonds propres identifiés dans le scénario de référence des tests de résistance devraient être comblés dans les six mois après la publication des résultats et ceux identifiés dans le scénario défavorable dans les neuf mois (BCE, 2014c).

résolution transnationale des défaillances bancaires<sup>16</sup>. Parallèlement, il conviendrait de prévoir dans ces mécanismes des incitations destinées à prévenir l'aléa moral dans les décisions des pouvoirs publics et le comportement des marchés.

**... ainsi que la poursuite des réformes structurelles et de l'assainissement budgétaire**

- L'amélioration de la situation des marchés de capitaux et le retournement de la conjoncture ne doivent pas servir de prétexte pour différer les réformes structurelles et la poursuite de l'assainissement des finances publiques. Sans réformes structurelles, il existe un risque considérable que la croissance économique reste atone, ce qui aurait des conséquences négatives sur la réalisation des objectifs budgétaires à moyen terme, laquelle dépend de l'accélération de l'expansion économique. L'absence de progrès réguliers en matière d'ajustement budgétaire et de désendettement du secteur public pourrait elle-même susciter un regain de tensions financières, notamment dans les pays vulnérables, et déclencher des effets de rétroaction négative entre les coûts de financement, la croissance et les soldes budgétaires.

**Il est opportun de ralentir dans une certaine mesure le rythme de l'ajustement budgétaire structurel**

Compte tenu des progrès déjà réalisés et de l'atonie persistante de la croissance économique, un certain ralentissement de l'ajustement budgétaire structurel dans la zone euro est opportun. Cela dit, face à l'atténuation des pressions exercées par les marchés de capitaux, on peut craindre que les efforts d'assainissement budgétaire ne se militent à la stabilisation des dettes publiques, alors que l'objectif des autorités devrait être de retrouver les marges de manœuvre nécessaires pour mener une politique budgétaire active et parer aux chocs futurs. Après un assainissement budgétaire structurel dépassant tout juste ½ point de PIB en 2013, l'ajustement réalisé à l'échelle de l'ensemble de la zone euro devrait être légèrement inférieur à ½ point de PIB cette année comme la suivante. En Allemagne, la politique budgétaire devrait avoir une orientation légèrement expansionniste sur la période de projection. En France, le rythme de l'assainissement des finances publiques se ralentit légèrement (et devrait s'établir à environ ¾ de point de PIB cette année et la suivante). En Italie, l'orientation ne sera que très légèrement restrictive en 2014 et en 2015. L'Espagne, le Portugal et l'Irlande prévoient des efforts d'assainissement de plus grande ampleur (compris entre 1 et 1¾ point de PIB) et ne sont pas en mesure d'opter pour une approche plus graduelle. La Grèce, affichant désormais un excédent primaire, réduit fortement le rythme de l'assainissement de ses finances publiques. Certains pays ont aujourd'hui accompli l'essentiel de l'ajustement budgétaire structurel nécessaire, tandis que d'autres, comme l'Espagne,

16. Le mécanisme de résolution unique des défaillances bancaires sera adossé à un fonds de 55 milliards EUR alimenté par des contributions des banques. Par rapport à la proposition initiale, la constitution de ce fonds unique a été accélérée et ramenée de 10 à huit ans, et la mutualisation du capital a été avancée en phase initiale (les contributions versées seront mutualisées à raison de 40 % la première année et de 60 % la deuxième).

l'Irlande et la France, devront poursuivre leurs efforts bien au-delà de 2014. Dans ces pays, les autorités devraient laisser jouer pleinement les stabilisateurs automatiques sans remettre en cause la trajectoire prévue d'assainissement structurel. Elles devraient se garder de relâcher leurs efforts d'ajustement, par rapport aux engagements d'assainissement budgétaire structurel qu'elles ont pris, même en cas de bonne surprise du côté de la croissance ou de réduction des pressions exercées par les marchés de capitaux. Il faudrait notamment que les grands pays ne tirent pas prétexte de l'amélioration des conditions financières résultant des efforts budgétaires déployés par les petits pays pour relâcher leurs propres efforts d'ajustement, car le risque de nouvelles frictions sur les marchés reste important.

### Chine

**En Chine, l'orientation actuelle de la politique monétaire est appropriée, mais il faudrait l'assouplir si la croissance ralentissait fortement**

L'orientation actuelle de la politique monétaire, qui est globalement neutre, concorde avec le bas niveau de l'inflation et la faiblesse des tensions inflationnistes anticipée pour l'avenir compte tenu des signes de modération de la croissance. Néanmoins, si l'expansion économique devait fléchir nettement ou les conditions de liquidité intérieures devaient se durcir vivement, une relance monétaire serait justifiée par le biais de réductions du coefficient de réserve obligatoire. Par ailleurs, les autorités devraient traiter les problèmes grandissants de stabilité financière (encadré 1.1) en prenant des mesures macroprudentielles et de réglementation financière, de manière à réduire la croissance des crédits hors bilan tout en évitant un ralentissement brutal de l'activité économique. La déréglementation des taux d'intérêt devrait être achevée d'ici à deux ans, le déplafonnement du taux de rémunération des dépôts cette année permettant aux taux débiteur et créateur de se rapprocher des niveaux d'équilibre du marché et réduisant l'attractivité des produits du secteur bancaire parallèle. On pourrait renforcer cet effet en réduisant le coefficient de réserves obligatoires, dont le niveau est actuellement élevé (puisqu'il s'établit à 20 % pour les établissements financiers de grande taille et à 16.5 % pour ceux de taille petite ou moyenne), ce qui défavorise les banques commerciales réglementées. Ainsi que l'ont récemment proposé les autorités, la mise en place d'un mécanisme d'assurance des dépôts et d'un système de résolution des défaillances d'établissements financiers précéderait la libéralisation complète. Une amélioration du suivi et du contrôle des risques dans le secteur bancaire parallèle est également nécessaire.

**L'orientation globalement neutre de la politique budgétaire est appropriée**

La prévision de déficit budgétaire de l'administration centrale pour 2014 est de l'ordre de 2.1 % du PIB, ce qui représente une légère augmentation par rapport à l'estimation de 1.9 % de l'année dernière. En avril, le Conseil des affaires d'État a annoncé un programme ciblé de relance budgétaire de faible envergure fin d'étayer la croissance à court terme. Des mesures complémentaires d'ajustement pourraient suivre si l'essoufflement de l'activité s'accroît. D'après les résultats d'enquêtes

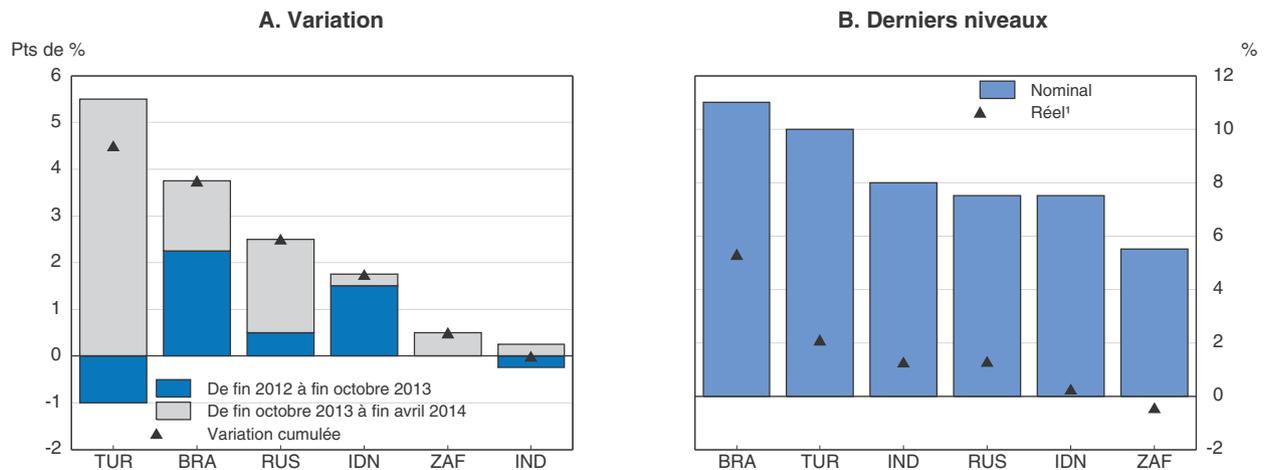
récentes, la dette des collectivités locales s'établissait à 33.2 % du PIB en juin 2013, ce qui représentait une hausse de 6½ points de PIB en 2 ans et demi<sup>17</sup>. Une fois prise en compte la dette de l'administration centrale, la dette totale des administrations publiques chinoises était d'environ 56 % du PIB en juin 2013. Il s'agit là d'un volume qui reste gérable pour le pays considéré dans son ensemble, mais certaines collectivités locales sont confrontées à une situation budgétaire difficile et auront des difficultés à rembourser leurs dettes. L'administration centrale n'a encore prévu aucun mécanisme de résolution explicite en cas de problème. Comme cela a été évoqué dans le communiqué du 3<sup>e</sup> plénum du Comité central du Parti communiste chinois et proposé à l'Assemblée populaire nationale en mars dernier, l'administration centrale devrait imposer des contraintes budgétaires plus strictes aux collectivités locales et améliorer la transparence ainsi que le suivi des dépenses de ces collectivités.

### *Autres économies de marché émergentes*

**Dans d'autres économies de marché émergentes, l'orientation à donner à la politique monétaire dépendra de l'évolution des taux d'inflation et de change**

Les taux directeurs ont été relevés dans plusieurs économies de marché émergentes (graphique 1.10), ce qui a contribué à réduire les sorties de capitaux et les tensions inflationnistes. Les évolutions divergentes de l'inflation et de la croissance du PIB appellent des réponses différenciées de la part des pouvoirs publics. L'orientation actuelle de la politique monétaire est appropriée en Russie, et devrait être assouplie progressivement en Indonésie et, éventuellement, en Inde et en Afrique du Sud ; au Brésil, en revanche, où l'inflation ne devrait pas refluer à court terme, il est souhaitable de durcir encore la politique monétaire. Des hausses supplémentaires des taux directeurs seraient cependant nécessaires en cas de poursuite de la dépréciation des monnaies et d'augmentation de l'inflation observée et anticipée. Les pays concernés se trouveraient alors confrontés à un dilemme, étant donné l'atonie de la croissance déjà observée dans de nombreuses économies de marché émergentes et les marges de manœuvre limitées dont disposent les autorités pour compenser un tel resserrement monétaire par des mesures de relance budgétaire ; cela vaut notamment en Inde, où une réduction des volumineux déficits publics s'impose, et au Brésil, où une amélioration durable de la situation budgétaire est requise pour renforcer la crédibilité des annonces budgétaires. Néanmoins, un affaiblissement des monnaies et une hausse des taux directeurs pourraient contribuer à rééquilibrer l'économie au profit des exportations et à améliorer le solde des transactions courantes, ainsi que l'Inde et l'Indonésie en ont récemment fait l'expérience. Par conséquent, il faudrait laisser les taux de change s'ajuster de manière flexible aux évolutions des paramètres économiques fondamentaux, même si des interventions transparentes et temporaires peuvent contribuer dans une certaine mesure à réduire l'instabilité financière et la volatilité des cours de change à court terme.

17. La hausse est peut-être légèrement surévaluée du fait de l'analyse plus fine utilisée dans l'étude la plus récente.

Graphique 1.10. **Taux d'intérêts directeurs dans les économies de marché émergentes ont augmenté**

Note : Les taux d'intérêt directeurs sont : le taux d'intérêt SELIC cible pour le Brésil ; le taux des pensions pour l'Inde ; le taux principal de politique de la Banque d'Indonésie pour l'Indonésie ; le taux d'intérêt cible pour les opérations au jour le jour de financement pour le Mexique ; la fourniture de liquidités à une semaine et d'absorption des opérations de marché ouvert pour la Russie ; le taux de base à laquelle les banques privées empruntent pour la Banque de réserve de l'Afrique du Sud ; et le taux de base à une semaine pour la Turquie.

1. Les taux d'intérêt directeurs réels sont calculés sur la base de la variation d'année en année la plus récente de l'indice global des prix à la consommation.

Source : Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 95.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053334>

**D'autres actions doivent être engagées pour réduire les risques de turbulences financières et d'une atonie persistante de la croissance**

Une amélioration de la réglementation et de la surveillance pourrait être nécessaire pour garantir des volants de fonds propres et de liquidité suffisants dans les établissements financiers et réduire les problèmes d'asymétrie des devises. L'allègement du fardeau réglementaire qui pèse sur l'investissement direct étranger (IDE) et les marchés de produits, et la suppression des incitations fiscales qui favorisent le financement par endettement plutôt que par capitaux propres, devraient contribuer à rendre plus sûre la structure des engagements extérieurs et à réduire les risques de volatilité des flux de capitaux (Ahrend et Goujard, 2012). Les économies de marché émergentes devraient également relancer les réformes structurelles propices à la croissance afin d'améliorer de manière plus générale leurs perspectives économiques et de renforcer la confiance des investisseurs. Elles pourraient notamment rehausser leurs niveaux de productivité du travail, qui sont relativement bas, en réduisant les obstacles réglementaires à la concurrence ainsi que les restrictions à l'IDE et aux échanges, qui demeurent importants, en développant les infrastructures et en améliorant l'accès à l'éducation ainsi que la qualité de l'enseignement (OCDE, 2014).

## Bibliographie

- ABE (Autorité bancaire européenne) (2013), « EU-wide Transparency Exercise 2013 Summary Report », Autorité bancaire européenne, décembre.
- Ahrend, R. et A. Goujard (2012), « International Capital Mobility and Financial Fragility - Part 3. How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk?: Evidence from Past Crises Across OECD and Emerging Economies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 966, Éditions OCDE.
- Al-Eyd, A. et S. P. Berkmen (2013), « Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area », *IMF Working Papers*, No. 208.
- BCE (Banque centrale européenne) (2013a), « Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière », *Bulletin mensuel*, août.
- BCE (2013b), *Note d'information sur l'évaluation complète*, octobre.
- BCE (2013c), *Banking Structures Report*, novembre.
- BCE (2014a), « Encadré 5 : Incidence des prix des services et des produits manufacturés hors énergie sur le recul récent de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin mensuel*, mars.
- BCE (2014b), « The Euro Area Bank Lending Survey. 4<sup>th</sup> Quarter 2013 », janvier.
- BCE (2014c), *Note on the Comprehensive Assessment*, février.
- BCE (2014d), « ECB to give banks six to nine months to cover capital shortfalls following comprehensive assessment », Conférence de presse, 29 avril.
- Blundell-Wignall, A. et C. Roulet (2012), « Business Models of Banks, Leverage and the Distance-to-Default », *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2012/2.
- Blundell-Wignall, A. et C. Roulet (2013), « Bank Business Models, Capital Rules and Structural Separation Policies: A Evidence-based Critique of Current Policy Trends », *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 5(4), pp. 339-360.
- Bouis, R., L. Rawdanowicz, J-P. Renne, S. Watanabe et A.K. Christensen (2013), « The Effectiveness of Monetary Policy since the Onset of the Financial Crisis », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1081, Éditions OCDE.
- BPC (Banque populaire de Chine) (2013), *China Financial Stability Report 2013*, Banque populaire de Chine.
- BPC (2014a), *Financial Statistics, 2013*, Banque populaire de Chine, 16 janvier.
- BPC (2014b), *Statistical Report on Uses of Loans by Financial Institutions, 2013*, Banque populaire de Chine, 8 février.
- Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. et N. Yamano. (2013), « Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009 », *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 5(3).
- CCRB (Commission chinoise de réglementation bancaire) (2013), *CBRC 2012 Annual Report*, Commission chinoise de réglementation bancaire, mai.
- Cohen, B. et M. Scatigna (2014), « Banks and Capital Requirements: Channels of Adjustment », *BIS Working Papers*, No. 443.
- Commission européenne (2014), « Box 1.4: Analysing current disinflationary trends in the euro area », *European Economic Forecast – Winter 2014, European Economy*, No. 2/2014, Commission européenne, mars.
- Cour des comptes chinoise (2013), *Report of Auditing Results of Nationwide Government Debt*, No. 32, 30 décembre.
- CSF (Conseil de stabilité financière) (2013), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, Conseil de stabilité financière, 14 novembre.
- FMI (Fonds monétaire international) (2012a), *2012 Spillover Report – Background Papers*, juillet.

- FMI (2012b), *Global Financial Stability Report*, octobre.
- FMI (2013), *Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in an Uncertain World*, avril.
- Girouard, N. et al. (2006), « Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, No. 475, Éditions OCDE.
- Guichard, S., D. Haugh et D. Turner (2009), « Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and the United States », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 677, Éditions OCDE.
- Haldane, A.G. et V. Madouros (2012), « The Dog and the Frisbee », document présenté à l'occasion du 36<sup>e</sup> symposium sur la politique économique, consacré au thème « The Changing Policy Landscape », organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole, Wyoming, le 31 août 2012.
- Hufbauer, G. et J. Schott (2013), *Payoff From The World Trade Agenda 2013*, rapport présenté à la ICC Research Foundation par le Petersen Institute for International Economics.
- Illes, A. et M. Lombardi (2013), « Interest Rate Pass-Through since the Financial Crisis », *BIS Quarterly Review*, septembre, pp. 57-68.
- Krueger, A.B., J. Cramer et D. Cho (2014), « Are the Long-Term Unemployed on the Margin of the Labour Market? », note présentée au Brookings Panel on Economic Activity, mars 2014
- Kwan, C.H. (2014), « Shadow Banking in China: Current Situation and Challenges », *China in Transition*, Institut de recherche sur l'économie, le commerce et l'industrie (RIETI, *Research Institute of Economy, Trade & Industry*) du Japon.
- OCDE (2013a), *Études économiques de l'OCDE : Chine 2013*, Éditions OCDE.
- OCDE (2013b), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Vol. 2013/1, Éditions OCDE.
- OCDE (2013c), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Vol. 2013/2, Éditions OCDE.
- OCDE (2013d), *OECD Economic Surveys: Japan 2013*, Éditions OCDE [à paraître en français sous le titre *Études économiques de l'OCDE : Japon 2013*].
- OCDE (2014), *Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report*, Éditions OCDE [à paraître en français sous le titre *Réformes économiques 2014 : Objectif croissance - Rapport intermédiaire*].
- OCDE, Organisation mondiale du commerce (OMC) et Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED) (2013), *Report on G20 Trade and Investment Measures (Mid-May 2013 – Mid-November 2013)*.
- Ollivaud, P., E. Rusticelli et C. Schwellnus (2014), « Would a Growth Slowdown in Emerging Markets Spill over to High-income Countries? A Quantitative Assessment », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1110, Éditions OCDE.
- Pain, N., Le Fouler, L., Mourougane, A. et F. Sédillot, (2005), « The New International Trade Model », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 440, Éditions OCDE.
- Rawdanowicz, L., R. Bouis, J. Brezillon, A.K. Christensen et K. Inaba (2014), « Spillover Effects from Exiting Highly Expansionary Monetary Policy », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1116, Éditions OCDE.
- Ryan, R.M., C.M. O'Toole, F. McCann (2014), « Does Bank Market Power Affect SME Financing Constraints? », *Journal of Banking & Finance*, 17 janvier, consultable en ligne.
- Standard & Poor's (2013), « Why Shadow Banking is yet to Destabilize China's Financial System », *Credit FAQ*, 27 mars.
- Tao, D. et W. Deng (2013), « China: Shadow Banking – Road to Heightened Risks », *Economics Research*, Crédit Suisse, 22 février.

- Ueda, K. et Y. Gomi (2013), « Shadow Banking in China and Expanding Debts of Local Governments », *Newsletter*, No. 23, Institute for International Monetary Affairs.
- Zhang, Z. et W. Chen (2013), « China: Rising Risks of Financial Crisis », *Asia Special Report*, Nomura Global Economics, Nomura International (Hong Kong), 15 mars.
- Zhang, Z., H. Changchun, et W. Chen (2013), « China's Heavy LGFV Debt Burden », *Asia Special Report*, Nomura Global Markets Research, Nomura International (Hong Kong), 24 septembre.
- Zhu, H. G. Ng, et L. Jiang (2013), « Economic Research Note: Shadow Banking in China », *Economic Research Global Data Watch*, J. P. Morgan Chase Bank Hong Kong, 3 mai.

## ANNEXE 1.1

*Indicateurs de vulnérabilité financière*

Le tableau et la série de graphiques en toile d'araignée présentés ci-après montrent comment se situent les pays de l'OCDE et plusieurs pays non membres de l'Organisation au regard de divers indicateurs, qui peuvent être révélateurs d'une exposition au risque de turbulences financières. Le tableau porte essentiellement sur les facteurs internes de vulnérabilité des pays de l'OCDE et des BRIICS (Brésil, Russie, Inde, Indonésie, Chine et Afrique du Sud), tandis que les graphiques sont principalement axés sur les facteurs de vulnérabilité liés au compte financier des pays de l'OCDE et des pays du Groupe des 20 (G20) non membres de l'Organisation.

Le tableau présente des indicateurs que l'on associe généralement (voir Fonds monétaire international (2012) et Commission européenne (2012), par exemple) aux facteurs de vulnérabilité financière résultant principalement de l'activité économique intérieure, ventilés en quatre grandes catégories : la sphère réelle de l'économie, le secteur non financier, le secteur financier et les finances publiques. On identifie les faiblesses potentielles découlant de la sphère réelle de l'économie en mesurant l'écart de taux de croissance entre le produit intérieur brut (PIB) potentiel et PIB effectif, la différence entre le taux de chômage effectif et le taux de chômage naturel – c'est-à-dire le taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU) – le déficit des paiements courants et l'évolution des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre. Les indicateurs pointant les excès sur les marchés de capitaux liés au secteur non financier sont la dette des ménages, la dette des sociétés non financières et la hausse des prix réels des logements. Le surcroît de fonds propres durs (*Core Tier 1*) requis pour qu'ils atteignent 5 % des actifs totaux de chacune des banques sélectionnées dans chaque pays (sans implications normatives), les créances improductives et la dette des sociétés financières sont retenus comme indicateurs de l'exposition directe du secteur financier au risque. Le surcroît de fonds propres durs nécessaire est calculé à partir d'un échantillon de plus de 1 200 banques commerciales, dont 915 aux États-Unis, 197 dans les pays de l'OCDE membres de la zone euro, 23 au Royaume-Uni, 11 au Canada et 7 au Japon. Quant aux facteurs de vulnérabilité liés au secteur public, ils sont mesurés à l'aune de trois critères : le besoin de financement des administrations publiques, la dette brute des administrations publiques et la différence entre les rendements réels des obligations souveraines à 10 ans et la croissance du PIB potentiel réel.

Les quatre pays de l'OCDE dont les scores sont les plus élevés (c'est-à-dire ceux dont la vulnérabilité est la plus forte) apparaissent dans le tableau en gris foncé, et les quatre pays membres de l'Organisation qui obtiennent les scores immédiatement supérieurs y figurent en gris clair. Plus la valeur d'un indicateur est élevée, plus la vulnérabilité qu'il mesure est forte. Le tableau inclut également la notation attribuée actuellement par Standard and Poors à la dette souveraine de chaque pays.

Les graphiques en toile d'araignée – qui constituent une version actualisée de ceux qui figuraient dans Ahrend et Valdivia (2012) – présentent les facteurs de risque pour la stabilité financière liés au compte financier qui caractérisent les pays de l'OCDE et les pays du G20 non membres de l'Organisation, et

reposent sur des travaux d'analyse empirique antérieurs de l'OCDE (Ahrend et Goujard, 2012a, 2012b). Ces travaux montrent qu'un poids élevé de la dette, notamment de la dette bancaire, dans les engagements extérieurs bruts accroît considérablement le risque de crise financière (la dette bancaire désignant ici l'ensemble des emprunts contractés auprès de banques étrangères). En revanche, une proportion plus importante d'investissement direct étranger (IDE) dans les engagements extérieurs bruts réduit ce risque. De même, il apparaît qu'une dette bancaire caractérisée par des échéances plus courtes accentue le risque de crise, essentiellement parce que le risque de contagion financière est alors plus grand. Enfin, la probabilité de crise semble être d'autant plus faible que les réserves en devises sont importantes, mais ni les avoirs extérieurs (hors réserves), ni les engagements extérieurs en pourcentage du PIB ne semblent influencer sur le risque de crise, sauf quand leur niveau est exceptionnellement élevé.

Les graphiques montrent : i) la position de chaque pays au 3<sup>e</sup> trimestre 2013 (ou à la dernière période connue), calculée pour différents éléments de son compte financier, par rapport à la médiane de l'OCDE, et ii) la variation par pays de chacun de ces éléments du compte financier entre 2007 et le 3<sup>e</sup> trimestre 2013 par rapport à la médiane de l'OCDE en 2007 (dans un souci de simplification et sans implications normatives). Les indicateurs sont exprimés en multiples de l'écart type estimé entre les pays pour la variable considérée. Plus les valeurs sont élevées, plus la structure du compte financier présente un risque important pour la stabilité financière par rapport à la médiane de l'OCDE.

Les principaux points qui se dégagent de l'analyse sont les suivants :

- Les pays de l'OCDE les moins vulnérables sont l'Allemagne, l'Autriche et la Pologne.
- Les pays vulnérables de la zone euro (l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal et la Slovaquie) obtiennent de mauvais scores pour plusieurs indicateurs (notamment une croissance faible et des niveaux élevés de chômage, de créances improductives, de dette publique, et de rendement des obligations d'État). Pour nombre de ces pays, on observe systématiquement un poids élevé de la dette dans les engagements extérieurs (supérieur à la médiane de l'OCDE).
- Certains éléments indiquent que des pays de l'OCDE ayant relativement peu souffert de la crise financière mondiale et de la crise de la zone euro (à savoir l'Australie, le Canada, la Nouvelle-Zélande, la Norvège et la Suède) présentent des facteurs de vulnérabilité liés au secteur non financier (qui tiennent dans la plupart des cas, sinon tous, à la dette des ménages, aux prix des logements et aux coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre). En revanche, leur secteur financier ne semble pas se caractériser par d'importants facteurs de vulnérabilité externes, ainsi que le montrent les graphiques.
- Les pays dotés d'un secteur financier de grande taille – telle que mesurée dans le tableau A1 par l'ampleur de la dette brute des sociétés financières en proportion du PIB, par exemple – se caractérisent généralement par les facteurs de risque pour la stabilité financière liés au compte financier les plus importants (dans les graphiques). Ces pays sont le Danemark, l'Islande, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suisse.
- Dans l'ensemble, les graphiques mettent en évidence un accroissement seulement modeste des risques extérieurs pesant sur la stabilité financière des pays du G20 non membres de l'OCDE depuis 2007. La seule exception générale à ce tableau tient à l'échéance relativement courte de leur dette bancaire extérieure, sachant que ce trait s'est accentué depuis 2007, peut-être en raison d'une augmentation des entrées de capitaux étrangers et d'une certaine diminution des réserves de change, aggravant le risque de turbulences en cas de sorties de capitaux.

**Bibliographie**

- Ahrend, R., et A. Goujard (2012a), « International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 1: Drivers of Systemic Banking Crises: the Role of Bank-Balance-Sheet Contagion and Financial Account Structure », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 902.
- Ahrend, R., et A. Goujard (2012b), « International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 3: How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk? Evidence from Past Crises across OECD and Emerging Economies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 966.
- Ahrend, R., et C. Valdivia (2012), « International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 7: Enhancing Financial Stability: Country-Specific Evidence on Financial Account and Structural Policy Positions », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 970.
- Commission européenne (2012), *Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement sur le mécanisme d'alerte 2013 élaboré conformément aux articles 3 et 4 du règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques*, Bruxelles.
- Fonds monétaire international (2012), *Global Financial Stability Report October 2012*, Washington, DC.

Tableau A1a. Indicateurs des facteurs potentiels de vulnérabilité financière

	Économie réelle				Secteur non financier		
	Différence de taux de croissance entre PIB potentiel et PIB réel	Différence entre chômage réel et chômage naturel	Déficit des paiements courants <sup>1</sup>	Coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre	Dettes brutes des ménages <sup>2,3</sup>	Dettes brutes des entreprises non financières <sup>1,3</sup>	Prix réels de l'immobilier
	2013	2013T4 ou dernier disponible	2013	Varations en pts de % 2000T1-13T4	2012 ou dernier disponible	2012 ou dernier disponible	Varations en pts de % 2000T1-13T4
États-Unis	0.1	0.9	2.3	-25.9	111.0	109.2	14.6
Japon	-0.9	-0.4	-0.7	-46.1	132.2	160.5	..
Allemagne	0.6	-1.3	-7.6	-11.9	93.2	72.7	-3.0
France	1.0	0.6	1.6	7.2	107.8	106.2	73.8
Italie	1.4	2.9	-0.6	15.8	81.5	94.5	16.3
Royaume-Uni	-0.4	0.4	4.4	-18.6	150.9	96.0	62.5
Canada	-0.1	-0.2	3.2	43.7	168.8	140.4	89.6
Australie	0.7	0.5	2.9	47.3	187.9	76.9	84.4
Autriche	1.3	0.8	-2.7	-0.4	92.8	101.1	19.7
Belgique	1.0	0.5	1.7	12.9	98.4	96.8	62.5
Chili	0.3	-2.5	3.4	28.8	70.4	132.4	..
République tchèque	2.4	0.6	1.5	34.4	66.6	64.8	..
Danemark	0.2	1.3	-7.3	16.7	324.8	112.7	23.4
Estonie	1.8	-1.3	0.5	43.4	94.5	103.9	..
Finlande	2.1	1.3	0.8	7.0	123.0	101.8	29.6
Grèce	1.1	11.1	-0.7	-1.1	115.9	74.7	0.2
Hongrie	-0.7	-0.6	-3.0	33.8	62.6	112.4	..
Islande	-2.3	0.3	-3.9	-23.6	..	338.3	..
Irlande	1.2	1.5	-6.6	16.3	230.4	248.5	-5.7
Israël	0.4	-0.8	-2.6	-12.3	..	75.0	28.9
Corée	0.6	-0.2	-5.4	0.6	160.0	151.3	24.6
Luxembourg	0.1	1.3	-5.2	34.0	153.4	318.8	..
Mexique	1.5	0.0	1.8	3.7	..	..	..
Pays-Bas	1.7	3.1	-10.4	7.0	311.5	107.4	-3.2
Nouvelle-Zélande	-0.4	-0.4	3.3	61.4	..	..	97.1
Norvège <sup>6</sup>	1.8	0.2	-10.8	52.1	213.9	104.6	79.9
Pologne	1.4	-0.1	1.3	-5.9	58.8	53.5	..
Portugal	0.9	3.2	-0.5	3.4	148.8	156.5	-11.1
République slovaque	1.9	1.1	-2.1	31.0	54.9	77.7	..
Slovénie	1.3	1.5	-6.5	-0.6	57.8	106.5	..
Espagne	1.6	4.7	-0.7	4.2	140.8	125.5	21.2
Suède	0.8	1.0	-6.2	-7.9	171.5	149.3	83.7
Suisse	-0.1	0.1	-13.4	28.5	203.7	100.5	43.7
Turquie	1.0	0.4	7.9	-19.7	..	3.1	..
Brésil	0.8	..	3.6	20.4	..	..	..
Chine	0.4	..	-2.0	97.7	..	..	..
Inde	1.7	..	2.5	-45.7	..	..	..
Indonésie	0.4	..	3.7	-13.3	..	..	..
Fédération de Russie	1.5	..	-1.6	194.5	..	..	..
Afrique du Sud	1.5	..	5.8	-17.9	..	..	..

1. En pourcentage du PIB.

2. En % du revenu disponible brut des ménages.

3. En chiffres consolidés pour la plupart des pays, sinon non consolidés en cas d'impossibilité ; correspond aux engagements, déduction faite des produits dérivés, actions et autres titres de participation.

4. Notes des emprunts à long terme en devises.

5. Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, no 95., estimations.

6. Par référence au PIB (potentiel) continental, plutôt qu'au PIB (potentiel) total, le cas échéant.

■ Identifie les 4 pays de l'OCDE réalisant les scores les plus bas.

■ Identifie les 4 pays de l'OCDE réalisant les scores immédiatement supérieurs.

Sources : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, no 95. ; base de données de l'OCDE sur les comptes nationaux annuels ; base de données des indicateurs de solidité financière du FMI ; Banque centrale européenne ; Commission européenne ; base de données de l'OCDE sur les prix de l'immobilier ; calculs de l'OCDE ; Standard &amp; Poor's.

Tableau A1b. (suite) Indicateurs des facteurs potentiels de vulnérabilité financière

Secteur financier			Finances publiques			Notes de crédit des emprunteurs souverains S&P <sup>4</sup>	dernier disponible
Fonds propres de base supplémentaires requis pour atteindre 5% de l'actif total dans les banques sélectionnées <sup>1</sup> dernier disponible	Ratio prêts improductifs/total des prêts dernier disponible	Dette brute des entreprises financières <sup>1,3</sup> 2012 ou dernier disponible	Déficit budgétaire de base des administrations publiques <sup>1</sup> 2013 <sup>5</sup>	Dette brute des administrations publiques <sup>1</sup> 2013 <sup>5</sup>	Différence entre rendements réels des obligations d'État à 10 ans et croissance du PIB potentiel 2013 ou dernier disponible		
0.7	2.6	326.4	6.4	104.3	- 1.0	AA+	États-Unis
2.4	2.3	568.9	9.3	224.6	0.7	AA-	Japon
3.1	2.9	331.1	0.0	85.9	- 1.2	AAA	Allemagne
5.7	4.3	286.1	4.3	112.6	- 0.4	AA	France
0.4	15.1	214.3	2.8	145.5	2.7	BBB	Italie
3.2	3.7	721.4	5.9	99.3	- 0.6	AAA	Royaume-Uni
3.2	0.6	328.9	3.0	93.6	- 1.2	AAA	Canada
3.1	1.4	312.3	1.4	33.1	- 0.3	AAA	Australie
0.3	2.9	248.5	1.5	83.4	- 1.2	AA+	Autriche
1.6	3.8	316.2	2.7	106.7	- 0.2	AA	Belgique
..	2.1	197.2	..	..	- 0.7	AA-	Chili
..	5.2	127.1	1.5	57.1	- 0.9	AA-	République tchèque
3.2	4.8	460.6	0.9	55.2	- 0.3	AAA	Danemark
..	1.5	119.0	0.2	13.1	..	AA-	Estonie
3.6	..	250.5	2.5	66.4	- 1.6	AAA	Finlande
1.6	31.3	213.0	12.7	186.0	11.5	B-	Grèce
..	17.6	107.0	2.3	89.4	2.3	BB	Hongrie
..	..	1 037.5	2.1	97.9	2.2	BBB-	Islande
1.9	24.6	1 010.1	7.0	134.6	1.1	BBB+	Irlande
..	2.4	206.4	4.3	67.8	- 3.3	A+	Israël
..	..	353.9	0.4	36.5	- 0.7	A+	Corée
..	0.2	5 151.6	- 0.1	30.3	- 3.7	AAA	Luxembourg
..	3.2	..	- 0.2	..	0.2	BBB+	Mexique
3.0	3.0	703.3	2.4	86.2	- 0.1	AA+	Pays-Bas
..	..	..	0.3	40.6	1.1	AA	Nouvelle-Zélande
0.0	1.3	208.6	- 11.1	35.6	- 2.8	AAA	Norvège <sup>6</sup>
..	5.2	100.4	4.3	63.8	- 0.3	A-	Pologne
0.0	11.0	276.3	5.0	139.4	5.0	BB	Portugal
..	5.3	120.4	2.8	59.3	- 0.8	A	République slovaque
..	18.0	144.1	14.7	80.5	4.2	A-	Slovénie
0.5	8.2	245.6	7.1	104.0	3.3	BBB-	Espagne
3.9	0.6	285.1	1.3	47.1	- 0.9	AAA	Suède
6.2	0.8	577.3	- 0.1	46.2	- 1.0	..	Suisse
..	2.6	99.7	..	..	- 3.4	BB+	Turquie
..	2.9	..	3.3	..	7.7	BBB	Brésil
..	..	..	0.7	..	- 3.8	AA-	Chine
..	3.8	..	7.1	..	1.6	BBB-	Inde
..	1.7	..	2.2	..	0.2	BB+	Indonésie
..	6.0	..	0.5	..	3.2	BBB	Fédération de Russie
..	3.6	..	6.1	..	3.2	BBB	Afrique du Sud

1. En pourcentage du PIB.

2. En % du revenu disponible brut des ménages.

3. En chiffres consolidés pour la plupart des pays, sinon non consolidés en cas d'impossibilité ; correspond aux engagements, déduction faite des produits dérivés, actions et autres titres de participation.

4. Notes des emprunts à long terme en devises.

5. Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, no 95., estimations.

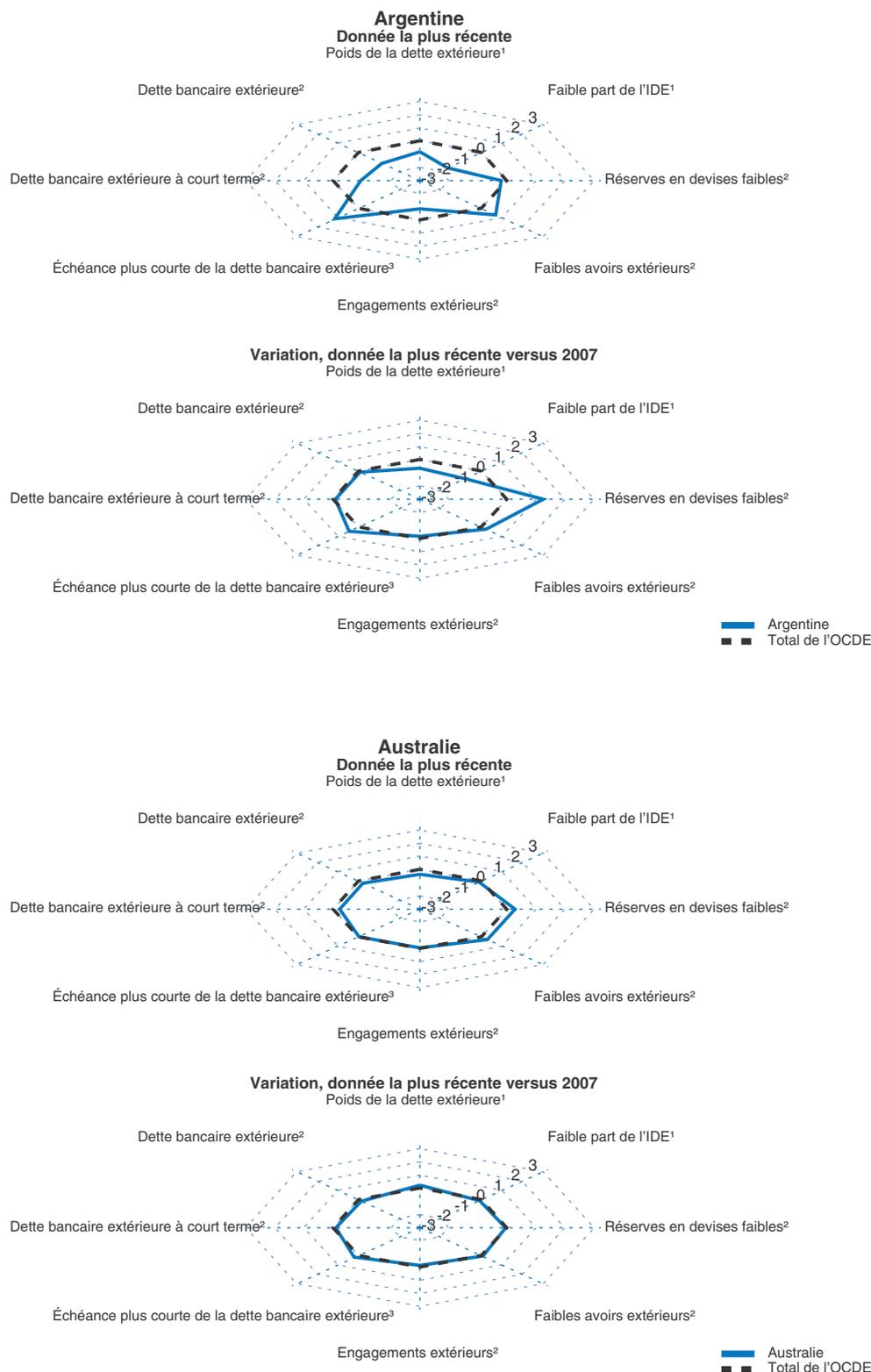
6. Par référence au PIB (potentiel) continental, plutôt qu'au PIB (potentiel) total, le cas échéant.

■ Identifie les 4 pays de l'OCDE réalisant les scores les plus bas.

■ Identifie les 4 pays de l'OCDE réalisant les scores immédiatement supérieurs.

Sources : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, no 95. ; base de données de l'OCDE sur les comptes nationaux annuels; base de données des indicateurs de solidité financière du FMI ; Banque centrale européenne ; Commission européenne ; base de données de l'OCDE sur les prix de l'immobilier ; calculs de l'OCDE ; Standard &amp; Poor's.

## Facteurs de risque pour la stabilité financière dans la structure des comptes financiers

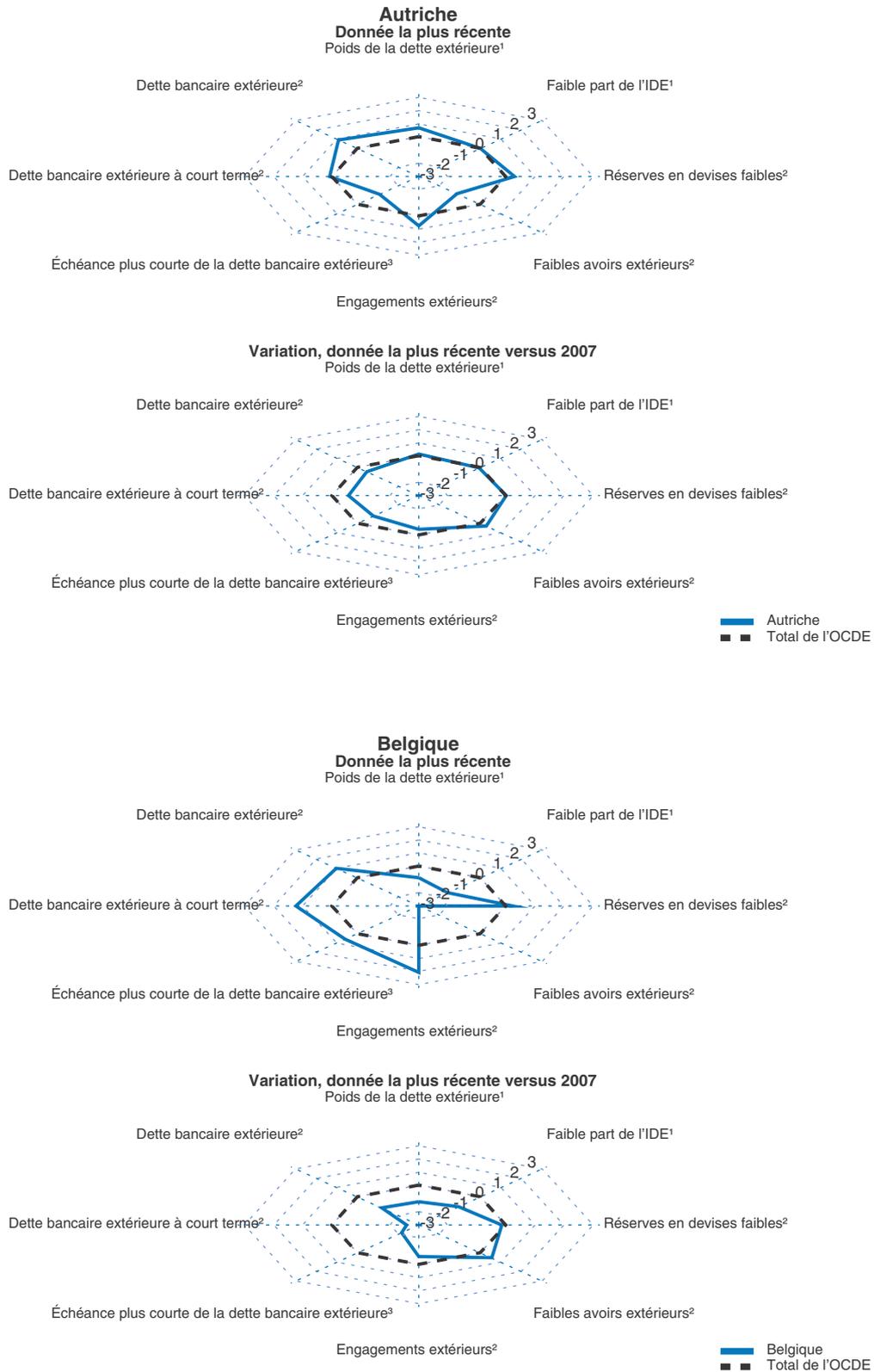


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

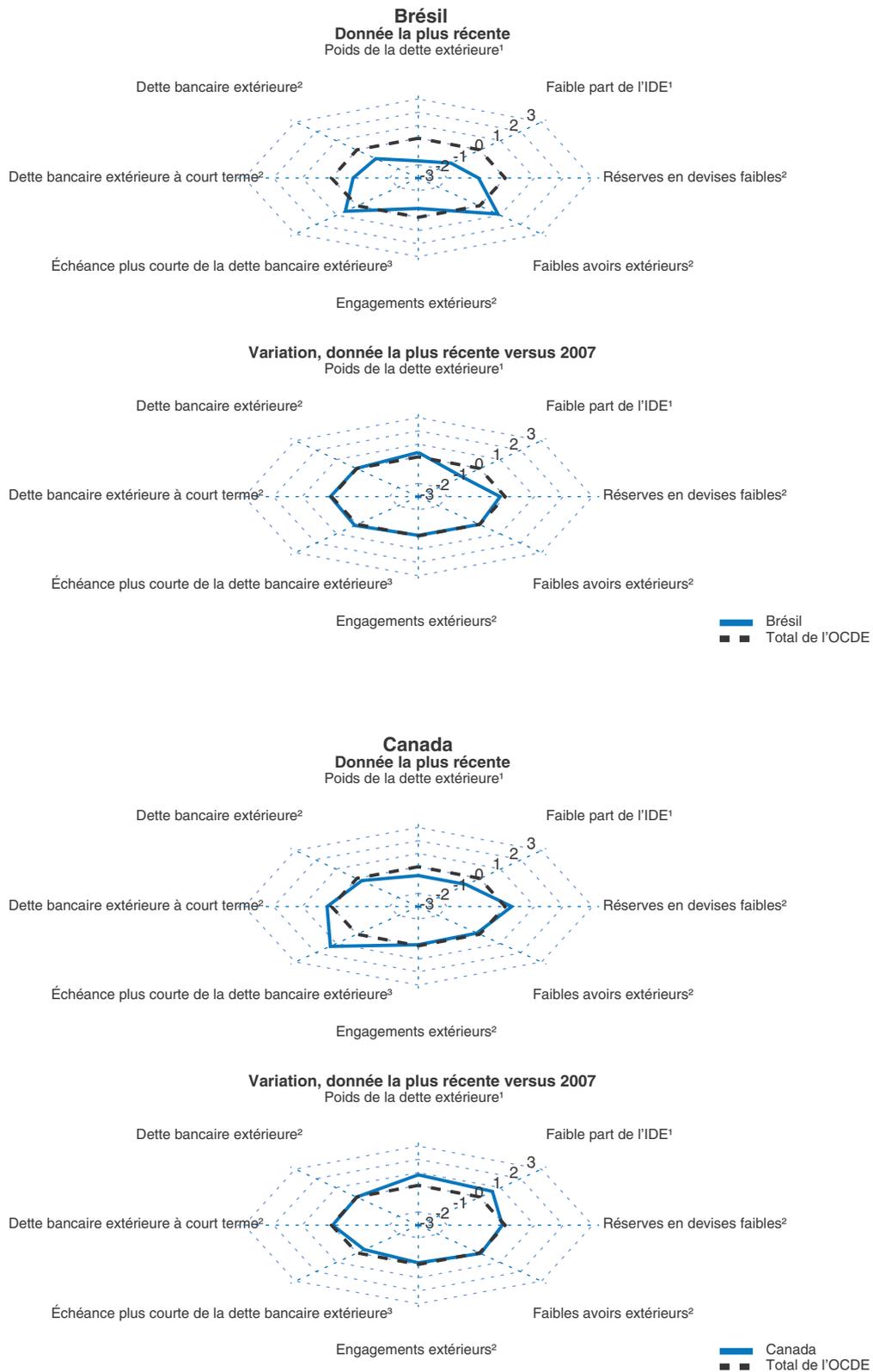


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

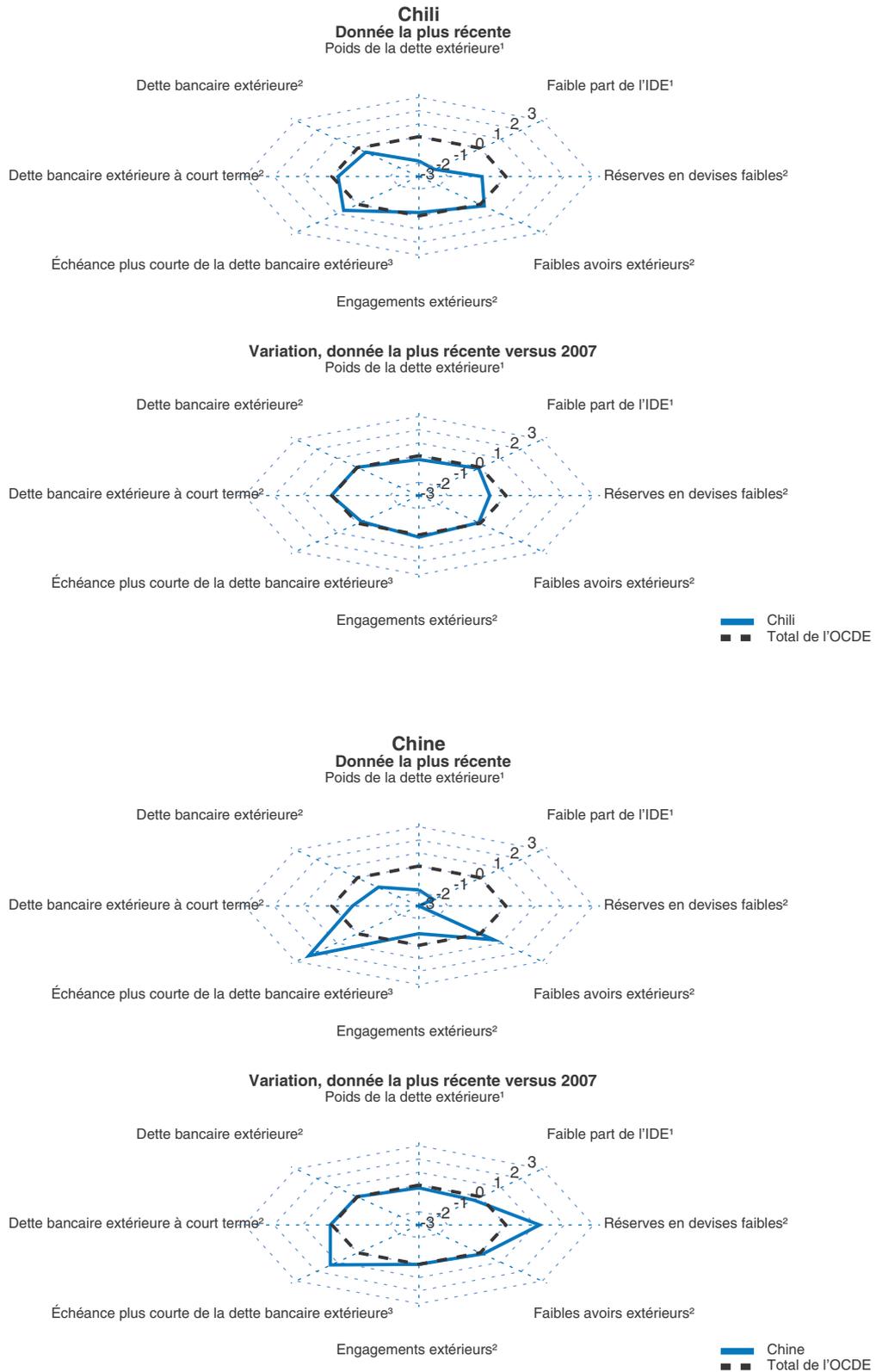


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>



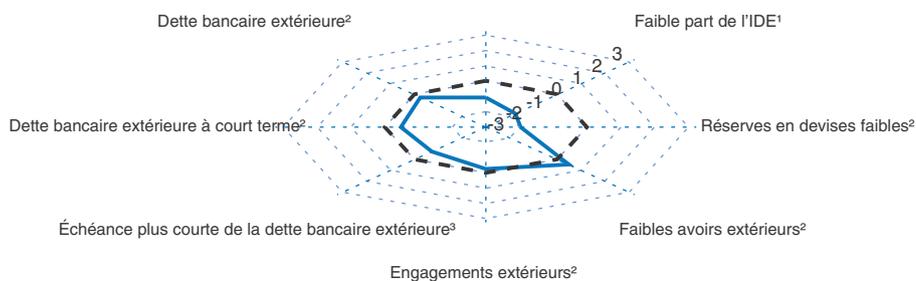
Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

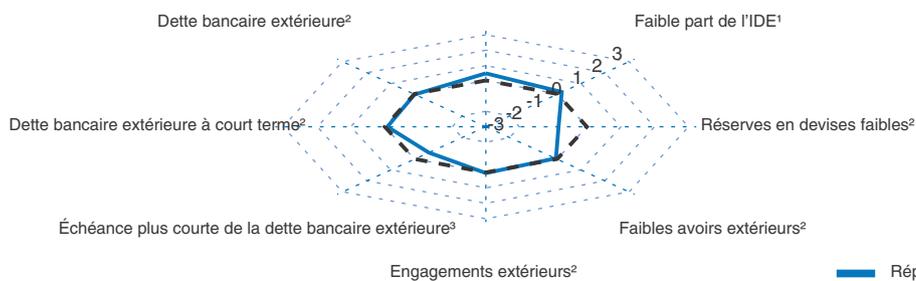
Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

**République tchèque**  
Donnée la plus récente  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>

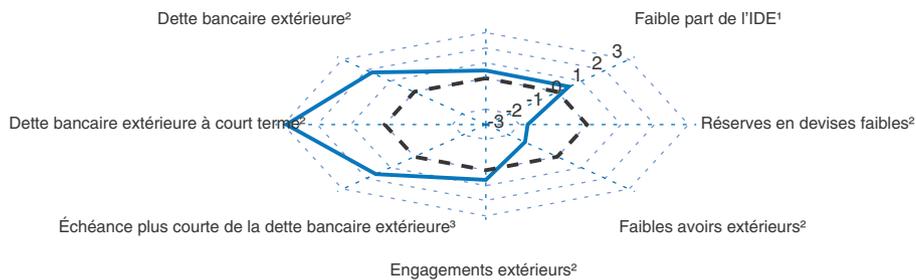


**Variation, donnée la plus récente versus 2007**  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>

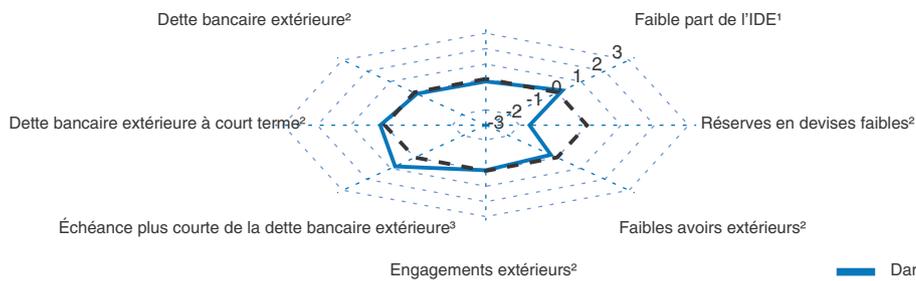


— République tchèque  
- - Total de l'OCDE

**Danemark**  
Donnée la plus récente  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



**Variation, donnée la plus récente versus 2007**  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



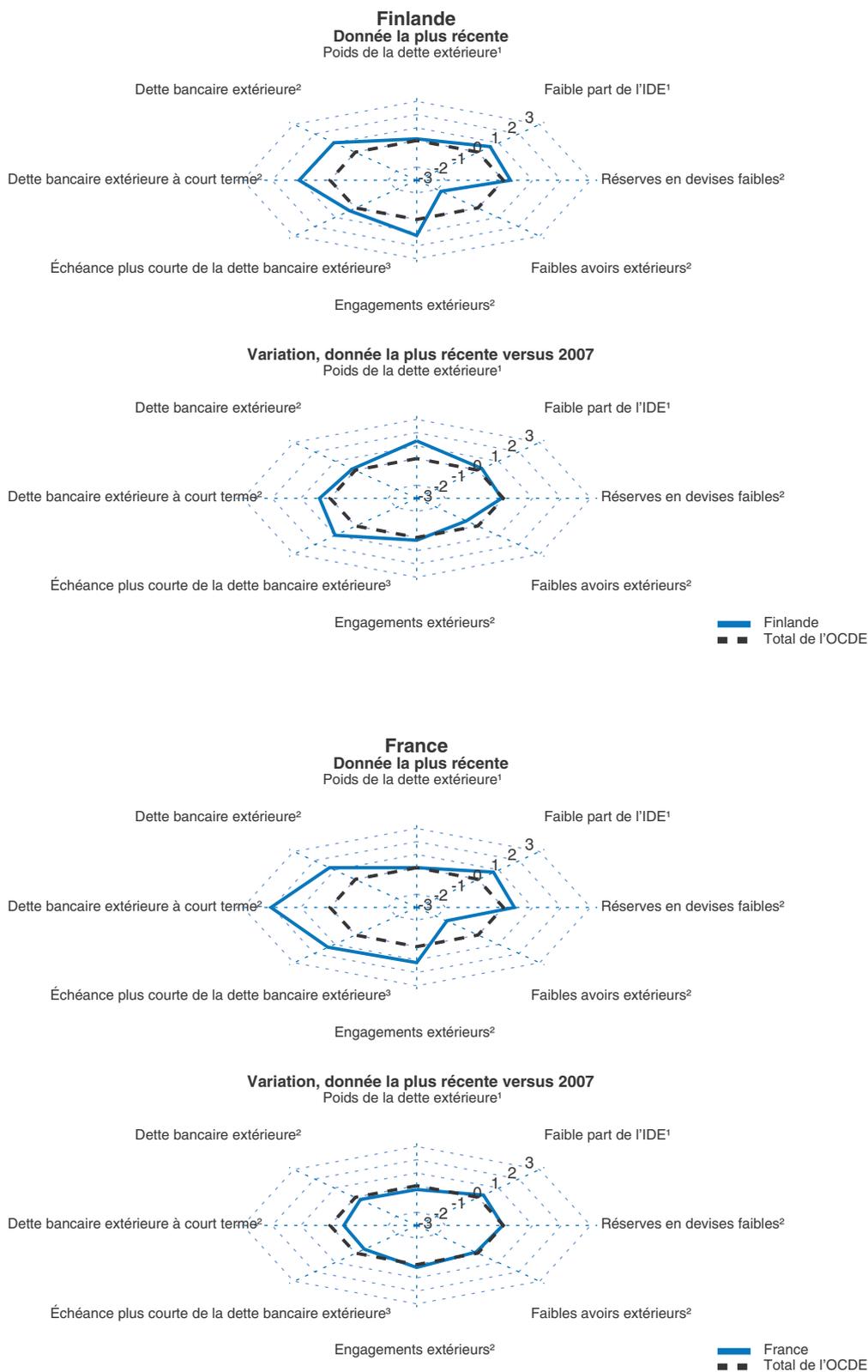
— Danemark  
- - Total de l'OCDE

Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

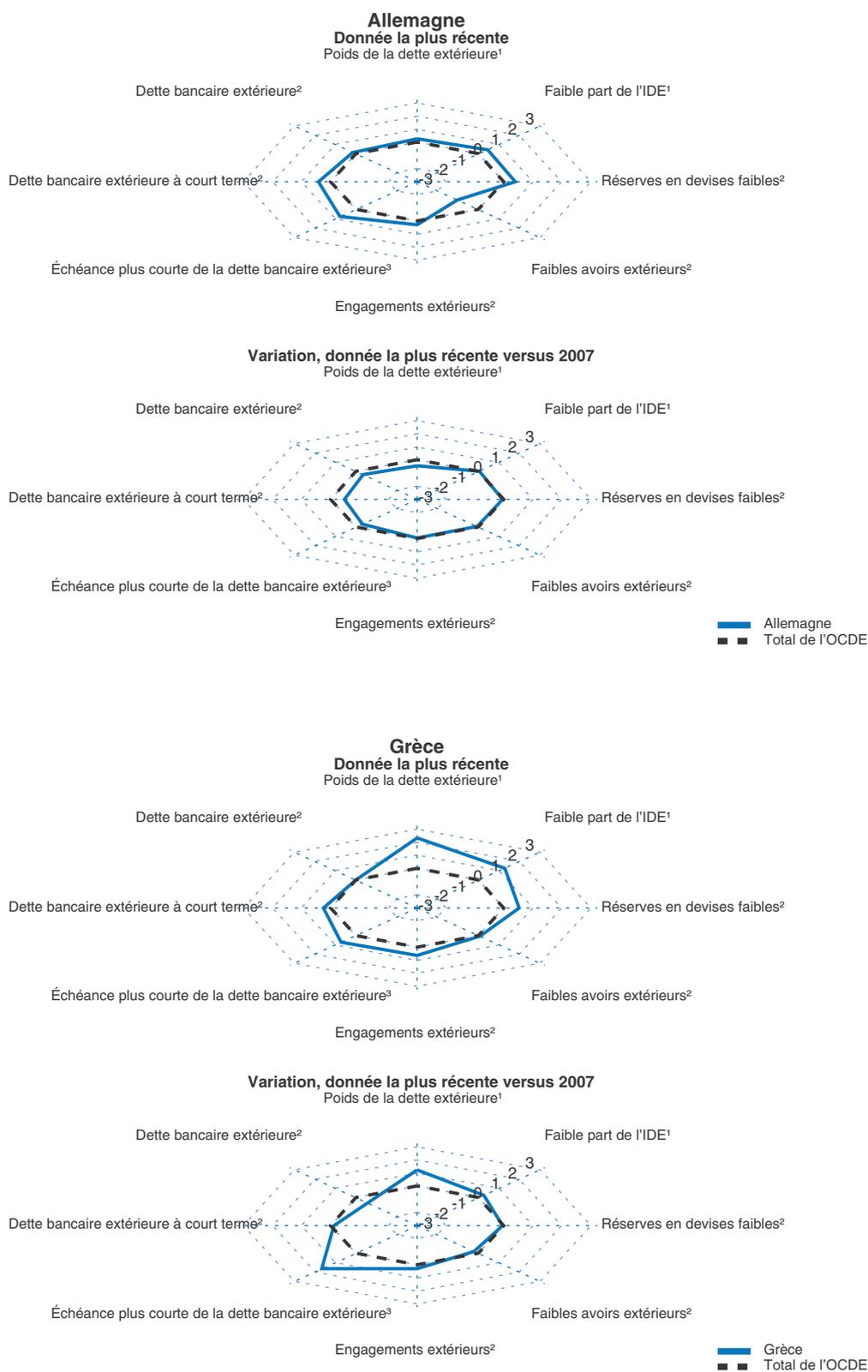


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

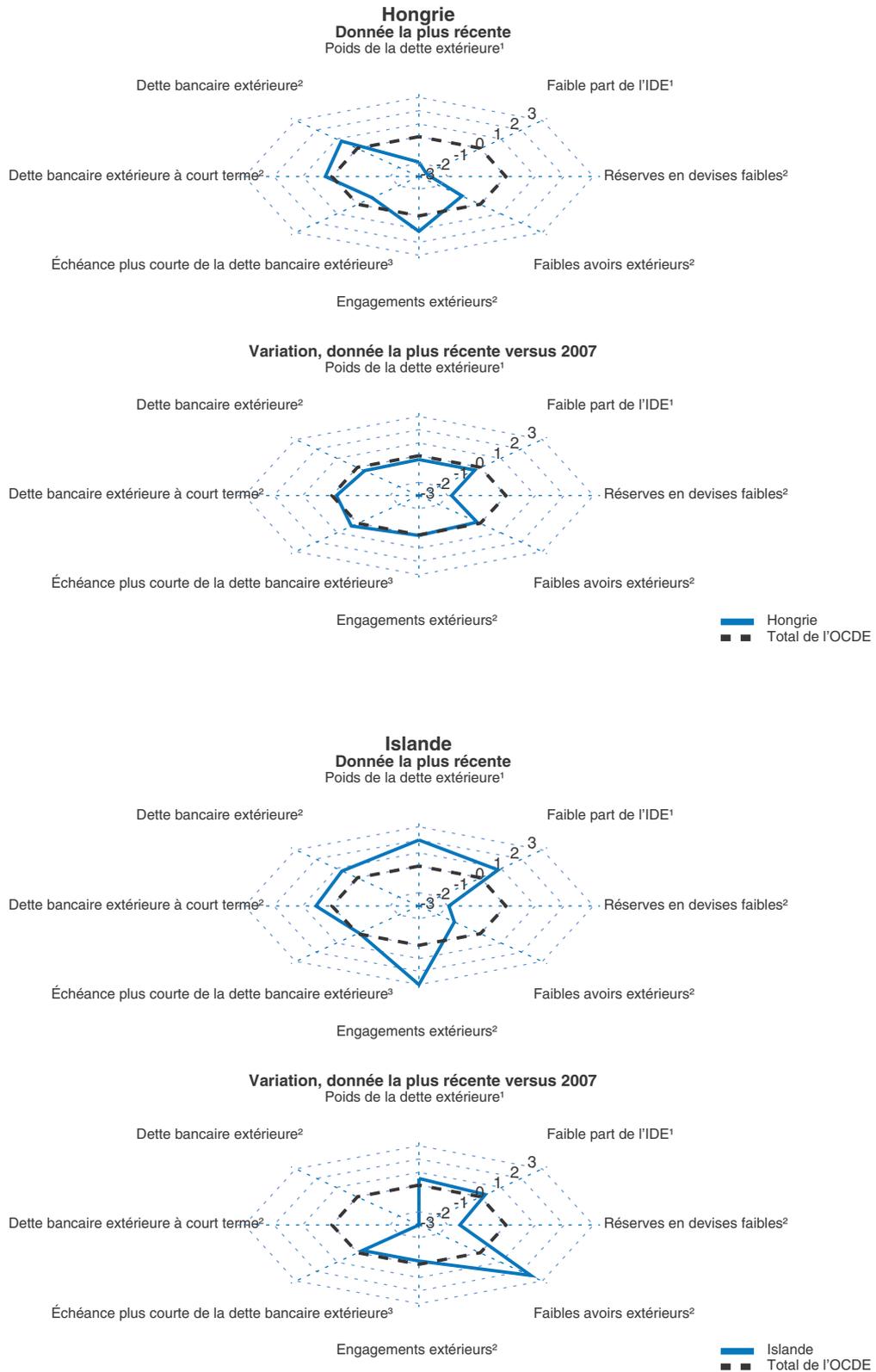


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

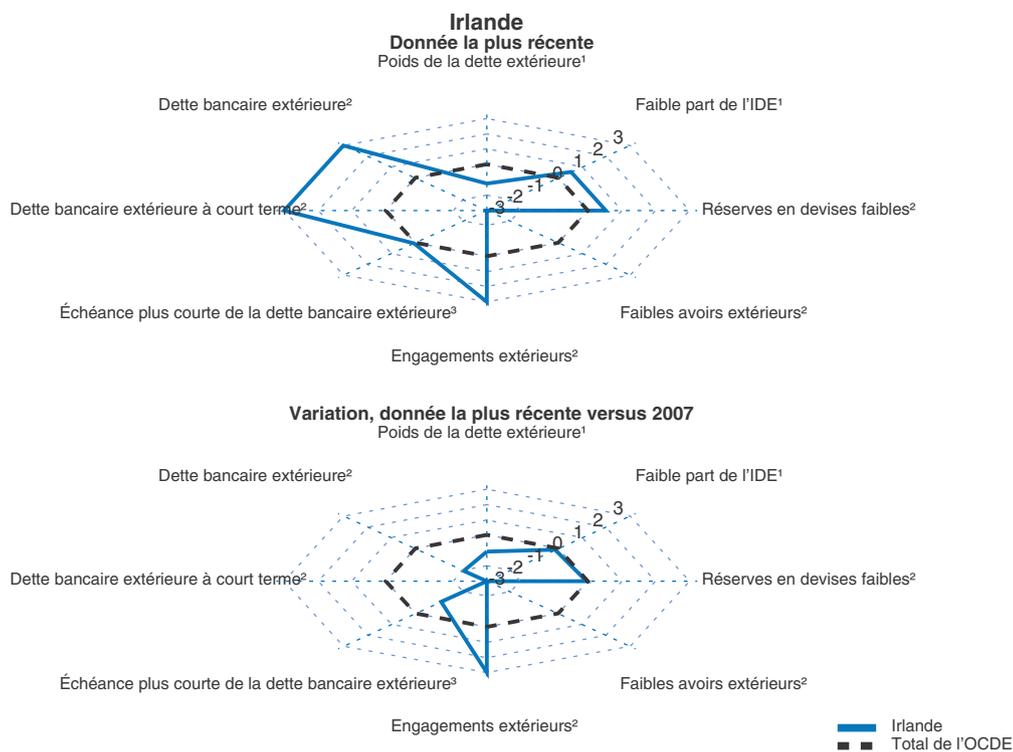
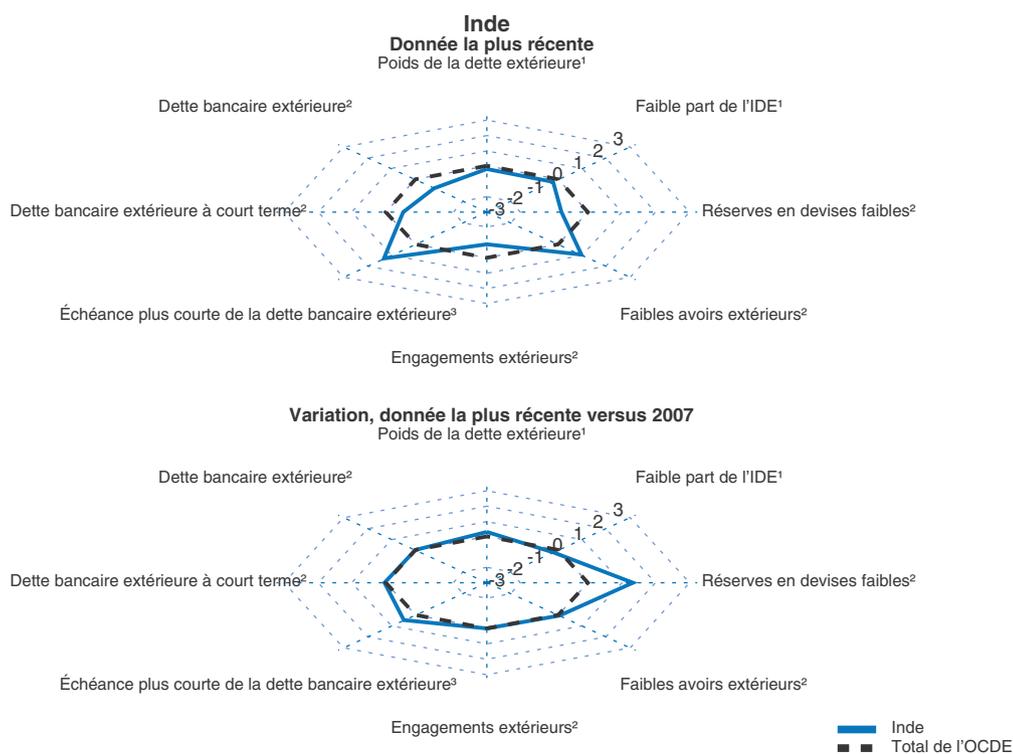


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

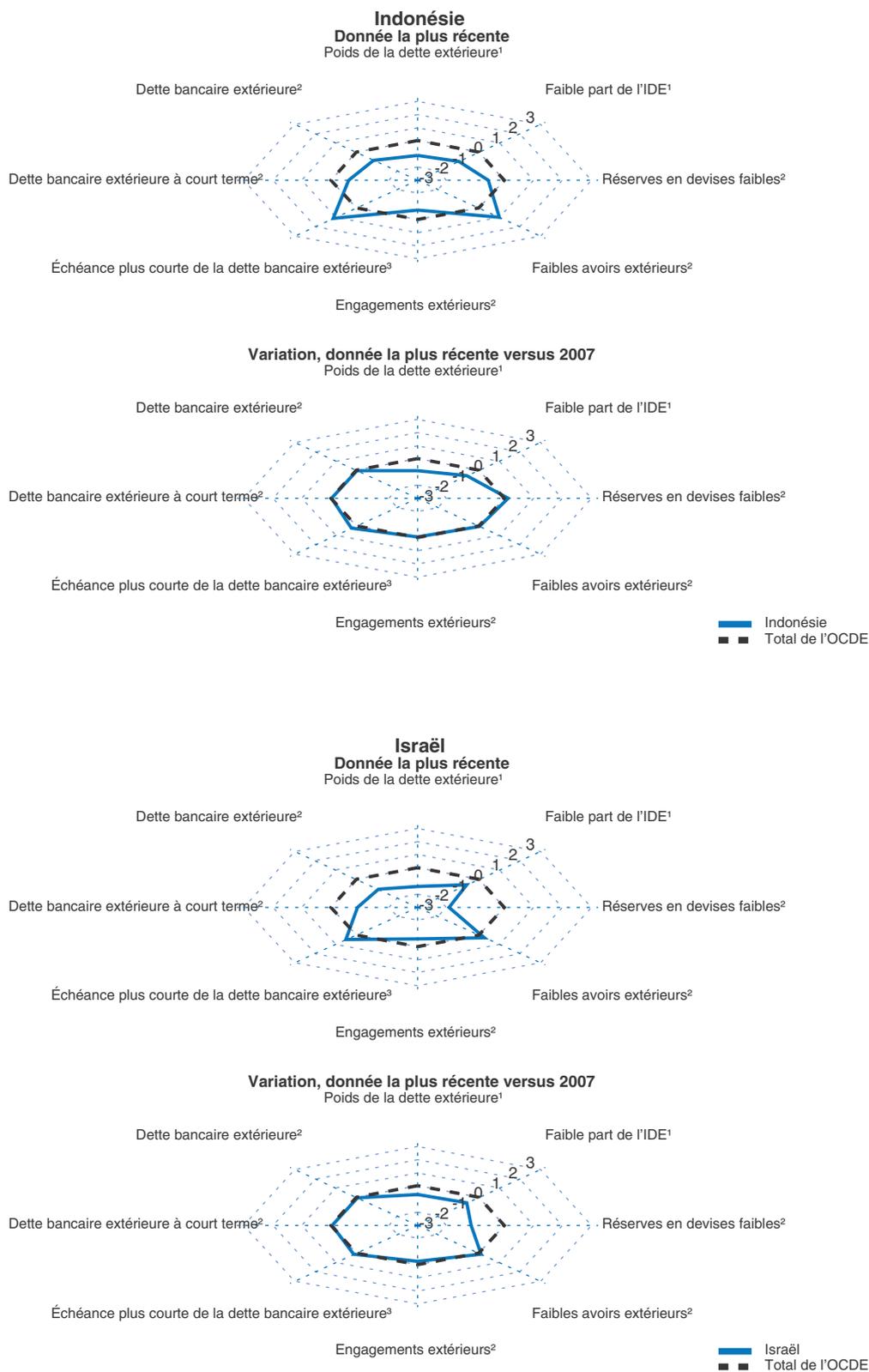


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

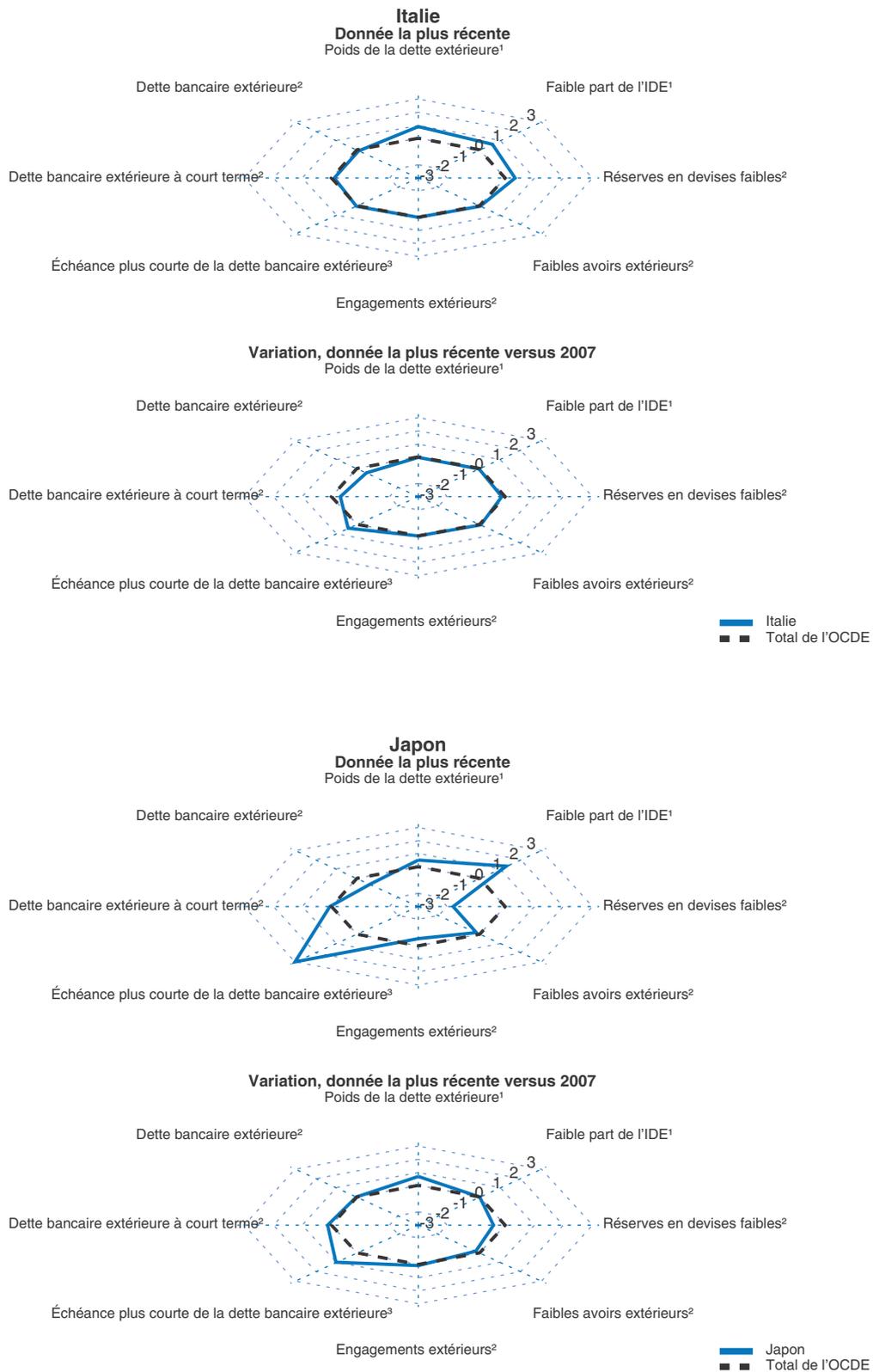


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

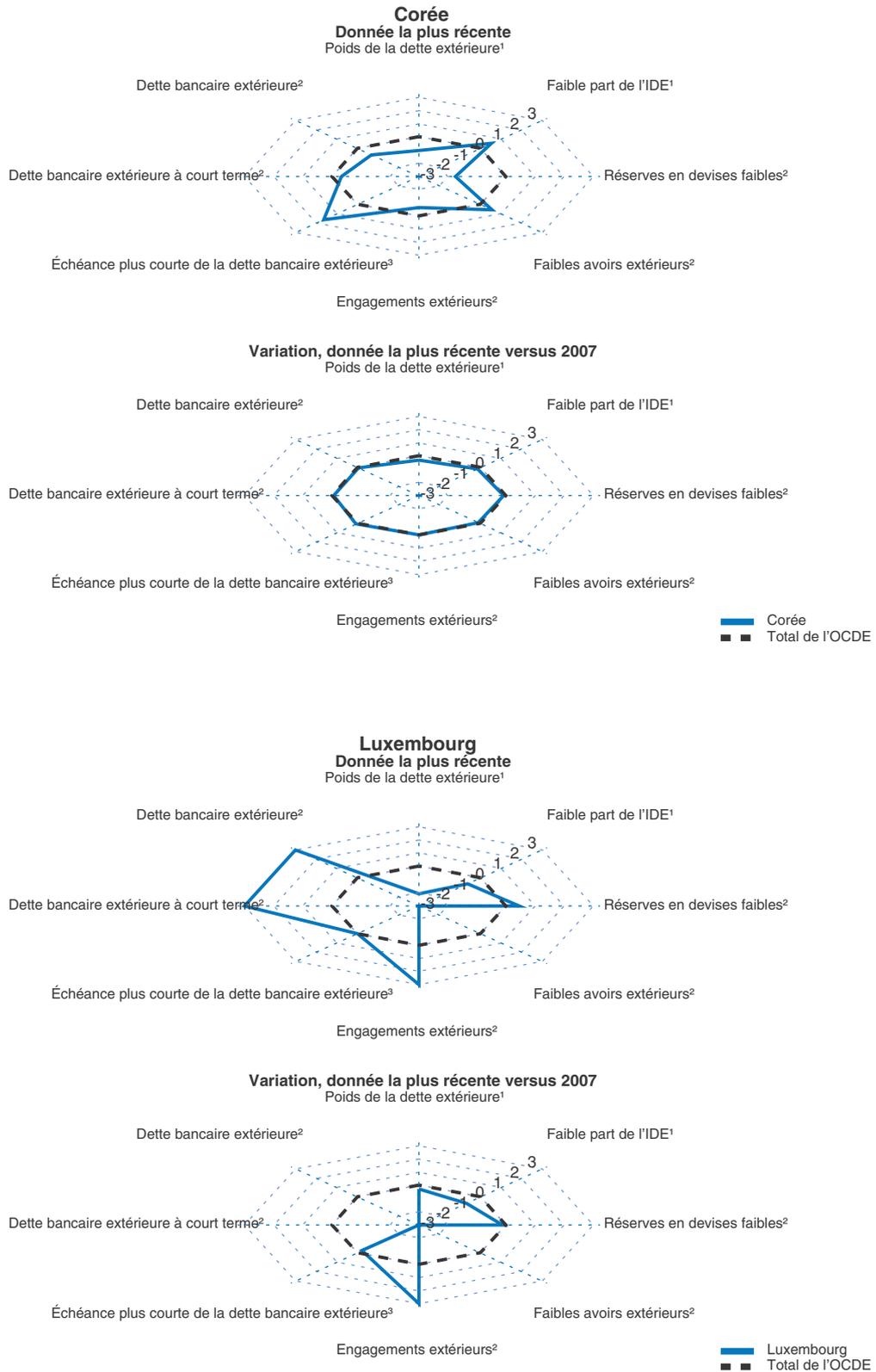


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

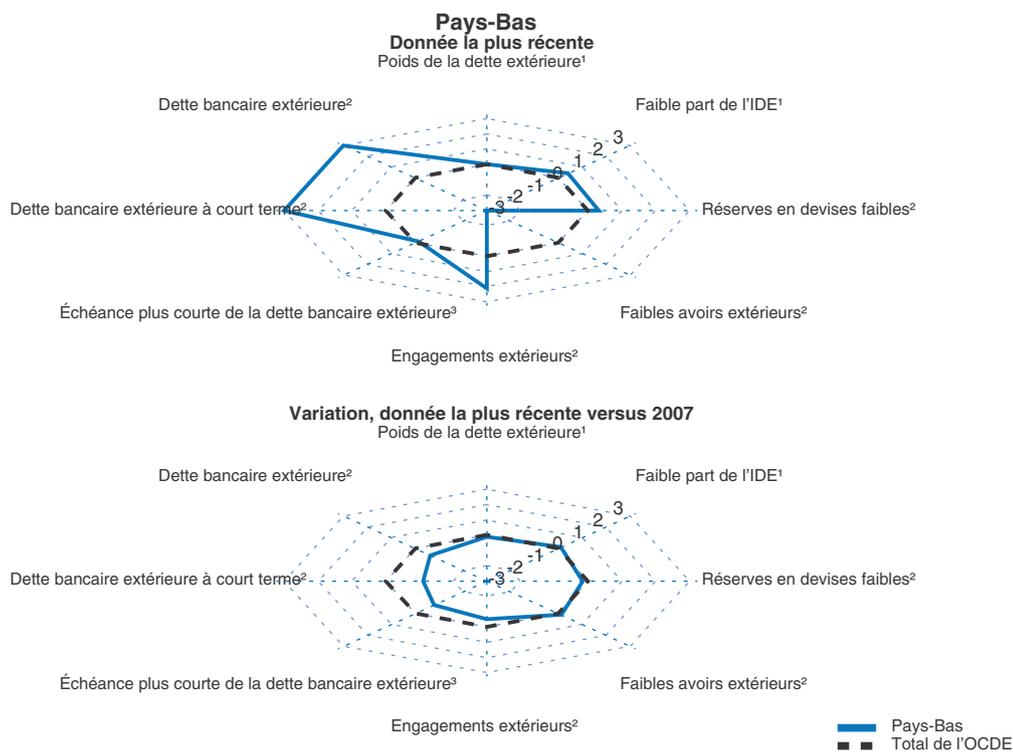
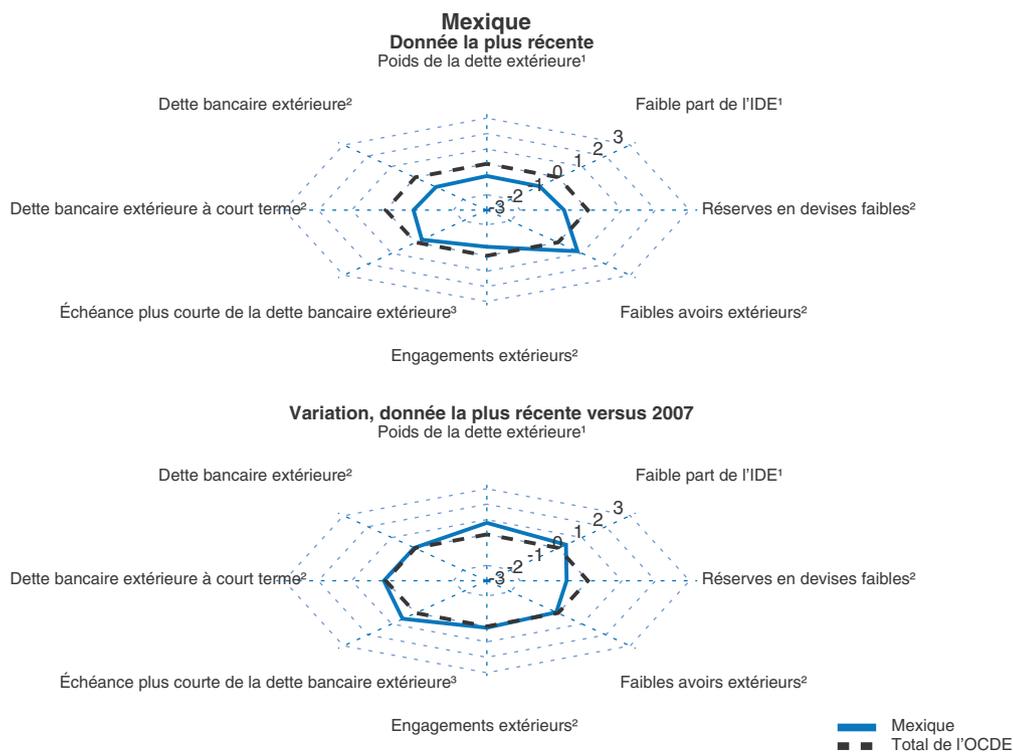


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

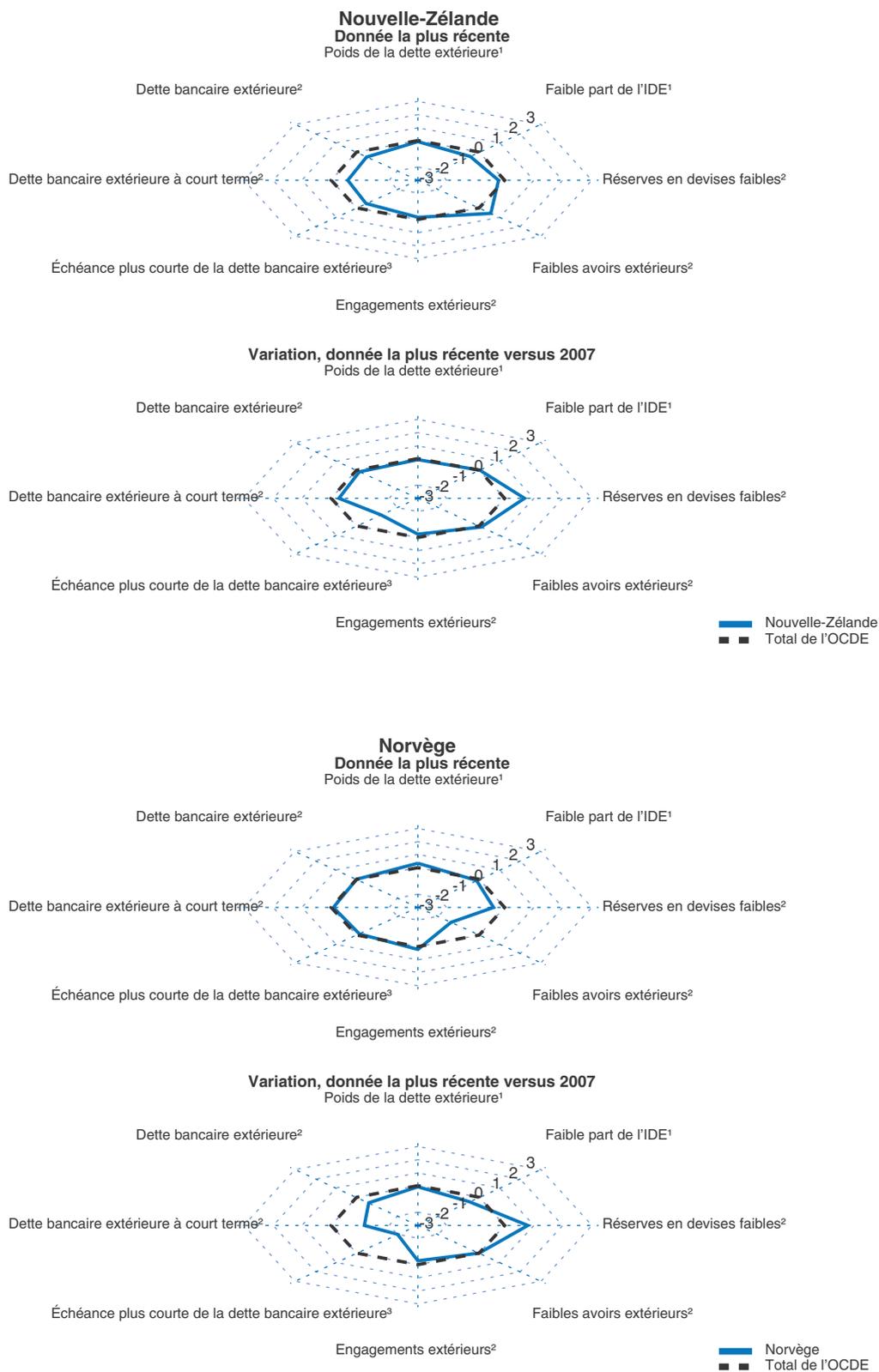


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

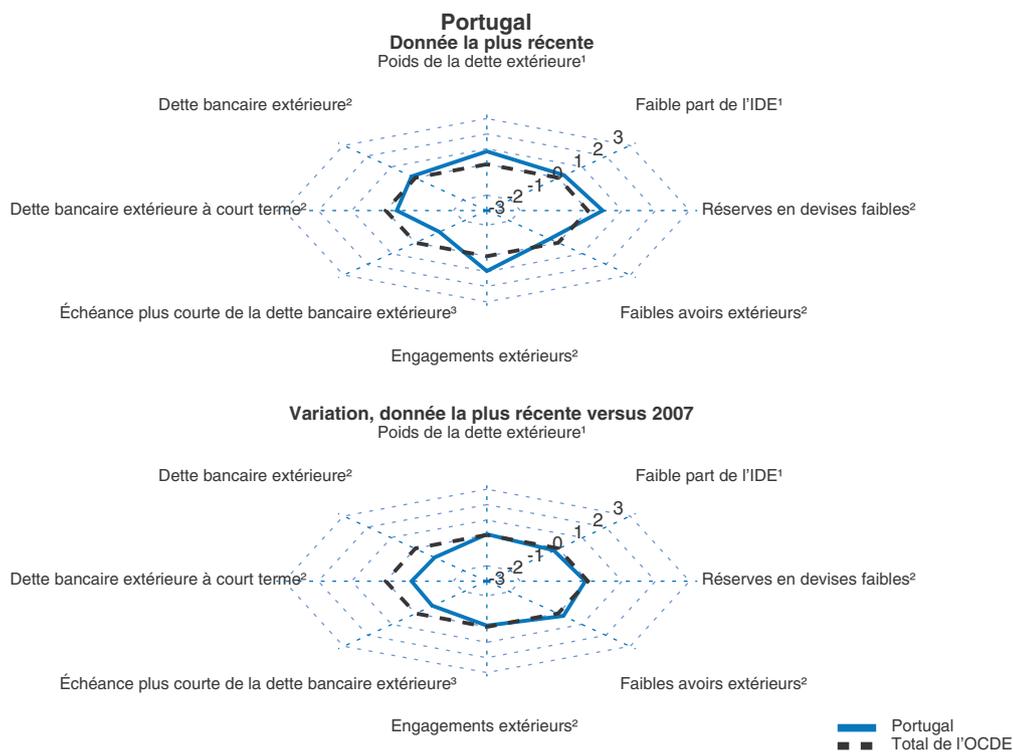
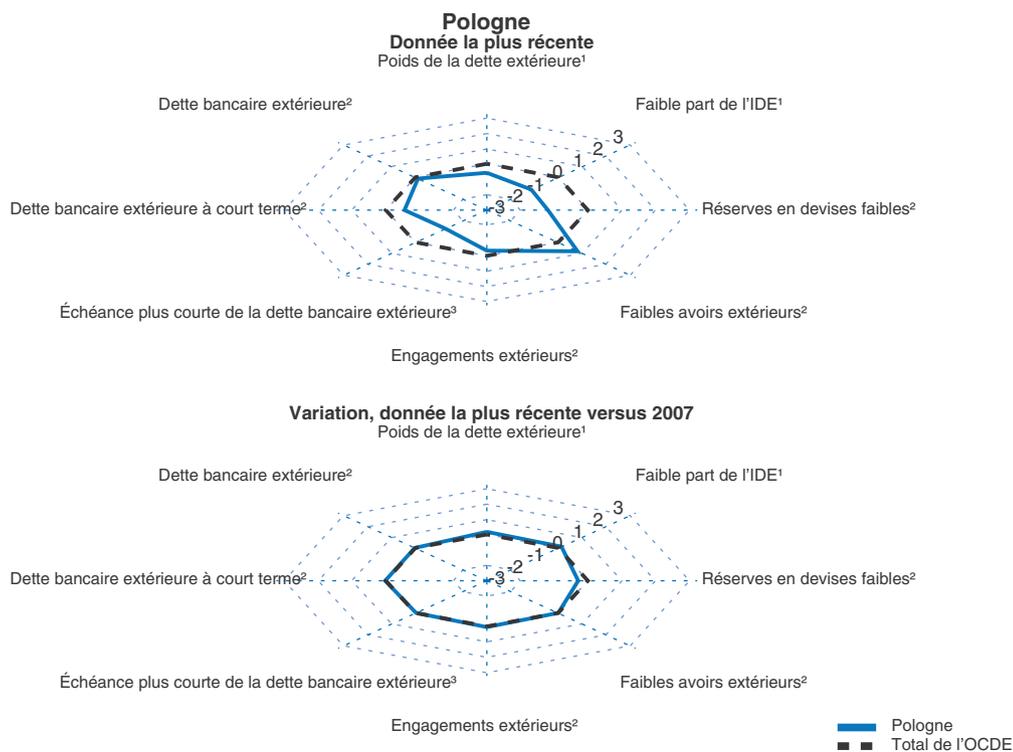


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>



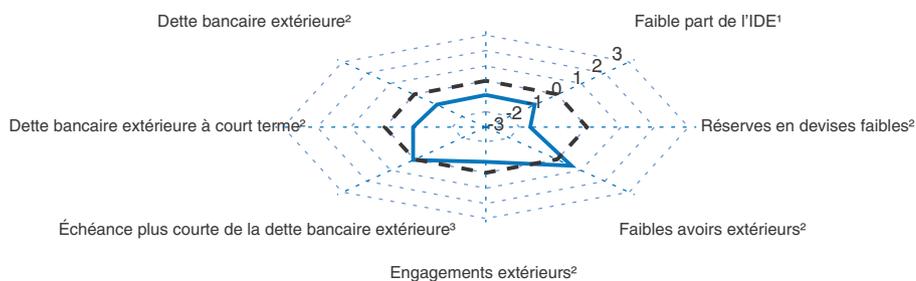
Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

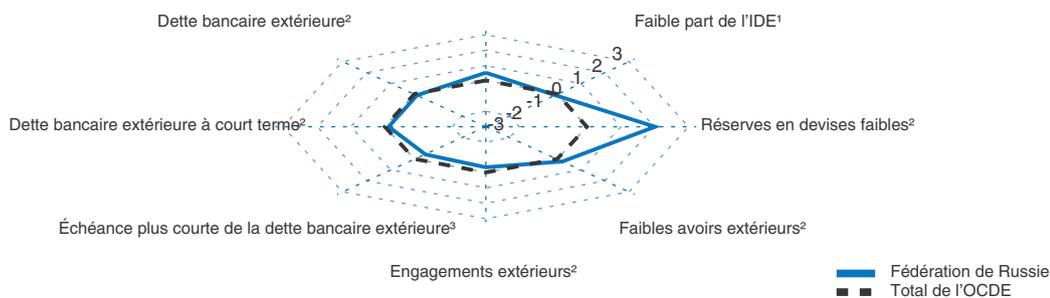
Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

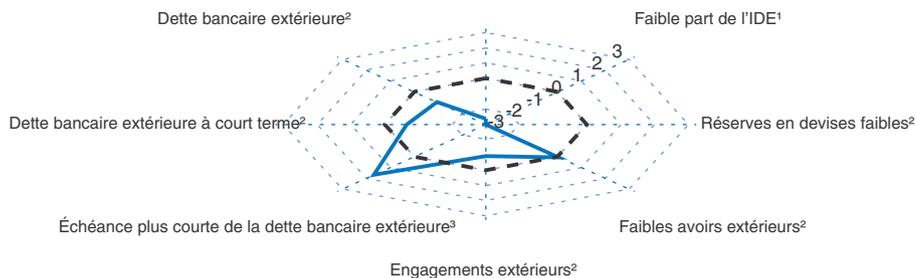
**Fédération de Russie**  
Donnée la plus récente  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



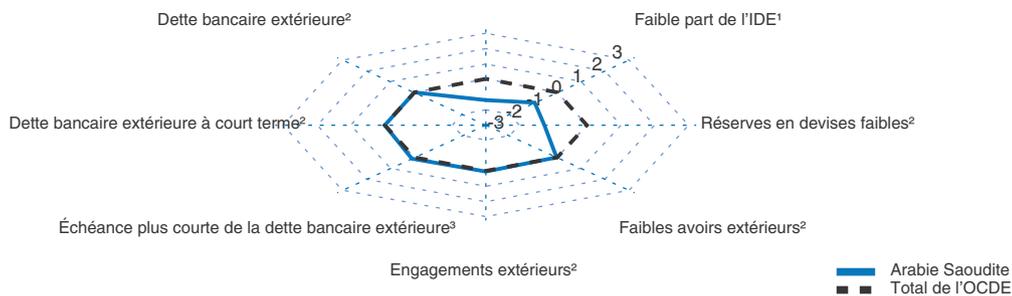
**Variation, donnée la plus récente versus 2007**  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



**Arabie Saoudite**  
Donnée la plus récente  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



**Variation, donnée la plus récente versus 2007**  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



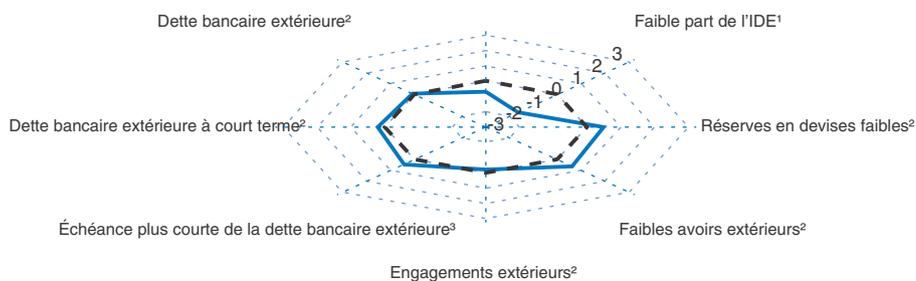
Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

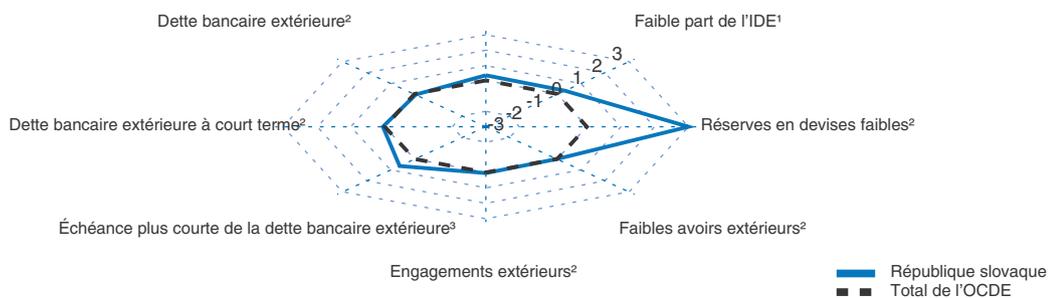
Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

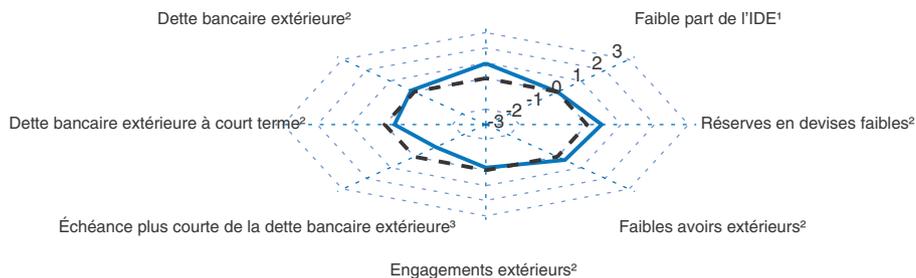
**République slovaque**  
Donnée la plus récente  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



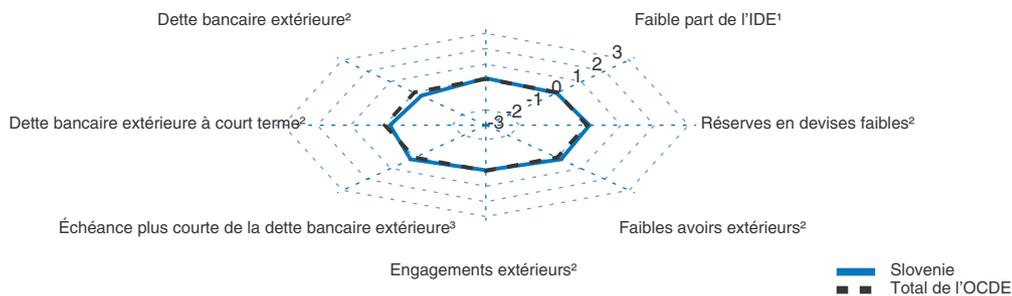
**Variation, donnée la plus récente versus 2007**  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



**Slovenie**  
Donnée la plus récente  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>



**Variation, donnée la plus récente versus 2007**  
Poids de la dette extérieure<sup>1</sup>

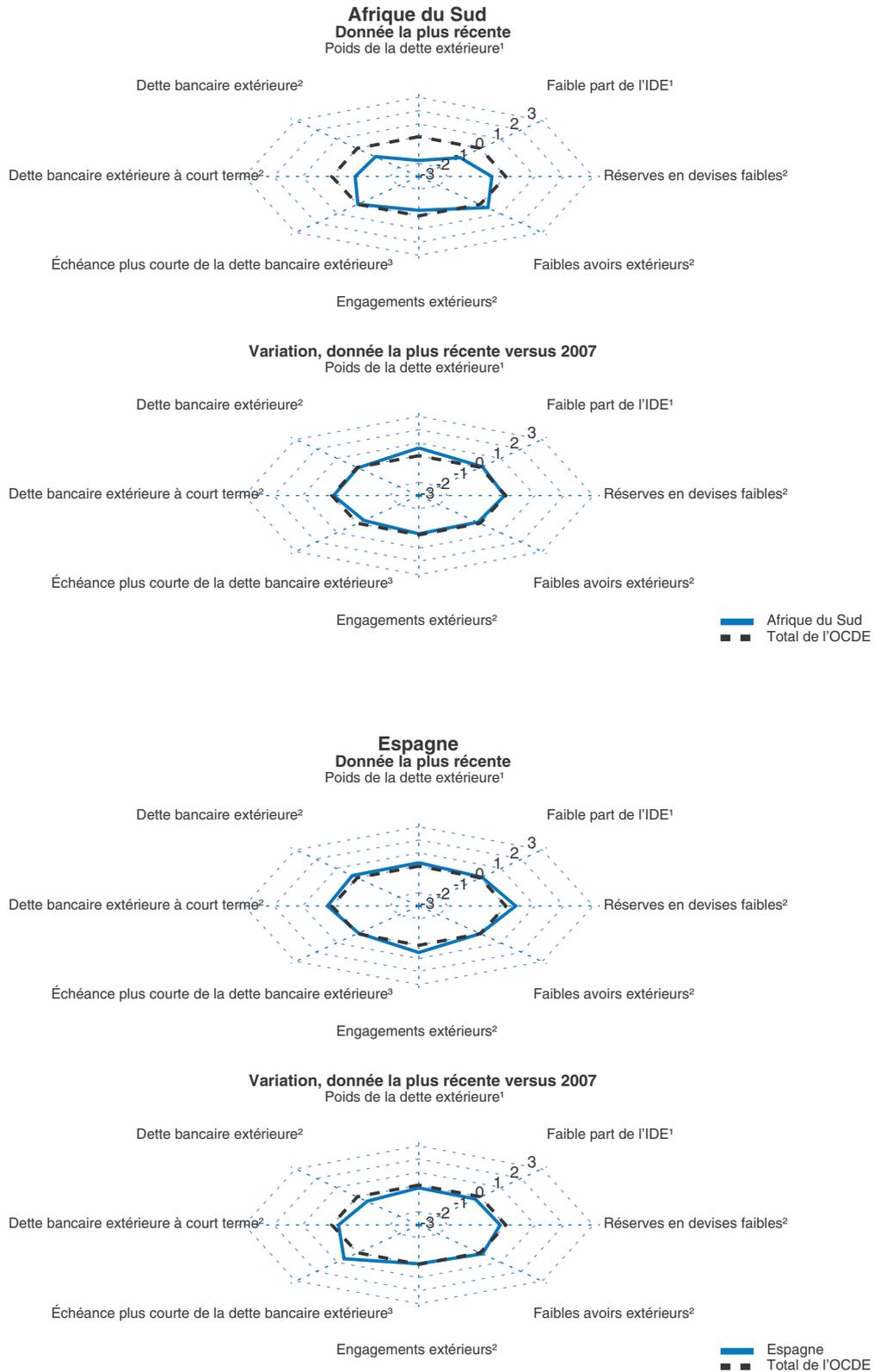


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

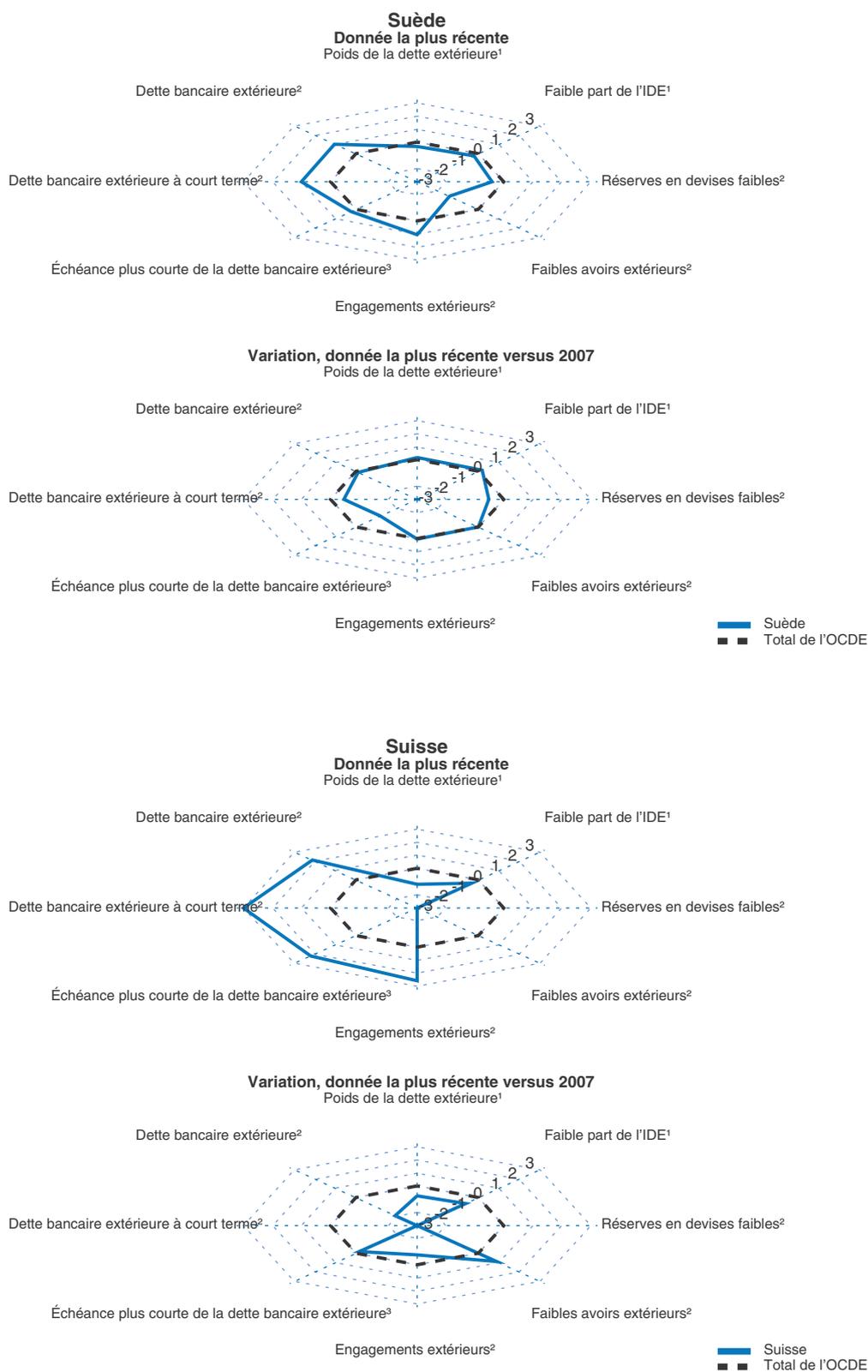


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

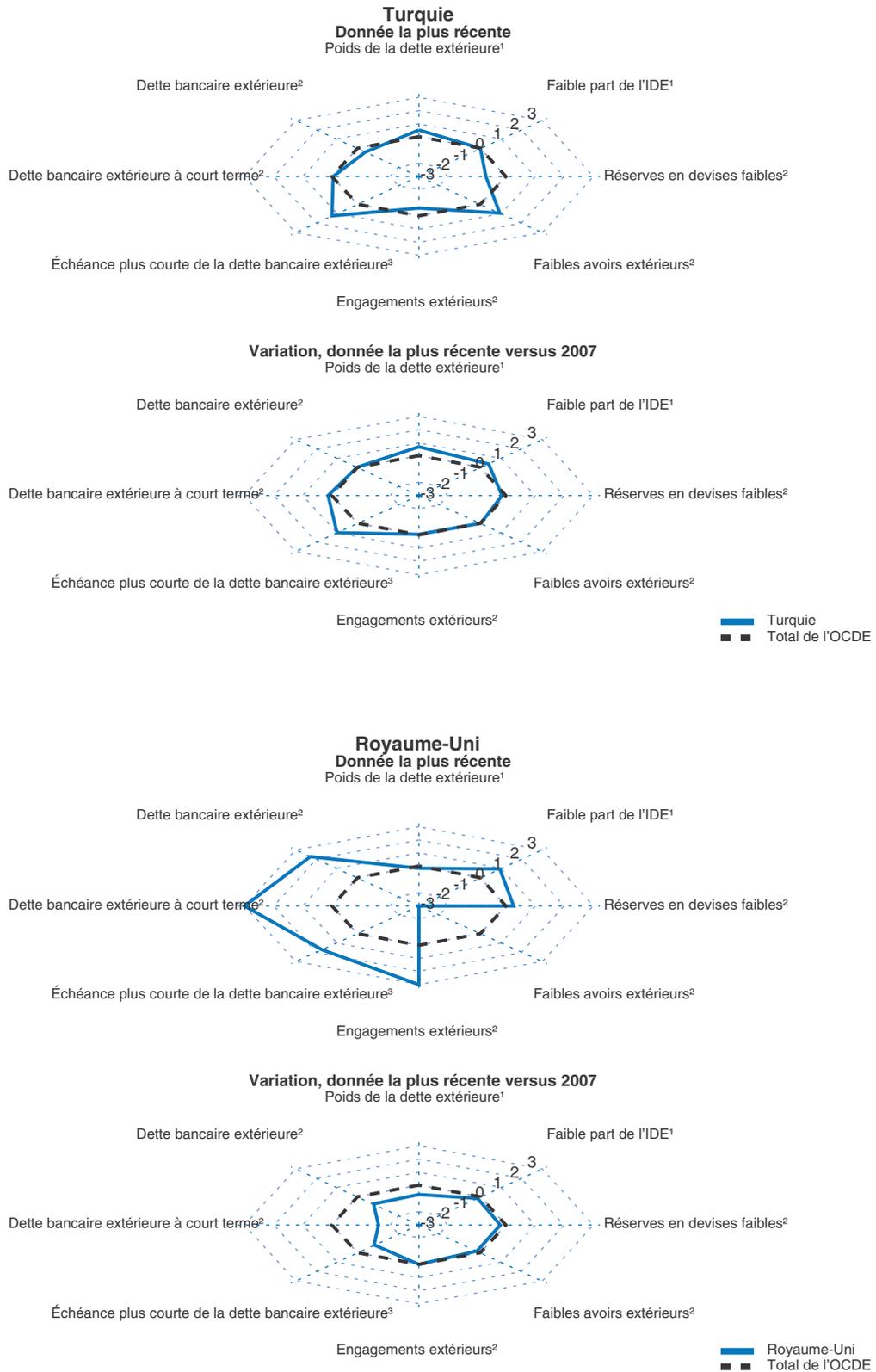


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>

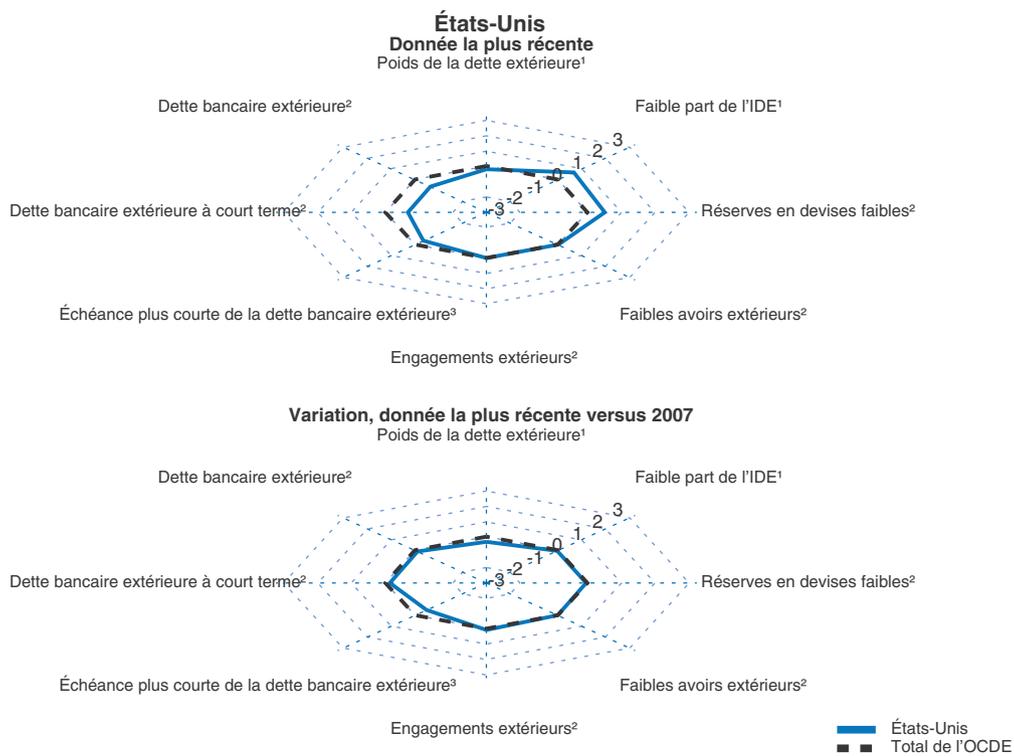


Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>



Note : Les graphiques sont expliqués dans l'introduction de l'annexe.

(1) En pourcentage des engagements extérieurs. (2) En pourcentage du PIB. (3) En pourcentage de la dette bancaire extérieure.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933053353>



Extrait de :

## OECD Economic Outlook, Volume 2014 Issue 1

Accéder à cette publication :

[https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2014-1-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2014-1-en)

### Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2014), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2014 Issue 1*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2014-1-2-fr](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2014-1-2-fr)

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

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

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