

1 Évaluation générale de la situation macroéconomique

Introduction

L'économie mondiale est confrontée à des difficultés grandissantes. La croissance s'est essouffée, la forte inflation s'avère persistante, la confiance s'est affaiblie et l'incertitude est grande. La guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine a sensiblement fait monter les prix, en particulier ceux de l'énergie, accentuant les tensions inflationnistes à un moment où le coût de la vie augmentait déjà rapidement dans le monde entier. Les conditions financières mondiales se sont nettement durcies, sur fond de mesures particulièrement énergiques et généralisées prises par les banques centrales pour relever leurs taux d'intérêt directs ces derniers mois. Cela a pesé sur les dépenses qui sont sensibles aux taux d'intérêt et a accentué les tensions observées dans de nombreuses économies de marché émergentes. La situation des marchés du travail reste globalement tendue, mais la progression des salaires a été moins rapide que la hausse des prix, ce qui a réduit les revenus réels malgré les mesures prises par les pouvoirs publics pour atténuer l'impact du renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie sur les ménages et les entreprises. La croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial devrait être de 3.1 % en 2022, soit un taux inférieur de moitié à celui observé en 2021 pendant le rebond consécutif à la pandémie, et ralentir encore pour s'établir à 2.2 % en 2023, nettement en deçà du rythme prévu avant la guerre. En 2024, la croissance mondiale devrait s'établir à 2.7 %, soutenue par les premières baisses de taux d'intérêt directs adoptées dans plusieurs pays. Les perspectives mondiales deviennent par ailleurs de plus en plus déséquilibrées, les grandes économies de marché émergentes d'Asie représentant près des trois quarts de la croissance du PIB mondial en 2023, du fait d'une expansion soutenue, tandis que le ralentissement de l'activité devrait être marqué aux États-Unis et en Europe. Dans les grandes économies avancées, l'inflation globale mesurée par les prix à la consommation devrait refluer de 6.3 % cette année aux alentours de 4 ¼ pour cent en 2023 et de 2 ½ pour cent en 2024, à mesure que les effets du resserrement des politiques monétaires commenceront à se faire sentir, que les tensions exercées par la demande se dissiperont et que les coûts de transport et les délais de livraison se normaliseront, même si le rythme du recul de l'inflation variera selon les pays.

L'incertitude qui entoure les perspectives est élevée, et les risques sont davantage orientés à la baisse et plus prononcés. Les projections reflètent le tribut à payer des prix élevés de l'énergie au cours des deux prochaines années, mais les résultats pourraient être encore plus dégradés en cas de ruptures d'approvisionnement énergétique sur les marchés mondiaux qui feraient encore monter les prix, ou si un rationnement obligatoire s'avérait nécessaire pour réduire suffisamment la demande de gaz et d'électricité pendant les deux prochains hivers européens. La hausse des taux d'intérêt directs pourrait également entraîner un ralentissement de la croissance plus marqué que prévu. En effet, les décisions prises par les autorités sont difficiles à calibrer compte tenu des niveaux élevés d'endettement, et de l'étroitesse des liens commerciaux et d'investissement internationaux qui accentue les effets d'entraînement du fléchissement de la demande dans les autres pays. Un resserrement monétaire généralisé et rapide accentue également les vulnérabilités financières. Les stratégies financières adoptées pendant la période prolongée de taux d'intérêt extrêmement bas pourraient être remises en cause par une augmentation rapide des taux d'intérêt et exercer des tensions de manière inattendue. De nombreuses économies de marché émergentes pourraient aussi être confrontées à d'importantes difficultés, en particulier les économies importatrices de matières premières. La hausse des taux d'intérêt, l'appréciation du dollar des États-Unis et une dégradation des termes de l'échange accentuent les difficultés associées au service d'une dette extérieure élevée et à d'importants déficits extérieurs, en particulier en cas de ralentissement marqué de la croissance et de nouveau durcissement des conditions financières mondiales. Par ailleurs, des risques importants subsistent quant à l'expansion économique soutenue prévue en Chine, alors que l'atonie persistante des marchés immobiliers, l'augmentation des prêts non performants et les perturbations liées à la poursuite de la politique « zéro COVID » sont susceptibles de peser lourdement sur la demande intérieure et la croissance mondiale. À l'inverse, une réduction de l'incertitude, un assouplissement des conditions sur les marchés financiers ou une baisse des prix des matières premières atténueraient le ralentissement de la croissance.

Compte tenu de l'incertitude considérable, du ralentissement de la croissance, des fortes tensions inflationnistes et des conséquences persistantes de la guerre en Ukraine sur les marchés de l'énergie, les décideurs publics vont devoir faire face à des choix difficiles pour préserver la stabilité macroéconomique et améliorer les perspectives de croissance durable et inclusive à moyen terme.

- Une poursuite du resserrement de la politique monétaire s'impose dans la plupart des grandes économies avancées pour ancrer les anticipations d'inflation et réduire l'inflation durablement. Les mesures prises au niveau national devront être soigneusement calibrées et adaptées au fur et à mesure des nouvelles données disponibles, compte tenu de l'incertitude qui entoure les perspectives de croissance, la vitesse à laquelle les hausses des taux d'intérêt produiront leurs effets, et les retombées potentielles des politiques restrictives mises en œuvre dans les autres pays. Le durcissement des conditions financières mondiales et la persistance des tensions inflationnistes imposeront aussi sans doute un nouveau resserrement de la politique monétaire dans de nombreuses économies de marché émergentes, et limiteront les possibilités d'assouplissement dans les pays où la croissance ralentit et où les taux d'intérêt ont déjà été nettement relevés.
- Des aides budgétaires sont accordées pour amortir l'impact des coûts élevés de l'énergie sur les ménages et les entreprises. En l'absence de telles mesures, on observerait très certainement des baisses de production importantes dans de nombreux pays, avec toutes les conséquences négatives qui pourraient en résulter. Néanmoins, il est souvent nécessaire de mieux concevoir ces aides pour s'assurer qu'elles conservent un caractère temporaire et soient concentrées sur les ménages et les entreprises les plus vulnérables, qu'elles préservent les incitations à réduire la consommation d'énergie et qu'elles puissent être démantelées lorsque les tensions sur les prix de l'énergie se dissiperont. Ces mesures budgétaires à court terme prises pour préserver le niveau de vie doivent également tenir compte de la nécessité de se garder de stimuler encore la demande de manière persistante dans un contexte d'inflation élevée, et garantir ce faisant la cohérence entre politiques budgétaire et monétaire tout en évitant des effets négatifs sur la viabilité des finances publiques. Des cadres budgétaires crédibles contribueraient à fournir des orientations claires sur la trajectoire des finances publiques à moyen terme et à atténuer les préoccupations relatives à la viabilité de la dette, sur fond d'accentuation des tensions sur les dépenses et d'alourdissement de la charge future du service de la dette publique.
- La guerre et la pandémie s'ajoutent aux difficultés soulevées de longue date en matière de croissance, de résilience et de bien-être par l'accélération de la transformation numérique, le vieillissement démographique et la nécessité de réduire les émissions de carbone. Des réformes efficaces et bien ciblées s'imposent pour renforcer la productivité et les compétences, réduire les inégalités et améliorer l'équilibre entre hommes et femmes, renforcer la résilience et rehausser les niveaux de vie. Des mesures judicieusement choisies, comme une augmentation des aides axées sur l'accueil des jeunes enfants et une réduction des coins fiscaux sur les bas salaires, pourraient aider les ménages à faible revenu à faire face aux pressions auxquelles ils sont soumis actuellement, tout en étant bénéfiques à moyen terme en matière d'emploi et d'inclusion. Le maintien de l'ouverture des frontières internationales sur le plan commercial, la levée des obstacles à un renforcement des migrations économiques internationales et l'adoption de mesures pour assurer une intégration plus rapide des immigrés sur le marché du travail contribueraient également à atténuer les tensions inflationnistes liées à l'offre à court terme. Les pouvoirs publics doivent par ailleurs veiller à ce que les objectifs de sécurité énergétique et d'atténuation du changement climatique soient en phase. Les efforts déployés pour préserver à court terme la sécurité énergétique et l'accès à l'énergie à un coût abordable au moyen d'aides budgétaires, ainsi qu'une diversification des approvisionnements et une diminution de la consommation d'énergie devraient s'accompagner de mesures plus vigoureuses destinées à renforcer l'investissement dans les technologies propres et l'efficacité énergétique.

- Les retombées de la guerre continuent de menacer la sécurité alimentaire mondiale, en particulier si elles se conjuguent à de nouveaux phénomènes météorologiques extrêmes résultant du changement climatique. Il est nécessaire d'améliorer la coopération internationale pour préserver l'ouverture des marchés agricoles, faire face aux besoins alimentaires d'urgence et renforcer la production domestique. Une coopération internationale plus poussée en matière d'allègement de la dette, notamment via le Groupe des Vingt (G20), est également nécessaire pour réduire au minimum les conséquences économiques et sociales négatives que pourrait avoir un défaut de paiement, sachant que de plus en plus de pays en développement à faible revenu sont déjà en situation de surendettement et sont caractérisés par des secteurs bancaires fragilisés.

Tableau 1.1 La croissance mondiale devrait encore ralentir

	Moyenne 2013-2019	2021	2022	2023	2024	2022 T4	2023 T4	2024 T4
	Pourcentage							
Croissance du PIB en volume¹								
Monde ²	3.4	5.9	3.1	2.2	2.7	2.0	2.3	3.0
G20 ²	3.5	6.2	3.0	2.2	2.7	2.0	2.2	3.0
OCDE ²	2.2	5.6	2.8	0.8	1.4	1.2	0.9	1.8
États-Unis	2.4	5.9	1.8	0.5	1.0	0.2	0.3	1.6
Zone euro	1.9	5.3	3.3	0.5	1.4	1.4	0.7	1.7
Japon	0.8	1.6	1.6	1.8	0.9	2.0	1.2	0.7
Non-OCDE ²	4.4	6.2	3.4	3.3	3.8	2.7	3.6	4.0
Chine	6.8	8.1	3.3	4.6	4.1	4.4	4.5	4.0
Inde ³	6.8	8.7	6.6	5.7	6.9			
Brésil	-0.4	4.9	2.8	1.2	1.4			
Taux de chômage dans l'OCDE⁴	6.5	6.2	5.0	5.3	5.5	5.0	5.5	5.5
Inflation¹								
G20 ^{2,5}	3.0	3.9	8.1	6.0	5.4	8.0	5.5	5.5
OCDE ^{6,7}	1.6	3.8	9.4	6.5	5.1	9.6	5.5	5.1
États-Unis ⁶	1.4	4.0	6.2	3.5	2.6	5.5	3.1	2.3
Zone euro ⁸	0.9	2.6	8.3	6.8	3.4	9.6	4.9	2.9
Japon ⁹	0.9	-0.2	2.3	2.0	1.7	3.2	1.4	1.9
Solde des administrations publiques dans l'OCDE¹⁰	-3.2	-7.3	-3.7	-3.6	-3.1			
Croissance du commerce mondial¹	3.4	10.0	5.4	2.9	3.8	2.4	3.2	4.0

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

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

3. Exercice budgétaire.

4. Pourcentage de la population active.

5. Inflation globale.

6. Déflateur des dépenses personnelles de consommation.


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

8. Indice des prix à la consommation harmonisé.

9. Indice national des prix à la consommation.

10. Pourcentage du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112.

StatLink  <https://stat.link/rgvk7w>

La croissance ralentit et les conditions financières se sont durcies

La croissance mondiale s'est essouffée sur fond de forte inflation

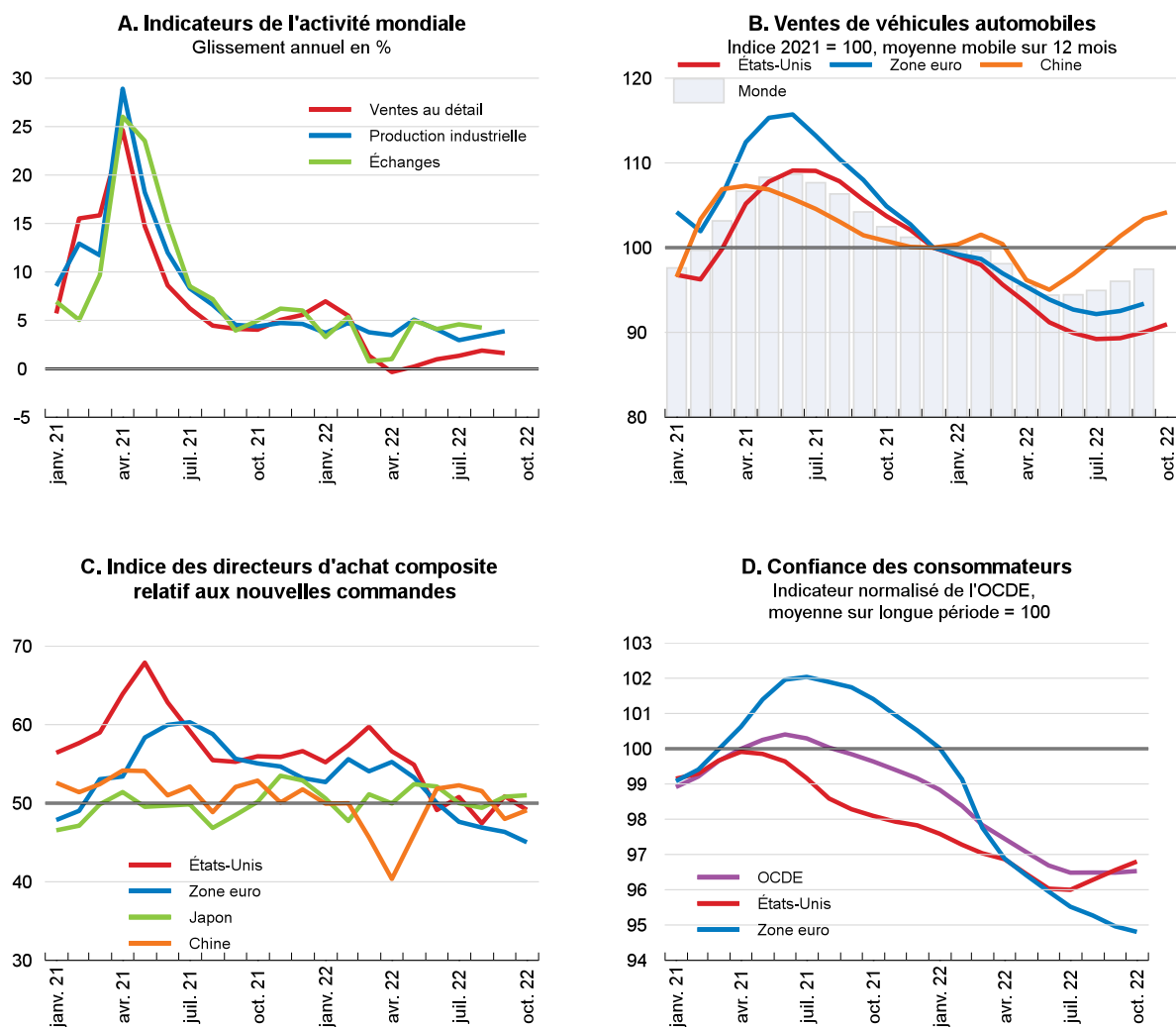
La guerre en Ukraine a des effets négatifs persistants sur la situation économique. Le PIB mondial a stagné au deuxième trimestre de 2022, où la production a chuté tant en Ukraine qu'en Russie et s'est contractée aussi bien en Chine (du fait des confinements imposés en application de la politique « zéro COVID ») qu'aux États-Unis. La croissance mondiale s'est redressée au troisième trimestre, grâce à un rebond de l'activité en Chine et aux États-Unis, mais elle est restée modérée, la faible progression des revenus réels freinant les dépenses de consommation et le renchérissement de l'énergie entraînant un ralentissement marqué dans de nombreuses économies, en particulier en Europe.

Au cours des derniers mois, certains indicateurs de l'activité économique mondiale, tels que les ventes au détail, la production industrielle et les échanges internationaux, se sont stabilisés après un deuxième trimestre particulièrement médiocre (graphique 1.1, partie A). Cette évolution a été favorisée par la réduction des mesures restrictives visant à endiguer la pandémie de COVID-19 en Chine, et un rebond consécutif de l'activité, notamment des ventes de véhicules automobiles (graphique 1.1, partie B). Néanmoins, les indicateurs établis à partir d'enquêtes laissent entrevoir une baisse de régime dans de nombreux pays, en particulier en Europe (graphique 1.1, parties C et D). Dans le secteur des entreprises, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes dans l'industrie a baissé régulièrement depuis plusieurs mois jusqu'en octobre, traduisant un tassement généralisé dans toutes les branches d'activité. La faiblesse de la confiance des consommateurs est notable également, ce qui tient en partie à un recul du revenu réel des ménages dans la plupart des économies de l'OCDE, la hausse de l'inflation ne s'accompagnant pas d'une accélération de la croissance des revenus nominaux. Les ménages à faible revenu et les ménages ruraux ont été particulièrement touchés, compte tenu de la part importante de leurs dépenses consacrée à l'alimentation et à l'énergie.

Les tensions inflationnistes se sont accentuées. Le niveau médian de l'inflation globale mesurée par les prix à la consommation a atteint 9.6 % dans les économies avancées et 10.8 % dans les économies de marché émergentes au troisième trimestre de 2022. La persistance inattendue des tensions inflationnistes cette année est due en grande partie au déclenchement de la guerre en Ukraine, qui a entraîné une envolée immédiate des prix d'un certain nombre de matières premières essentielles – le pétrole, le gaz et le charbon, différents métaux, le blé, le maïs et certaines huiles alimentaires – ainsi que des engrais. Cette montée en flèche a été suivie d'une redescende pour la plupart des matières premières, en partie imputable à la faiblesse de la demande chinoise, mais les prix du gaz et du charbon sur les marchés internationaux demeurent élevés (graphique 1.2).

Les prix au comptant de l'électricité étant liés en règle générale à ceux du gaz, qui est la source marginale de production d'électricité, les niveaux records atteints par les prix du gaz ont porté les prix de gros de l'électricité à des niveaux tout aussi extrêmes en Europe. Une partie seulement de cette envolée des prix de gros s'est traduite dans l'évolution des prix de détail de l'électricité (graphique 1.3), de nombreux gouvernements européens intervenant pour protéger les consommateurs et éviter qu'ils ne subissent intégralement l'impact de l'augmentation du prix du gaz importé, et complétant l'effet des facteurs habituels qui empêchent une répercussion totale (Kuik et al., 2022), notamment les délais d'ajustement des contrats de fourniture des ménages et des entreprises. Néanmoins, de fortes hausses se sont déjà produites, et à moins que les prix de gros de l'électricité ne continuent de diminuer (comme ils l'ont fait ces dernières semaines), l'augmentation des prix de détail se poursuivra probablement. Dans le cas contraire, des sociétés de distribution d'électricité risquent de devenir insolvables, et les gouvernements qui appliquent un plafonnement des prix risquent de devoir assumer la charge de subventions coûteuses et susceptibles de s'inscrire dans la durée.

Graphique 1.1. Divers indicateurs à haute fréquence laissent entrevoir un ralentissement



Note : La partie A du graphique repose sur des agrégats calculés avec des coefficients de pondération fondés sur les parités de pouvoir d'achat (PPA). Les ventes au détail sont mesurées à partir de la consommation mensuelle des ménages pour les États-Unis et de l'indice synthétique de la consommation mensuelle pour le Japon.

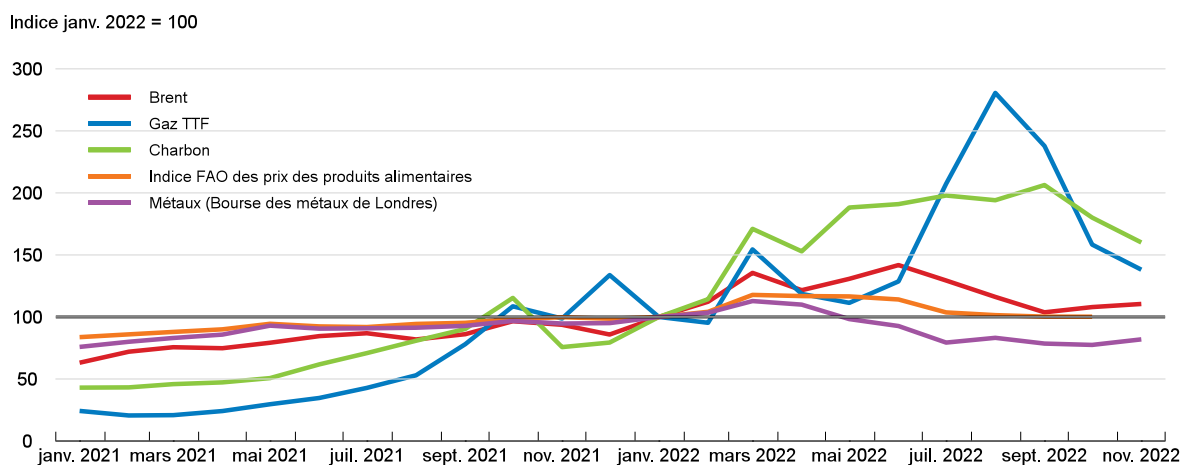
Source : Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; Bureau central de planification (CPB, *Centraal Planbureau*) des Pays-Bas ; S&P Global ; Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/3cdikv>

Avant même la guerre en Ukraine, les tensions inflationnistes avaient commencé à s'accroître, la hausse des prix étant alimentée à la fois par des facteurs liés à l'offre et à la demande dans les économies de l'OCDE (encadré 1.1). Certains de ces facteurs se sont atténués ou ont commencé à s'inverser au cours de l'année écoulée. La hausse des prix des biens a ralenti, le changement de composition de la demande marqué par une diminution de la part des services et une augmentation de celle des biens (notamment les biens durables) étant en train de s'inverser (graphique 1.5, partie A). La normalisation de la structure de la demande a commencé à se traduire par une augmentation des taux d'inflation des services dans la plupart des pays et, dans certains, par une diminution de l'inflation des biens¹.

Un autre facteur qui tirait l'inflation vers le haut jusqu'au début de 2022, et qui s'est nettement affaibli au cours des derniers mois, réside dans les coûts du transport maritime. Compte tenu du fléchissement de la demande de biens dans les économies avancées et du fait que les chaînes d'approvisionnement ont été, dans une large mesure, rétablies depuis la première phase de la pandémie, les coûts du fret ont nettement diminué dernièrement (graphique 1.5, partie B). Pour les pays du G20 considérés dans leur ensemble, on estime que l'impact des coûts du transport maritime sur l'inflation a atteint un sommet au troisième trimestre de 2021, puis a diminué pour s'établir à 0.18 point de pourcentage seulement au troisième trimestre de 2022, et à zéro à la mi-novembre 2022².

Graphique 1.2. Les prix des matières premières ont connu récemment des évolutions divergentes



Note : La mention « Gaz TTF » correspond au prix de cet hydrocarbure sur le marché néerlandais du gaz naturel TTF (*Title Transfer Facility*), tandis que le prix du charbon est celui communiqué par l'Institut d'économie internationale de Hambourg (HWWI, *Hamburgische WeltWirtschaftsinstitut*). Les chiffres de novembre correspondent à la moyenne des données disponibles jusqu'au 16 novembre.

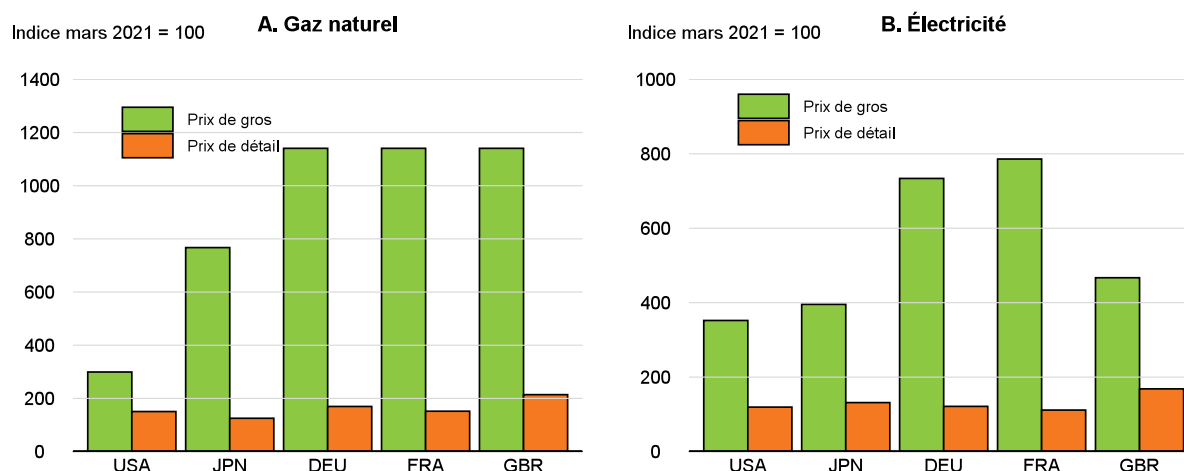
Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

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

¹ Les États-Unis et le Canada sont deux des pays où l'inflation des services s'accroît tandis que celle des biens se modère. Ainsi, aux États-Unis, l'inflation des biens – mesurée à partir de l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*) – a atteint un pic de 10.6 % en mars, avant de refluer à 8.1 % au cours du dernier mois connu (septembre), tandis que l'inflation des services augmente régulièrement depuis le début de 2021, si bien qu'elle s'est hissée de 2.7 % en mars 2021 à 5.3 % en septembre 2022.

² D'après le cadre élaboré par Guilloux-Nefussi et Rusticelli (2021).

Graphique 1.3. Les prix de détail de l'énergie ont nettement moins augmenté que les prix de gros, en particulier en Europe



Note : Les données se rapportent à septembre 2022 pour les prix de détail et les prix de gros. Les variations des prix de détail ont été calculées à partir de l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*), c'est-à-dire du déflateur de la consommation des ménages, pour les États-Unis, à partir de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni, et à partir de l'indice national des prix à la consommation pour le Japon. On a utilisé comme indicateurs représentatifs des prix de gros du gaz naturel le prix au comptant du gaz naturel au terminal Henry Hub pour les États-Unis, le prix du gaz naturel liquéfié (GNL) en Asie pour le Japon, et le prix sur le marché néerlandais du gaz naturel TTF (*Title Transfer Facility*) pour l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni. Les données relatives aux prix de gros de l'électricité proviennent du marché intérieur de l'électricité de chaque économie.

Source : Refinitiv ; Bureau d'analyse économique (BEA, *Bureau of Economic Analysis*) des États-Unis ; Bureau des statistiques du Japon ; Eurostat ; Agence d'information sur l'énergie (EIA, *Energy Information Administration*) des États-Unis ; Bourse japonaise de l'électricité (JEPX, *Japan Electric Power Exchange*) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/casjf2>

Les tensions inflationnistes se sont néanmoins généralisées (graphique 1.6), les hausses de coûts étant de plus en plus répercutées sur les prix des biens et des services, et les marges bénéficiaires augmentant dans certains secteurs (Brainard, 2022). Dans la mesure où de nombreux agents économiques tendent à former leurs anticipations au moins en partie sur la base de leur expérience récente, il n'est pas surprenant dans ce contexte que les mesures des anticipations d'inflation à court terme fondées sur des enquêtes auprès des ménages aient augmenté (graphique 1.7), même si les indicateurs d'anticipations d'inflation à long terme tirés des marchés financiers restent généralement bien ancrés à proximité des objectifs des banques centrales.

Encadré 1.1. Inflation par l'offre et par la demande dans certaines économies de l'OCDE

L'augmentation des taux d'inflation observée au cours des deux dernières années dans les économies du monde entier constitue une source de problèmes majeurs pour les décideurs publics. Une incertitude essentielle réside dans la question de savoir si cette flambée d'inflation résulte principalement de facteurs liés à la demande ou de chocs d'offre négatifs. On ne peut répondre à cette question de manière précise ou avec certitude, mais il est possible de distinguer de façon approximative les facteurs liés à la demande et à l'offre.

Une des approches envisageables à cet égard est celle de la Banque fédérale de réserve de San Francisco, qui utilise des données mensuelles sur les volumes et les prix fondées sur l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*), c'est-à-dire le déflateur de la consommation des ménages, afin de distinguer les composantes pour lesquelles les chocs affectant les prix et les volumes produisent des effets de même sens et ceux pour lesquels leurs effets s'exercent dans des directions opposées (Shapiro, 2022a et 2022b).

On identifie les chocs subis par les prix et les volumes au cours d'un mois donné en effectuant des auto-régressions vectorielles (VAR) sur la période de 10 ans qui s'achève le mois considéré pour les prix et les volumes de chaque composante, et en examinant les résidus des régressions respectives¹. L'hypothèse retenue est que les résidus de prix et de volume ayant le même signe reflètent la demande – une augmentation de la demande tire à la fois les prix et les volumes vers le haut, et inversement pour une diminution de la demande – tandis que les résidus de signes opposés correspondent à des chocs d'offre – une diminution de l'offre se traduit par une réduction de volume mais une augmentation de prix. Outre les composantes pour lesquelles on détermine que les variations des prix sont clairement induites soit par la demande soit par l'offre, on identifie également une catégorie intermédiaire, qualifiée de « composante ambiguë », pour laquelle les résidus de prix et/ou de volume sont trop faibles pour pouvoir être considérés comme significatifs ; compte tenu du seuil défini, environ 20 % des variations en moyenne relèvent de cette composante ambiguë. Les contributions de ces trois catégories, dont la somme donne l'inflation globale mesurée par l'indice PCE, montrent l'importance relative des facteurs liés à l'offre et à la demande.

Les autres pays de l'OCDE ne disposent pas de données mensuelles désagrégées sur les prix et les volumes correspondantes pour la consommation des ménages, mais les données des comptes nationaux trimestriels relatives aux dépenses de consommation des ménages ventilées selon la nomenclature des fonctions de la consommation individuelle (COICOP) peuvent être utilisées pour réaliser un exercice similaire². Le graphique 1.4 montre les résultats de cet exercice pour huit économies de l'OCDE, dont les États-Unis. La désagrégation des données est généralement nettement moins poussée que dans le cas des États-Unis, où les données relatives à l'indice PCE sont ventilées en 136 catégories : le nombre de catégories disponibles dans les comptes nationaux trimestriels varie en effet de 11 au Danemark à 110 au Royaume-Uni.

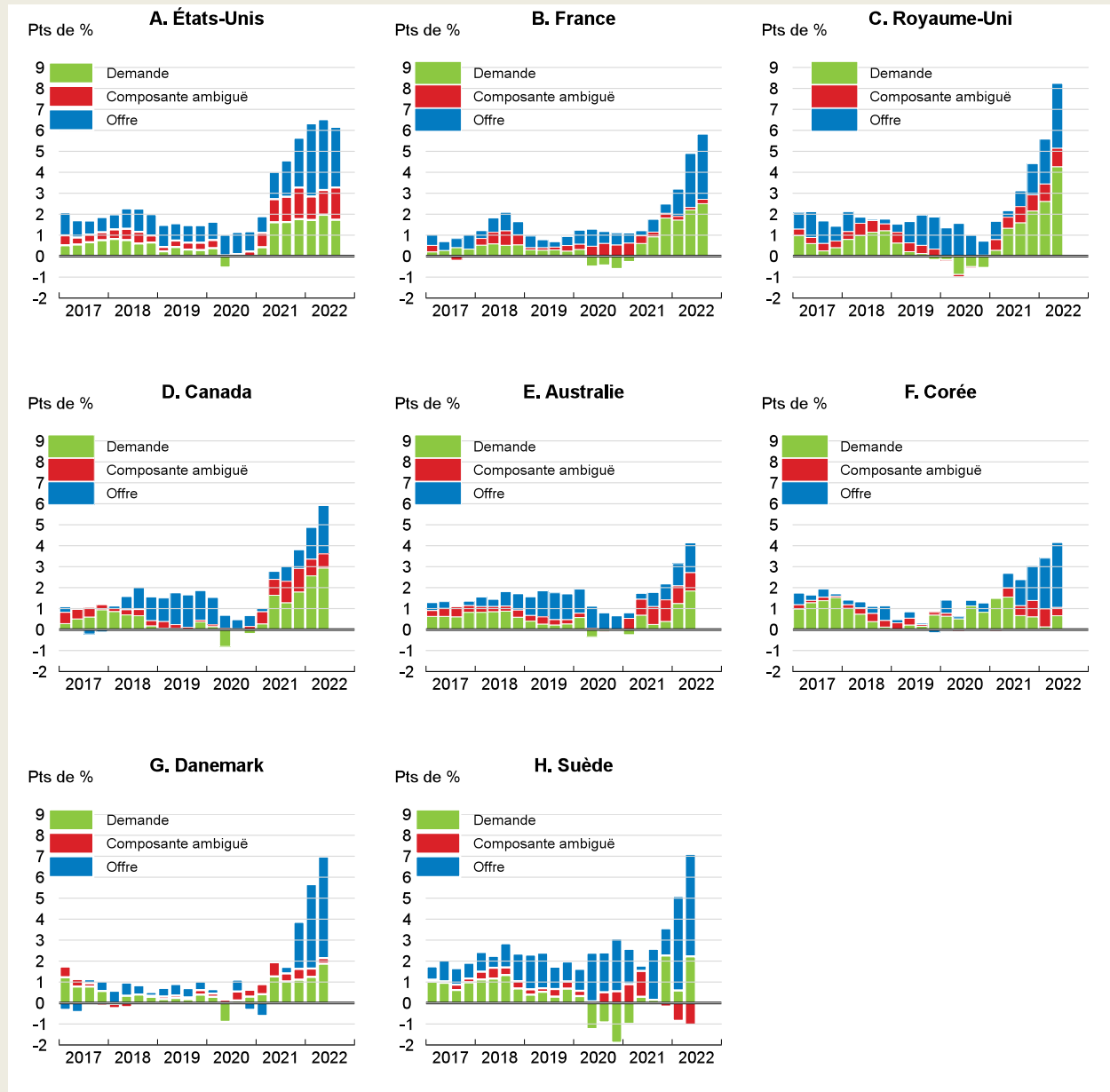
Dans tous les pays, ces résultats laissent à penser que les facteurs ayant tiré l'inflation vers le haut depuis la mi-2020 étaient à la fois liés à l'offre et à la demande. La part de l'inflation imputable à la demande au deuxième trimestre de 2022 va de moins d'un quart en Corée à la moitié environ au Royaume-Uni et au Canada. On estime que l'inflation par l'offre représente environ la moitié de l'inflation agrégée en moyenne dans les huit pays examinés, mais nettement plus en Corée, au Danemark et en Suède. La part de la « composante ambiguë » est relativement modeste dans tous les pays sur la période de douze mois qui s'est achevée au deuxième trimestre de 2022, exception faite des États-Unis, où elle représente environ un quart de l'inflation agrégée. De manière générale, tant la contribution de l'inflation par l'offre que celle de l'inflation par la demande ont augmenté au cours des derniers trimestres, seule la Corée faisant figure d'exception : dans ce pays, la composante tirée par la demande a atteint un point culminant au deuxième trimestre de 2021 puis a diminué. Aux États-Unis, pour lesquels on dispose maintenant aussi de données relatives au troisième trimestre de 2022, la contribution de l'inflation par la demande est peu ou prou stable depuis plusieurs trimestres.

Par rapport à la période qui a immédiatement précédé la pandémie, où l'inflation globale était proche, quoique légèrement en deçà, des objectifs des banques centrales dans toutes ces économies, la contribution estimée de l'inflation par l'offre comme celle de l'inflation par la demande ont généralement augmenté. L'accroissement de la contribution de l'inflation par l'offre a été relativement modeste au Canada et au Royaume-Uni. S'agissant de l'inflation par la demande, l'augmentation de sa contribution par rapport à 2019 a été la plus marquée au Royaume-Uni (de l'ordre de 4 points de pourcentage) et relativement importante aussi au Canada et en France. La part de l'inflation considérée comme ambiguë a quelque peu augmenté en Australie, au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais pas dans les autres pays.


Cet exercice présente plusieurs limites, qu'il convient de ne pas perdre de vue lorsqu'on examine ses résultats. Premièrement, la méthode utilisée permet de déterminer si la variation des prix de chaque composante sur une période donnée est essentiellement induite par la demande ou par l'offre, mais dans la plupart des cas, un mélange de facteurs liés à l'offre et à la demande est à l'œuvre, même lorsque l'exercice indique une inflation par la demande ou par l'offre. Par ailleurs, la période de la pandémie est clairement atypique, et caractérisée par des facteurs spécifiques dont l'influence est susceptible d'amoinrir la fiabilité des résultats obtenus. Enfin, les différences de désagrégation des données disponibles peuvent limiter la portée des conclusions tirées des écarts observés entre pays.

Graphique 1.4. Contributions de l'inflation par l'offre et par la demande à l'inflation globale dans certaines économies de l'OCDE

Décomposition de l'inflation globale en glissement annuel



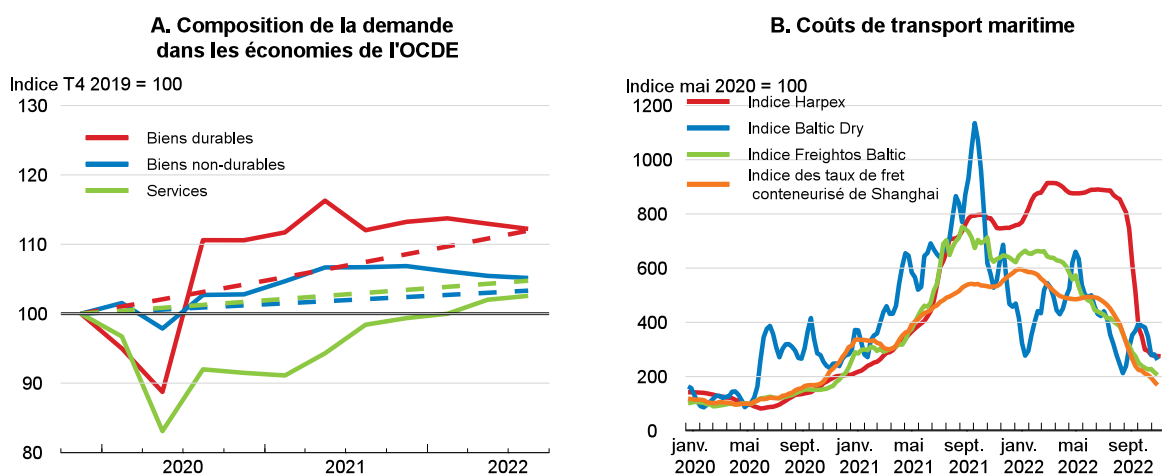
Source : Bureau d'analyse économique (BEA, *Bureau of Economic Analysis*) des États-Unis ; Statistique Canada ; Office des statistiques nationales (ONS, *Office for National Statistics*) du Royaume-Uni ; Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) français ; Bureau australien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

StatLink  <https://stat.link/m91a03>

1. Il s'agit d'une autorégression vectorielle (VAR) à deux équations portant sur les prix et les volumes (qualifiés de « quantités » dans les travaux de Shapiro) : on a estimé les équations $p_{i,t} Z_{i,t-1} \gamma + \varepsilon_{i,t}^p$ et $q_{i,t} Z_{i,t-1} \gamma + \varepsilon_{i,t}^q$, où $p_{i,t}$ et $q_{i,t}$ sont les logarithmes des indices de prix et de quantité, respectivement, de la catégorie i au trimestre t , $Z_{i,t-1}$ est un vecteur de 4 valeurs retardées des logarithmes des indices de prix et de quantité de la catégorie i au trimestre t , et $\varepsilon_{i,t}^p$ et $\varepsilon_{i,t}^q$ sont les résidus de prix et de quantité pour la catégorie i au trimestre t . Ces équations ont été estimées sur un intervalle mobile de 10 ans pour la période allant de T4 2005 à T2 2022 ou T3 2022. On calcule les contributions des composantes tirées par l'offre, tirées par la demande et ambiguës à l'inflation en glissement annuel en faisant la somme pondérée des quatre contributions trimestrielles les plus récentes.


2. Dans son dernier *Bulletin économique* (BCE, 2022a), la Banque centrale européenne a reproduit l'exercice de Shapiro en utilisant des données mensuelles relatives à l'indice des prix à la consommation (IPC) sous-jacent (qui exclut l'énergie et les produits alimentaires) et des données relatives au chiffre d'affaires dans les services et dans le commerce de détail, tirées des statistiques conjoncturelles sur les entreprises d'Eurostat. Les catégories à appairer ne se correspondent pas tout à fait, et il faut corriger de l'inflation les données relatives au chiffre d'affaires pour obtenir des estimations en volume, mais pour le reste, l'exercice suit de près le modèle appliqué aux États-Unis. La BCE parvient à la conclusion que l'envolée initiale de l'inflation sous-jacente dans la zone euro a été essentiellement déterminée par l'offre au départ, mais que les facteurs liés à l'offre et à la demande ont joué des rôles assez similaires au cours des derniers mois.

Graphique 1.5. Certains facteurs qui tiraient l'inflation vers le haut avant la guerre sont en train de s'atténuer



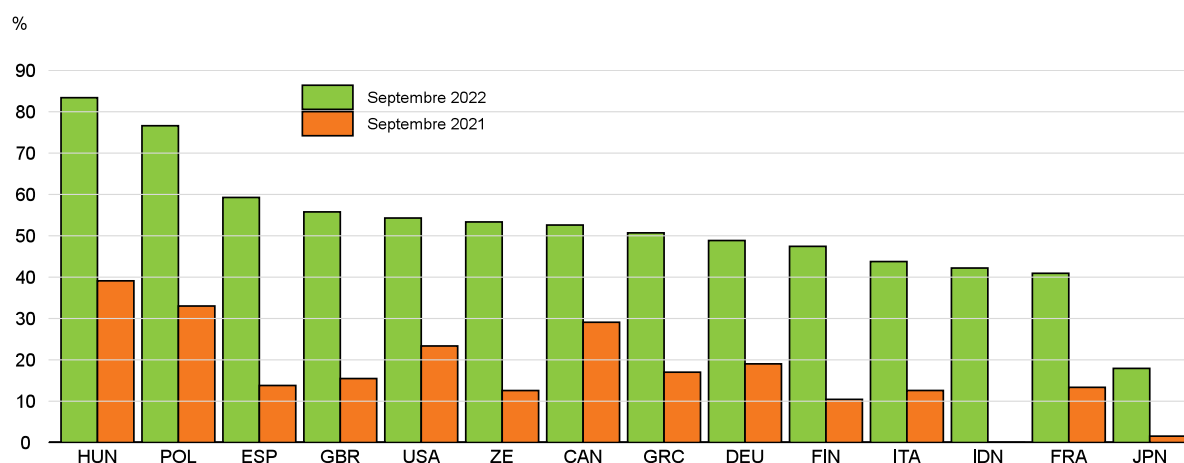
Note : Dans la partie A du graphique, les lignes en tirets correspondent à la prolongation de la tendance observée avant la pandémie de COVID-19 (période 2010-19). L'indice de l'OCDE repose sur la somme pondérée des taux de croissances des différents pays, pondérations fondées sur les PIB mesurés à parité de pouvoir d'achat (PPA). On dispose de données relatives à la consommation de biens durables, de biens non durables et de services pour 35, 27 et 27 pays de l'OCDE, respectivement, sauf en ce qui concerne T3 2022, trimestre pour lequel les estimations sont fondées sur le sous-ensemble de pays pour lesquels des données étaient disponibles.

Source : Base de données de Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; Bureau d'analyse économique (BEA, *Bureau of Economic Analysis*) des États-Unis ; OCDE, Comptes nationaux trimestriels ; Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/on6g2r>

Graphique 1.6. L'inflation est de plus en plus généralisée

Part en pourcentage des produits du panier de l'inflation dont le prix a augmenté de plus de 6 % en glissement annuel



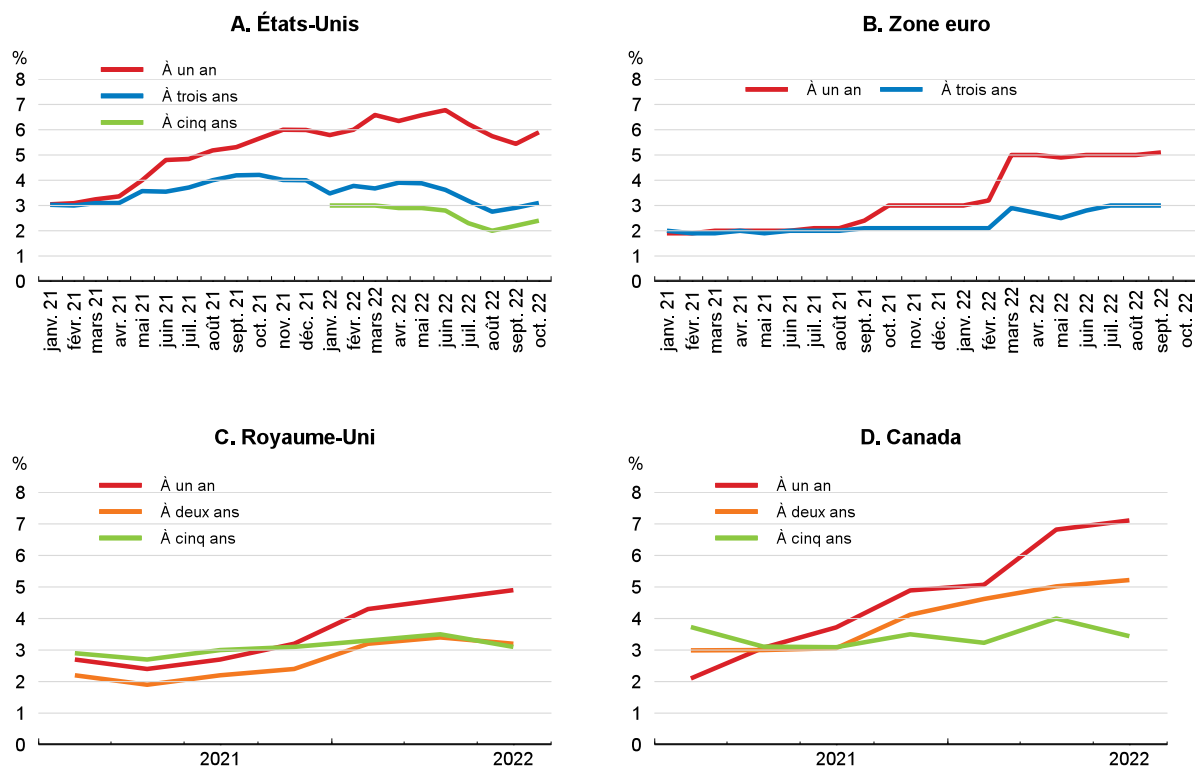
Note : Inflation calculée à partir de l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*), c'est-à-dire du déflateur de la consommation des ménages, pour les États-Unis, de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro, ses pays membres et le Royaume-Uni, et de l'indice national des prix à la consommation pour les autres économies. Le calcul effectué repose sur environ 40 sous-indices pour l'Indonésie, 70 pour le Japon, 150 pour l'Allemagne, le Canada, l'Espagne, la France, la Grèce et l'Italie, et plus de 200 pour les autres pays.

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


StatLink  <https://stat.link/q0vm82>

Graphique 1.7. Les anticipations d'inflation à court terme ont augmenté dans de nombreuses économies

Niveau médian des anticipations d'inflation des ménages



Source : Banque fédérale de réserve de New York ; Banque centrale européenne (BCE) ; Banque d'Angleterre ; Banque du Canada ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/9m8i4t>

Le rythme d'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre constitue une autre mesure clé de l'enracinement de l'inflation au-dessus de l'objectif visé. On estime que la croissance en glissement annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est établie aux alentours de 4 % dans l'économie avancée médiane et dans la zone euro considérée dans son ensemble au troisième trimestre de 2022, et qu'elle a été supérieure à 6 % aux États-Unis et supérieure à 10 % dans certaines économies d'Europe centrale et orientale. En revanche, la croissance annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée inférieure à 1 % au Japon, en Espagne et dans plusieurs petites économies européennes. Néanmoins, le rythme d'augmentation du coût du travail s'accélère maintenant dans la plupart des économies, ce qui tient au renforcement des hausses des salaires nominaux et à l'affaiblissement de la croissance de la productivité de la main-d'œuvre, les entreprises conservant leurs travailleurs alors que la croissance de la production ralentit. On estime que la production par personne occupée a stagné dans les économies de l'OCDE en glissement annuel au troisième trimestre de 2022, et diminué dans certains pays, notamment aux États-Unis. Dans ces pays, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté plus rapidement que les salaires au cours de l'année écoulée, exerçant des tensions à la hausse sur les prix et/ou comprimant les marges bénéficiaires des entreprises.

Les marchés du travail restent généralement tendus. Dans de nombreuses économies de l'OCDE, le taux de chômage est à son plus bas niveau depuis vingt ans et les taux d'emplois vacants sont exceptionnellement élevés (graphique 1.8). Le rythme de croissance de l'emploi a cependant ralenti récemment dans certains pays, si bien que les taux d'emplois vacants ont commencé à diminuer et les taux de chômage ont légèrement augmenté. La croissance des salaires nominaux (rémunération par salarié) s'est accélérée dans la plupart des économies, mais pas au même rythme que l'inflation, ce qui s'est traduit par un net recul des salaires en termes réels dans de nombreuses économies de l'OCDE (graphique 1.9). Dans la mesure où l'inflation devrait rester nettement supérieure aux objectifs visés au moins l'année prochaine, il est probable que les revendications salariales de 2023-24 soient dans de nombreux cas nettement supérieures à ce qui était anticipé précédemment.

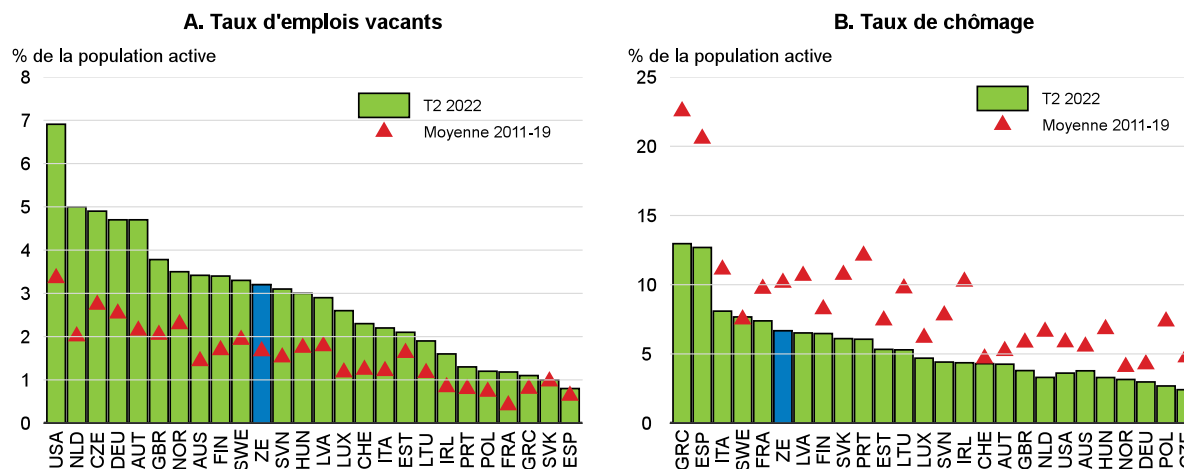
On observe des évolutions très différentes de la population active dans les pays membres de l'OCDE depuis le début de la pandémie. Dans la plupart d'entre eux, les taux d'activité ont continué d'augmenter, les taux d'inactivité étant nettement inférieurs à leur niveau d'avant la pandémie. Parmi les exceptions figurent les États-Unis, le Royaume-Uni ainsi que le Chili, la Colombie et la Lettonie, où le taux d'activité demeure en deçà de son niveau d'avant la pandémie (graphique 1.10). Cela explique peut-être en partie pourquoi certaines mesures des tensions sur le marché du travail, telles que les taux d'emplois vacants (graphique 1.8), sont plus élevées dans des pays comme les États-Unis et le Royaume-Uni que dans des pays où l'inactivité a nettement reculé par rapport à la période antérieure à la pandémie, comme la Grèce et la Pologne. Les raisons de ces disparités d'évolution du taux d'activité sont complexes, mais elles incluent probablement les différences d'impact de la pandémie sur la santé de la population d'âge actif. Les pays caractérisés par des taux élevés de morbidité et de mortalité liés au COVID-19 en 2020 et 2021 ont généralement vu leur taux d'activité augmenter plus modestement, voire reculer, par rapport au niveau auquel il s'établissait juste avant la pandémie³. En outre, le redressement du marché du travail dans certaines économies de marché émergentes a reposé dans une large mesure sur une progression des emplois informels, qui n'apparaît pas dans les statistiques de la population active.

Les tensions observées sur le marché du travail dans certaines économies de l'OCDE ont aussi été accentuées par le niveau relativement modeste de l'immigration en 2020-21. Après s'être effondrées au cours de la première année de la pandémie, les migrations à destination des économies de l'OCDE ont rebondi assez vivement en 2021 : le nombre d'entrées permanentes dans une sélection de 24 pays membres de l'OCDE a augmenté de 25 %, pour atteindre 4.2 millions (OCDE, 2022a). Cela dit, ces flux migratoires sont restés plus faibles qu'avant la pandémie dans la quasi-totalité des pays (le Canada et l'Espagne constituant à cet égard des exceptions)⁴.

³ Il est plus difficile de déterminer si les pays ayant connu une baisse de leur taux d'activité pour des raisons liées à la pandémie disposent d'une réserve inexploitée de travailleurs qui pourraient aisément être intégrés dans la population active, ou si les liens de ces travailleurs avec le marché de l'emploi se sont durablement affaiblis.

⁴ Au cours de la période de deux ans 2020-21, les entrées d'immigrés permanents aux États-Unis, qui arrivent en tête des pays d'accueil, ont été inférieures à leur niveau moyen d'avant la pandémie de près de 1 million de personnes. La population active de ce pays a diminué de 2.3 millions d'individus au cours de la même période, ce qui laisse à penser que la baisse de l'immigration a probablement contribué au resserrement du marché du travail et à l'émergence de pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs.

Graphique 1.8. La situation des marchés du travail est tendue

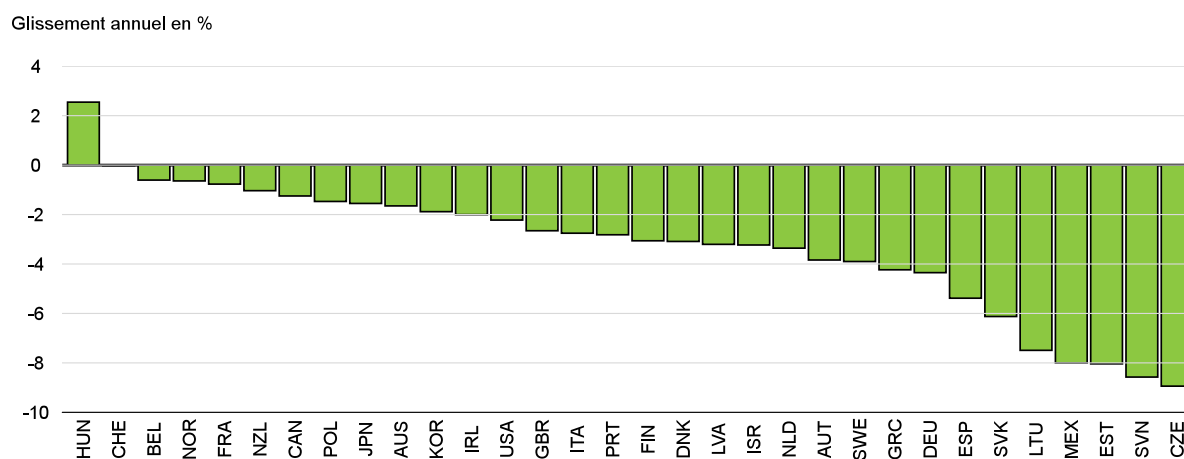


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; Eurostat ; OCDE, Statistiques de la population active ; Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (DARES) du ministère français du Travail ; et calculs de l'OCDE.

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

Graphique 1.9. Les salaires réels évoluent à la baisse dans la plupart des économies

Rémunération réelle par salarié, ensemble de l'économie, T3 2022



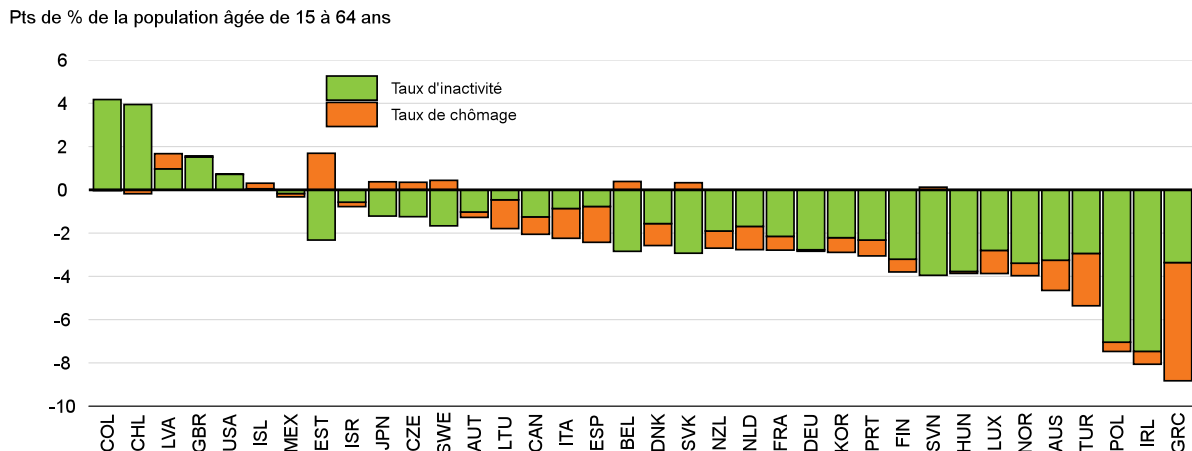
Note : Rémunération par salarié corrigée du déflateur de la consommation des ménages.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/o69wat>

Graphique 1.10. Les taux de chômage et d'inactivité ont diminué dans la plupart des économies de l'OCDE

Différence entre T2 2022 et T4 2019



Source : OCDE, Statistiques de la population active ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/7o3nes>

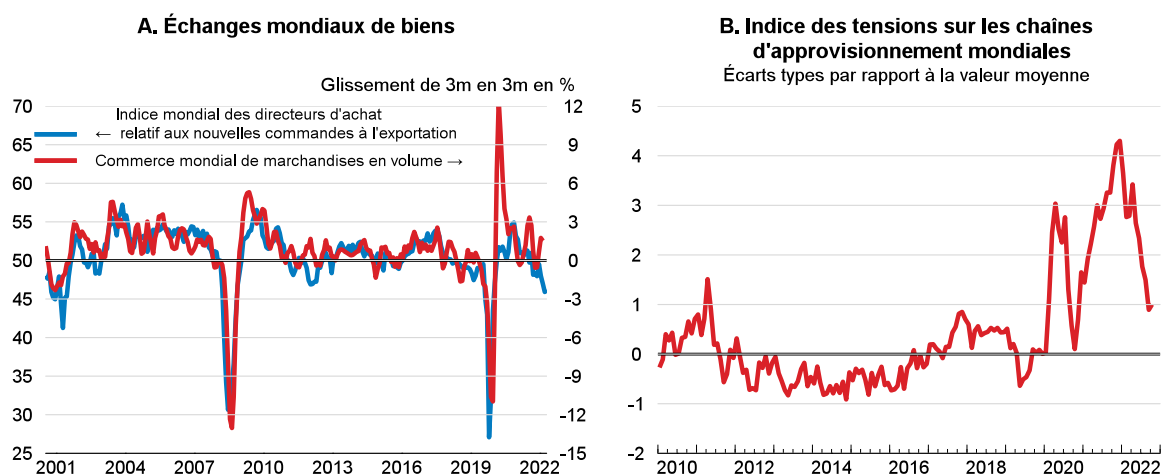
La croissance des échanges a bien résisté au premier semestre de 2022, mais les indicateurs récents se sont dégradés

Les échanges mondiaux ont continué de se redresser au premier semestre de 2022, grâce à la vigueur de la demande, et à une réduction des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement ainsi que de l'encombrement des ports (graphique 1.11, partie B), parallèlement à la levée de la plupart des restrictions liées au COVID-19 dans un grand nombre de pays. Cela a contribué à compenser une contraction marquée des importations de la Chine au premier semestre de 2022, compte tenu de la poursuite de sa politique « zéro COVID ». Les enquêtes réalisées dans le secteur manufacturier laissent à penser que les commandes en attente se sont quasiment normalisées et que les délais de livraison des fournisseurs se sont améliorés. La reprise en cours du tourisme international a également stimulé les exportations de services dans la plupart des régions au premier semestre de cette année. En volume, au troisième trimestre de 2022, les échanges mondiaux de biens et de services étaient supérieurs de plus de 7 % à leur niveau du dernier trimestre de 2019, malgré le redressement incomplet des échanges de services. La guerre en Ukraine a perturbé la structure habituelle des flux commerciaux bilatéraux, entraînant de fortes diminutions des échanges entre les économies avancées et la Russie, et une augmentation du commerce entre la Russie et certaines économies d'Asie. L'Initiative céréalière de la mer Noire a permis la reprise des échanges de céréales à partir du port d'Odessa, si bien que l'expédition de 10 millions de tonnes a été approuvée depuis l'envoi du premier chargement le 1^{er} août 2022.

Les indicateurs récents relatifs au commerce sont contrastés, mais certains signes laissent augurer un ralentissement de la croissance des échanges. Les mesures des nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier élaborées à partir d'enquêtes ont fortement diminué, en particulier en Europe (graphique 1.11, partie A). Le volume de trafic de conteneurs dans les ports a continué d'augmenter jusqu'à la fin de septembre, mais des estimations préliminaires de l'indicateur des échanges de l'Institut de Kiel pour l'économie mondiale laissent à penser que le commerce mondial de marchandises s'est sans doute contracté en octobre.

Les variations des termes de l'échange et des transferts nets de revenu en provenance du reste du monde ont des répercussions sur le revenu disponible des pays et leurs possibilités de consommation, en sus des variations de l'activité de production mesurées par la croissance du PIB. De nombreux pays ont vu leurs termes de l'échange fluctuer considérablement en 2022, en raison des variations des taux de change et des prix des matières premières. En conséquence, la croissance du revenu national brut réel disponible (RNBRD) devrait être très différente de celle du PIB réel dans de nombreux pays. En Norvège et en Arabie saoudite, le taux de croissance du revenu national disponible brut devrait être supérieur de plus de 14 points de pourcentage à celui du PIB (Graphique 1.12), compte tenu du niveau élevé des prix à l'exportation du pétrole et du gaz. En revanche, pour la plupart des autres économies européennes, l'évolution des termes de l'échange devrait se traduire en 2022 par des pertes d'échange, sachant que le taux médian de croissance du RNBRD dans les économies de l'UE devrait être inférieur de plus de 1 point de pourcentage à celui du PIB en 2022, et que certains pays, dont l'Allemagne, devraient connaître des baisses de revenu.

Graphique 1.11. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales se sont atténuées mais les nouvelles commandes à l'exportation diminuent

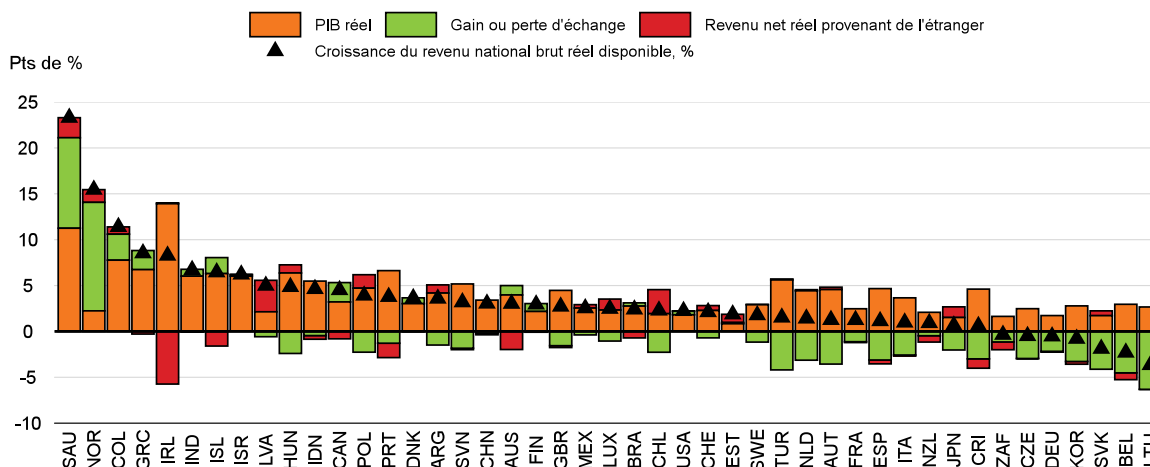


Source : S&P Global ; Bureau central de planification (CPB, *Centraal Planbureau*) des Pays-Bas ; et Banque fédérale de réserve de New York.

StatLink  <https://stat.link/r4wah5>

Graphique 1.12. La dégradation des termes de l'échange a eu un effet négatif sur les revenus dans les économies importatrices de produits énergétiques, en particulier en Europe

Contributions à la croissance du revenu national disponible brut en 2022



Source : Calculs de l'OCDE.

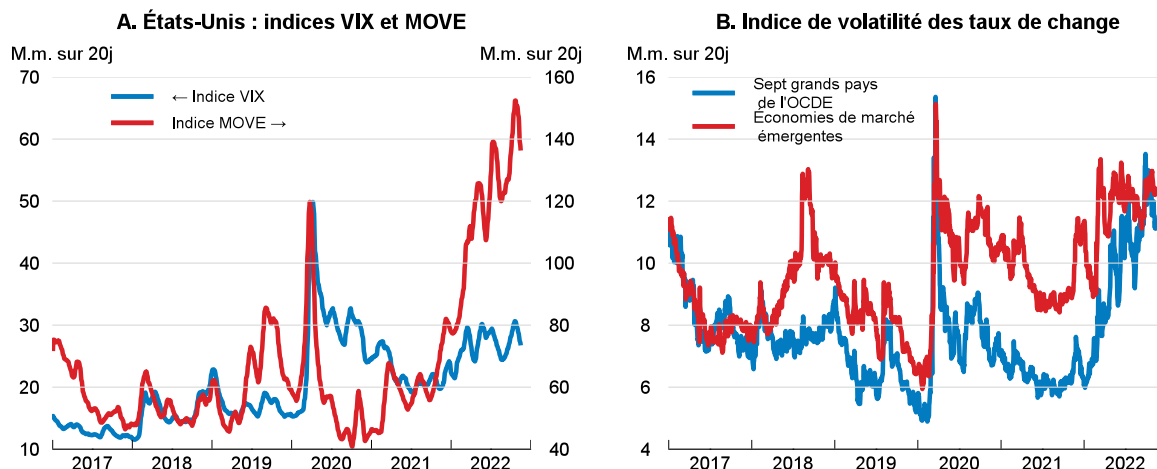
StatLink  <https://stat.link/a4u0tn>

Les conditions sur les marchés financiers se sont nettement durcies

L'accélération du resserrement des politiques monétaires dans les grandes économies et la montée de l'aversion pour le risque ont entraîné un nouveau durcissement des conditions financières mondiales. Les indicateurs de volatilité ont grimpé en flèche, en particulier sur les marchés d'obligations d'État, dépassant le sommet atteint au plus fort de la pandémie (graphique 1.13, partie A). Le fait que les taux d'intérêt de marché aient davantage augmenté aux États-Unis que dans de nombreuses autres économies a porté le dollar américain à son plus haut niveau depuis vingt ans, contribuant à accentuer la volatilité sur les marchés des changes des économies avancées et émergentes (graphique 1.13, partie B). Une dégradation marquée des conditions de liquidité sur les marchés d'obligations d'État et d'entreprises a également exacerbé de brusques variations de cours (OCDE, 2022b ; FMI, 2022a)⁵. Les taux d'intérêt réels à long terme ont augmenté aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, compte tenu de la répercussion rapide des hausses marquées des taux d'intérêt directs sur la partie longue de la courbe des rendements, même s'ils demeurent inférieurs aux niveaux généralement observés avant la crise financière mondiale (graphique 1.14).

⁵ Au Royaume-Uni, l'annonce en septembre d'un plan de relance budgétaire financé par endettement a contribué à une envolée imprévue des rendements des fonds d'État à long terme. Les efforts déployés par des investisseurs institutionnels endettés domiciliés au Royaume-Uni, principalement des fonds de pension, pour accroître la liquidité en vendant des actifs ont ensuite alimenté de nouvelles hausses des rendements obligataires, créant une boucle de rétroaction négative (Breedon, 2022). Du fait de l'intervention de la Banque d'Angleterre, qui a pris la forme d'un programme d'achat d'obligations à long terme de durée limitée au cours de la première quinzaine d'octobre, et des modifications apportées ultérieurement aux mesures budgétaires prévues, le mouvement initial de hausse des rendements s'était inversé à la mi-novembre.

Graphique 1.13. La volatilité des marchés financiers s'est accrue

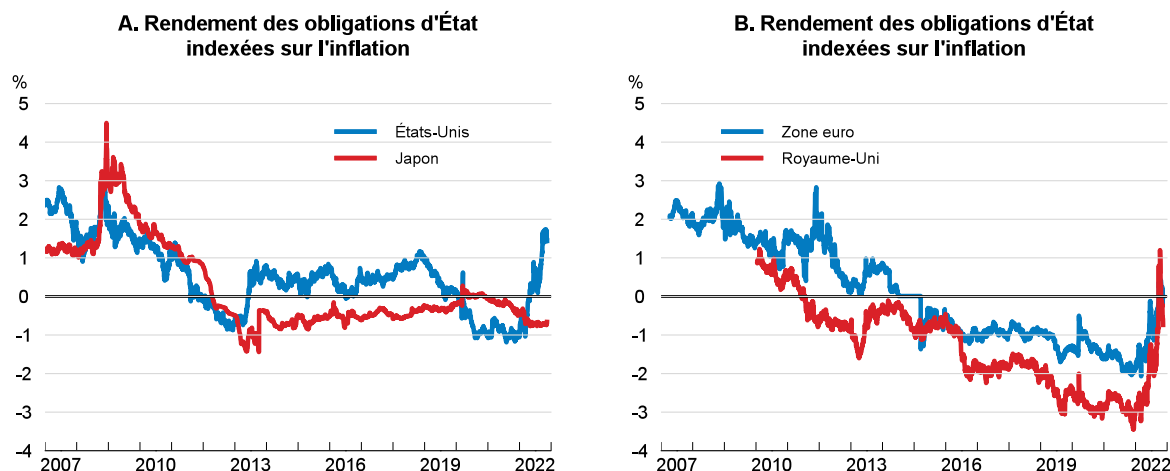


Note : On peut considérer la volatilité implicite, telle qu'elle est mesurée par l'indice VIX, comme une mesure du risque anticipé par le marché (volatilité future). L'indice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate) est un indice pondéré de la courbe des rendements représentant la volatilité implicite normalisée des options à 1 mois sur les valeurs du Trésor, pondérée selon les contrats sur les échéances 2, 5, 10 et 30 ans.


Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/3tn8uk>

Graphique 1.14. Les taux d'intérêt réels à long terme ont fortement augmenté dans de nombreux pays



Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

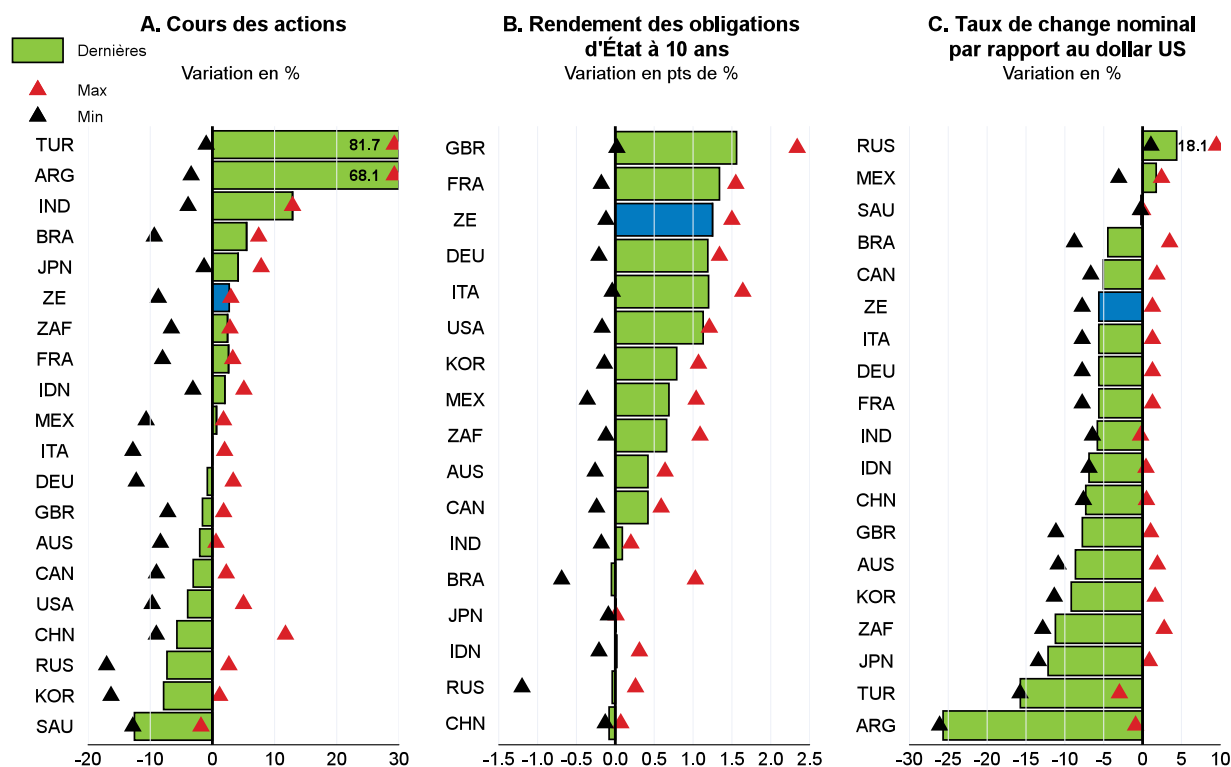
StatLink  <https://stat.link/30xynq>

Le ralentissement de la croissance et la hausse des taux d'intérêt ont pesé sur les marchés d'actions dans la plupart des économies avancées (graphique 1.15, partie A). Les baisses des cours ont été relativement importantes dans de nombreux pays d'Europe centrale et orientale, compte tenu de la dégradation des perspectives de croissance. Les vagues répétées de contaminations par le COVID-19 en Chine et la baisse de régime de la croissance en Corée ont entraîné des sorties de capitaux et porté également un coup aux marchés d'actions. En revanche, les cours des actions ont augmenté dans quelques pays exportateurs de matières premières, ainsi qu'en Inde, où de nouveaux accords de libre-échange ont attiré des capitaux étrangers, et en Türkiye, compte tenu de la vigueur de la demande des investisseurs nationaux désirant se couvrir contre un risque d'inflation élevé.

Les rendements des obligations d'État ont augmenté dans la quasi-totalité des pays depuis mai (graphique 1.15, partie B). Les rendements des obligations d'État ont augmenté de manière similaire dans la zone euro et aux États-Unis, bien que la Réserve fédérale ait commencé plus tôt que la Banque centrale européenne (BCE) à resserrer sa politique monétaire. L'annonce de la création de l'instrument de protection de la transmission (IPT) par la BCE en juillet, conjuguée à la façon très souple dont elle a réparti entre les pays le réinvestissement des remboursements de titres obligataires arrivant à échéance, a limité l'augmentation des primes de risque souverain au sein de la zone euro. Les rendements ont nettement moins augmenté dans les économies de marché émergentes et sont restés stables au Japon, compte tenu du dispositif de contrôle de la courbe des rendements.

Le dollar des États-Unis a continué de s'apprécier vis-à-vis des monnaies de la plupart des autres économies avancées depuis mai (graphique 1.15, partie C), compte tenu du rythme plus rapide de normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, en particulier par rapport au Japon, et de la nette dégradation des perspectives de croissance dans la zone euro et au Royaume-Uni. À l'exception de quelques exportateurs de matières premières, presque toutes les économies de marché émergentes ont vu leur monnaie se déprécier vis-à-vis du dollar des États-Unis.

Graphique 1.15. Les conditions sur les marchés financiers se sont nettement durcies

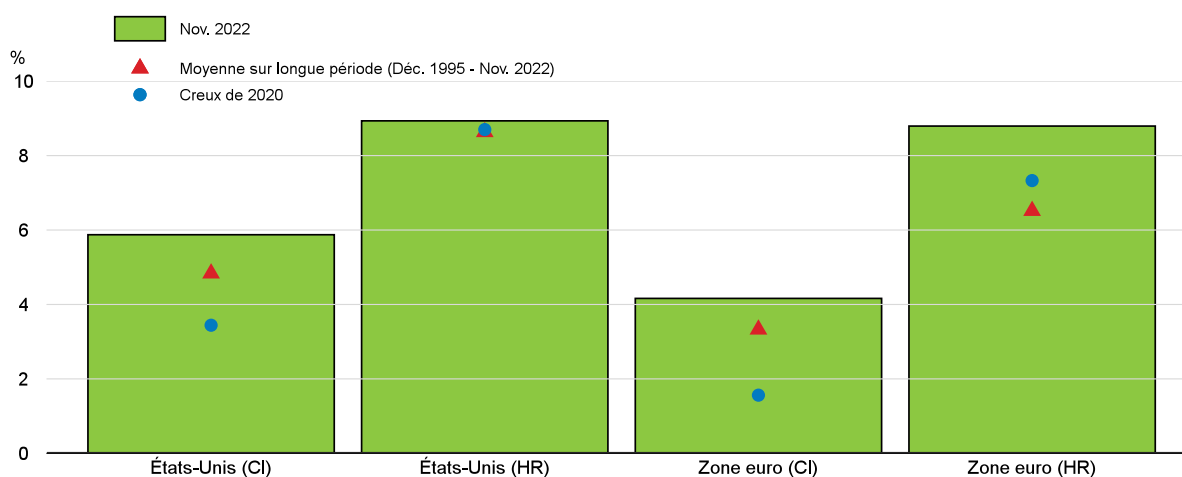


Note : « Dernières » fait référence à la variation observée entre la moyenne de mai 2022 et les dernières données disponibles jusqu'au 16 novembre 2022. Les valeurs maximum (« Max. ») et minimum (« Min. ») correspondent aux plus fortes hausses et aux plus fortes baisses par rapport à la moyenne de mai 2022. Variations mesurées à partir d'une moyenne sur 10 jours des observations journalières.

Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.


Les conditions de financement ont continué de se durcir pour les entreprises et les ménages. Dans la zone euro, les taux d'intérêt des nouveaux prêts accordés aux entreprises s'inscrivaient en septembre en hausse de 120 points de base par rapport à leur point bas de 2021, et les rendements des obligations d'entreprises ont également augmenté. Aux États-Unis et dans la zone euro, les rendements des obligations à haut rendement et des prêts à effet de levier ont atteint des niveaux proches de ou supérieurs à ceux observés au plus fort de la pandémie (graphique 1.16), et les récentes émissions d'obligations à haut rendement ont ralenti pour tomber à leur plus bas niveau depuis la crise financière mondiale. Les écarts de rendement des obligations de société et les primes des contrats d'échange sur risque de défaillance (CDS, *Credit Default Swaps*) ont également augmenté, notamment en Europe compte tenu de la montée des préoccupations suscitées par l'éventualité de pénuries d'énergie et la viabilité des entreprises endettées (OCDE, 2022a). Les hausses actuelles et attendues des taux directeurs se sont par ailleurs répercutées rapidement sur les taux d'intérêt des nouveaux crédits hypothécaires à taux fixe dans de nombreux pays, et affectent également les pays caractérisés par une proportion relativement importante de prêts hypothécaires à taux variable, ce qui représente une source supplémentaire de vulnérabilités potentielles (voir ci-après).

Graphique 1.16. Les rendements des obligations d'entreprises ont vivement augmenté



Note : Les mentions CI et HR désignent respectivement les obligations de « catégorie investissement » et les obligations « à haut rendement ». Le point haut de 2020 correspond à mars 2020 pour les États-Unis et à avril 2020 pour la zone euro.

Source : Base de données des indices Intercontinental Exchange-Bank of America (*ICE BofA Indices*) ; et calculs de l'OCDE.

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

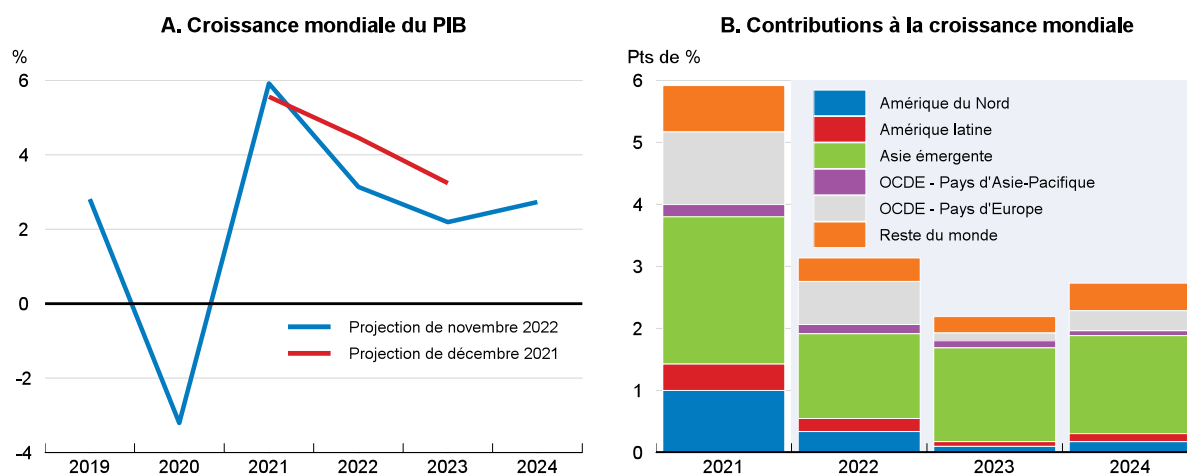
La croissance mondiale devrait fléchir davantage et l'inflation ralentir progressivement

L'économie mondiale va connaître une période de faible croissance et d'inflation persistante, avec des risques à la baisse considérables. Le durcissement des politiques monétaires et la hausse des taux d'intérêt réels, les prix élevés de l'énergie, la faible croissance des revenus des ménages et la dégradation de la confiance sont autant de facteurs qui devraient peser sur la croissance économique, en particulier en 2023. Les aides publiques destinées à amortir l'impact des coûts élevés des produits alimentaires et de l'énergie contribueront à limiter le ralentissement, même si l'on prévoit toujours un léger assainissement des finances publiques dans la plupart des économies. Il est également possible que les pertes d'emplois soient plus limitées qu'on ne pourrait s'y attendre au regard des précédentes phases de fléchissement de l'activité, si les entreprises souhaitent conserver des travailleurs qu'elles ont eu du mal à recruter après la pandémie. L'épargne accumulée pendant la pandémie joue également dans une certaine mesure un rôle d'amortisseur pour les ménages et les entreprises, même si la distribution de cette épargne est inégale. La forte incertitude pourrait restreindre l'utilisation de cette épargne et dissuader les entreprises de réaliser des investissements à long terme.

Le ralentissement anticipé de la croissance du PIB mondial en 2023 (tableau 1.1 ; graphique 1.17, partie A) est atténué dans une certaine mesure par la poursuite prévue de la baisse du taux d'épargne des ménages dans plusieurs grandes économies avancées, dont ne font cependant pas partie les États-Unis, où le taux d'épargne est déjà tombé en deçà de son niveau d'avant la pandémie. Une reprise modérée devrait s'amorcer dans la plupart des pays en 2024, la croissance des revenus réels se redressant et la dissipation des tensions inflationnistes offrant la possibilité de prendre de premières mesures d'assouplissement des politiques monétaires en Amérique du Nord, en Europe centrale et orientale et dans nombre d'économies de marché émergentes.

Les perspectives de croissance dans la région Asie-Pacifique apparaissent meilleures que dans les Amériques ou en Europe, du fait d'une inflation relativement faible dans de nombreux pays et du soutien apporté par les pouvoirs publics chinois à l'économie qui devrait favoriser le redressement de la croissance en Chine. On prévoit des baisses de la production à court terme dans de nombreux pays européens, notamment en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni, ainsi que dans la zone euro considérée dans son ensemble. Cela se traduit par des projections particulièrement déséquilibrées, l'évolution de la situation économique étant très tributaire de l'absence de chocs négatifs importants dans les grandes économies de marché émergentes d'Asie, qui représentent collectivement près des trois quarts de la croissance mondiale en 2023 et environ trois cinquièmes en 2024 (graphique 1.17, partie B). L'Europe est touchée particulièrement durement par les conséquences de la guerre en Ukraine et les prix élevés de l'énergie, qui devraient perdurer tout au long de la période considérée.

Graphique 1.17. La croissance mondiale devrait ralentir et être de plus en plus déséquilibrée entre régions



Note : Dans la partie B du graphique, la catégorie « Asie émergente » regroupe la Chine, l'Inde, l'Indonésie et les économies dynamiques d'Asie. La catégorie « Amérique latine » réunit l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, le Mexique et le Pérou. Les contributions au PIB mondial sont calculées à l'aide de pondérations variables fondées sur les PIB des différentes économies mesurés à parité de pouvoir d'achat (PPA).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 110 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/7i08fr>

Pour les deux prochaines années, les perspectives varient fortement d'une grande économie à l'autre.

- L'inflation élevée et la hausse des taux d'intérêt brident la croissance en Amérique du Nord. Aux États-Unis, les salaires réels ont diminué, et le resserrement de la politique monétaire a fait monter les taux d'intérêt pour toutes les échéances, exerçant un effet de freinage sur l'investissement, notamment sur le marché du logement. L'augmentation des taux d'intérêt a également entraîné une appréciation du dollar, pesant sur les activités d'exportation. La croissance du PIB devrait ralentir et passer de 1.8 % en 2022 à 0.5 % en 2023 avant de se redresser pour atteindre 1.0 % en 2024. Le ralentissement de la croissance modérera les tensions sur les marchés du travail, ce qui se traduira par une hausse du taux de chômage d'environ 1 point de pourcentage au cours de la période considérée. Conjuguée à l'affaiblissement des tensions exercées par la demande et à l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement, cette évolution devrait permettre une diminution progressive des tensions inflationnistes. L'inflation sous-jacente devrait revenir à un niveau proche de l'objectif de 2 % fixé par la Réserve fédérale vers la fin de 2024, autorisant un certain assouplissement de la politique monétaire. L'économie canadienne est soumise dans une large mesure aux mêmes phénomènes et devrait avoir un profil similaire de croissance et d'inflation tout au long de la période 2023-24, tant l'inflation globale que l'inflation sous-jacente convergeant vers l'objectif de 2 % d'ici à la fin de 2024, ce qui permettra un certain assouplissement de la politique monétaire au second semestre de l'année.

- Les grandes économies avancées d'Asie devraient connaître un ralentissement moins marqué que les autres régions. Au Japon, la croissance devrait rester supérieure à son niveau potentiel, mais ralentir progressivement. La hausse des prix de l'énergie a freiné la croissance des revenus réels des ménages et entamé la confiance et l'investissement des entreprises, et l'essoufflement de l'activité économique chez les principaux partenaires commerciaux du Japon entrave la croissance de ses exportations. L'orientation de la politique budgétaire devrait devenir plus expansionniste en 2023, avant de se durcir en 2024. La croissance du PIB devrait s'établir à 1.8 % en 2023 et à 0.9 % en 2024, après avoir été de 1.6 % en 2022. Le taux de chômage devrait continuer de refluer lentement en 2023-24 pour s'établir à 2.4 %, et la poursuite du resserrement du marché du travail a pour corollaire la hausse prévue de l'inflation sous-jacente, qui devrait passer de 0.3 % en 2022 à 1.6 % en 2023 et 1.7 % en 2024. La faiblesse de la demande extérieure explique également le ralentissement prévu en Corée, de même que la croissance modeste du revenu disponible et l'atonie du marché du logement. La croissance du PIB devrait refluer de 2.7 % en 2022 à un peu moins de 2 % en 2023 et 2024. L'inflation restera élevée pendant un certain temps en 2023, en raison des tensions exercées sur les prix des services en général et des services d'utilité publique en particulier, mais se modèrera progressivement pour revenir en deçà de 2 % d'ici à la fin de 2024.
- En Europe, la croissance va ralentir fortement à la fin de 2022 du fait de la guerre en Ukraine et d'une demande extérieure atone, sur fond de diminution attendue de la production dans plusieurs pays au cours de l'hiver. Dans la zone euro, la croissance annuelle, freinée par le niveau élevé des prix de l'énergie et des produits alimentaires, la faiblesse de la confiance, la persistance de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les premiers effets du resserrement de la politique monétaire, devrait passer de 3.3 % en 2022 à 0.5 % en 2023, avant de rebondir à 1.4 % en 2024 parallèlement au redressement des dépenses. La mise en œuvre du plan de relance « Next Generation EU » devrait soutenir l'investissement. La faiblesse de la demande contribuera à modérer l'inflation, mais compte tenu des tensions observées sur les marchés du travail et du niveau élevé des prix de gros de l'énergie, qui vont sans doute continuer de se répercuter sur les prix de détail en 2023 et 2024, l'inflation ne refluera que progressivement et restera supérieure à l'objectif en 2024. La hausse des taux d'intérêt, les prix élevés de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que la confiance dégradée pèsent sur l'économie du Royaume-Uni, où la production devrait se contracter de 0.4 % en 2023 et augmenter de 0.2 % seulement en 2024, le durcissement de la politique monétaire limitant le rebond de l'activité. Comme dans la zone euro, le fléchissement de la demande devrait contribuer à faire diminuer l'inflation régulièrement, qui devrait s'établir à 6.8 % en 2023 et à 3.4 % en 2024.
- En Chine, la succession d'épisodes de confinement a perturbé l'activité économique en 2022. De plus, le recul de l'investissement en logements continuant de freiner considérablement l'activité, la croissance en 2023 et 2024 sera étayée par les investissements dans les infrastructures et d'autres mesures visant à modérer la correction du secteur immobilier. Après s'être établie à 3.3 % en 2022, la croissance du PIB devrait rebondir à 4.6 % en 2023, puis refluer à 4.1 % en 2024. La hausse des prix à la consommation devrait rester modeste, grâce aux politiques actuelles pour contrôler les prix de l'énergie et des produits alimentaires.
- Les autres grandes économies de marché émergentes d'Asie devraient également résister relativement bien aux vents contraires mondiaux l'année prochaine, et ne connaître que des dépassements modestes et de courte durée des objectifs d'inflation. En Inde, la croissance devrait passer de 6.6 % pour l'exercice budgétaire en cours (2022-23) à 5.7 % pour l'exercice 2023-24, avant de rebondir à 6.9 % sur l'exercice 2024-25, retrouvant quasiment sa trajectoire tendancielle d'avant la pandémie. L'augmentation des prix de l'énergie et des produits alimentaires a érodé le pouvoir d'achat des ménages, et la faiblesse attendue de la demande extérieure au cours de l'année à venir freinera également l'activité, malgré un redressement vigoureux des secteurs de services nécessitant de nombreux contacts, notamment du tourisme international. La hausse des

prix à la consommation va rester supérieure à 6 % (la limite supérieure de la fourchette retenue comme objectif par la banque centrale) jusqu'au début de 2023, avant de refluer progressivement à mesure que les effets de la hausse des taux d'intérêt se feront sentir. En Indonésie, la croissance devrait rester dynamique grâce à la vigueur de la demande concernant les principaux produits exportés par le pays, ainsi qu'au rattrapage de la demande de consommation par rapport à la période de la pandémie. La croissance du PIB restera proche de 5 % en 2023 et 2024, tandis que l'inflation devrait revenir sous le plafond de 4 % de la fourchette retenue comme objectif par la banque centrale d'ici à la fin de 2023, à mesure que les effets du resserrement monétaire se feront sentir.

- Les grandes économies d'Amérique latine ont obtenu de meilleurs résultats que prévu en 2022, en particulier les pays exportateurs de produits alimentaires et d'énergie, qui ont bénéficié d'une amélioration des termes de l'échange. Ce rebond devrait perdre de la vigueur en 2023 et 2024, sur fond de durcissement des conditions financières mondiales et intérieures, de démantèlement de l'essentiel des aides budgétaires encore en place et d'atténuation du dynamisme des prix des matières premières. Dans les grandes économies d'Amérique latine, l'inflation est probablement actuellement proche de son point culminant, mais elle ne refluera que progressivement, malgré les hausses de taux auxquelles ont rapidement procédé nombre de banques centrales latino-américaines, qui ont débouché sur des taux d'intérêt réels nettement positifs. Au Brésil, le ralentissement de la dynamique des exportations, les conditions de crédit restrictives et l'orientation moins expansionniste de la politique budgétaire devraient freiner la croissance en 2023, seule une modeste amélioration étant attendue en 2024. En rythme annuel, la croissance du PIB devrait ressortir à 2.8 % en 2022, 1.2 % en 2023 et 1.4 % en 2024. Compte tenu de la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et des effets progressifs du relèvement des taux directeurs, l'inflation devrait refluer à un niveau compris entre 4 % et 4 ½ pour cent en 2023 et 2024.
- Sur fond de ralentissement des échanges mondiaux et de durcissement des conditions monétaires, la croissance annuelle du PIB devrait fléchir en 2023 dans la plupart des autres économies avancées et des économies de marché émergentes, avant de se redresser légèrement en 2024. La production devrait se contracter dans un certain nombre d'économies en 2023, notamment au Chili, en Lettonie, en République tchèque et en Suède. L'Europe centrale et orientale, qui est la région la plus directement touchée par la guerre en Ukraine, devrait connaître à la fois une croissance très faible et une inflation élevée tout au long de l'année 2023, tandis que dans les pays de la région Asie-Pacifique, le ralentissement de l'activité l'année prochaine devrait généralement être moins marqué et les pics d'inflation plus bas qu'ailleurs. Dans la quasi-totalité des petites économies, comme dans les grandes, l'inflation devrait diminuer en 2023 comme en 2024, tout en demeurant souvent supérieure aux objectifs des banques centrales, même à la fin de cette période.

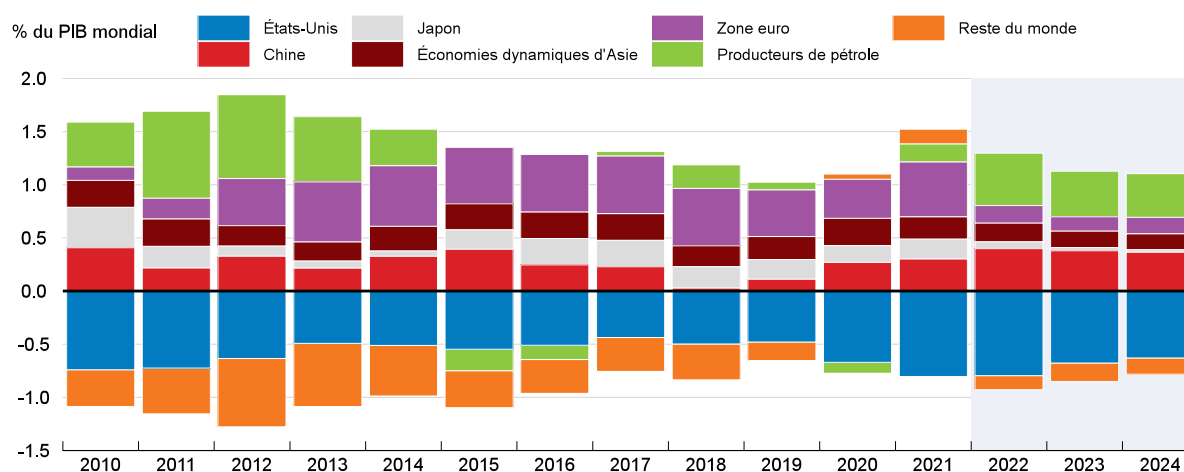
D'une manière générale, le ralentissement de la croissance de la production en 2023 ne devrait pas aboutir à de fortes hausses du chômage. Au niveau de la zone OCDE, le taux de chômage devrait se hisser aux alentours de 5.5 %, soit quelque 0.5 point au-dessus du point bas atteint à la mi-2022 ; en effet, de nombreuses entreprises souhaitent garder les travailleurs qu'elles ont du mal à recruter depuis la pandémie, dans un contexte de croissance plus modérée de la population active et de progression uniquement modeste des taux d'activité dans la plupart des économies de l'OCDE au cours des deux prochaines années. Par ailleurs, la croissance de l'emploi devrait ralentir fortement, passant d'environ 3 % cette année dans les économies de l'OCDE à 0.5 % par an en moyenne sur la période 2023-24, plusieurs économies d'Europe centrale et orientale, le Danemark, la Finlande, l'Italie et la Suède enregistrant des reculs de l'emploi en 2023. Ces évolutions resteront toutefois modérées si on les compare à celles observées pendant des périodes de ralentissement antérieures, et de ce fait, les fortes tensions sur les coûts risquent de se prolonger davantage que prévu.

Dans de nombreuses économies, la hausse des prix à la consommation devrait rester à des niveaux élevés plus longtemps qu'on ne l'anticipait auparavant, malgré un resserrement plus important et plus rapide de la politique monétaire dans une grande partie du monde et malgré la résolution progressive de certaines difficultés d'approvisionnement sur les marchés de biens. Cette situation tient en partie à la guerre en Ukraine, notamment en Europe, où les conséquences de l'envolée du prix du gaz naturel importé en 2022 continueront de se faire sentir en 2023 et en 2024, lorsque les hausses différées des prix de l'électricité et du gaz deviendront une réalité et que les plafonnements de prix actuellement en vigueur deviendront moins généreux. Néanmoins, dans un contexte de relèvement général, en 2023, des taux directeurs qui seront ensuite maintenus à des niveaux élevés tout au long de la période considérée, d'atténuation des tensions sur les ressources et de ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, l'inflation devrait diminuer et se rapprocher des objectifs des banques centrales dans de nombreuses économies en 2024.

Dans les économies de l'OCDE, l'inflation annuelle devrait reculer, passant de 9.4 % en 2022 à 6.5 % en 2023 et 5.1 % en 2024. Les tensions inflationnistes devraient s'atténuer dans tous les pays, mais cela prendra probablement un certain temps dans ceux dont les marchés du travail sont actuellement très tendus et où l'inflation est généralisée. En 2023, l'inflation globale devrait être supérieure à 10 % pour la deuxième année consécutive en Hongrie, en Pologne et en République slovaque ainsi que dans les États baltes, s'établir à 8 % en Allemagne et être supérieure à 6 ½ pour cent dans la zone euro considérée dans son ensemble. En revanche, les tensions sur les prix devraient s'atténuer considérablement en 2023 et 2024 aux États-Unis, au Canada, en Australie et en Corée, et rester modérées au Japon. Dans les économies de marché émergentes, l'inflation devrait continuer à évoluer de façon divergente, restant faible en Chine mais très élevée en Argentine et en Turquie, avec une diminution générale des tensions inflationnistes dans les autres pays, sous l'effet du resserrement des politiques monétaires.

La croissance en volume des échanges mondiaux devrait ralentir pour s'établir à 2.9 % en 2023, sur fond de modération de la demande et de montée des tensions sur les prix, le ralentissement étant particulièrement sensible en Europe et aux États-Unis. Le redémarrage de la croissance en Chine contribuera à compenser en partie le fléchissement de l'activité dans la zone OCDE, mais on s'attend aussi à ce que la demande d'importations soit faible dans de nombreux pays importateurs de matières premières. Un léger redressement est prévu en 2024, la croissance du commerce mondial se hissant à 3 ¼ pour cent. Les déséquilibres des paiements courants au niveau mondial devraient rester supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie (graphique 1.18). L'excédent commercial de la Chine restera ample, sur fond de forte progression des exportations et d'importations touristiques qui resteront nettement inférieures à leurs niveaux d'avant la crise pendant toute la période considérée. Cette croissance sera contrebalancée par la baisse de l'excédent courant au Japon et en Europe, due en partie au choc négatif subi par les termes de l'échange en raison de l'augmentation des prix des importations énergétiques. Le déficit courant des États-Unis ne diminuera que marginalement au cours de la période considérée. Les projections étant fondées sur l'hypothèse que les prix des matières premières vont se maintenir à des niveaux élevés, on s'attend à ce que de nombreux pays exportateurs de pétrole affichent durablement des excédents courants de grande ampleur.

Graphique 1.18. Les déséquilibres des paiements courants sont plus importants qu'ils ne l'étaient juste avant la pandémie



Note : La catégorie « Économies dynamiques d'Asie » regroupe Hong Kong, Chine ; la Malaisie ; les Philippines ; Singapour ; le Taipei chinois ; la Thaïlande et le Viet Nam. La catégorie « Producteurs de pétrole » regroupe l'Algérie, l'Angola, l'Arabie saoudite, l'Azerbaïdjan, Bahreïn, le Brésil, le Brunei Darussalam, les Émirats arabes unis, l'Équateur, le Gabon, la Guinée équatoriale, l'Iran, l'Irak, le Kazakhstan, le Koweït, la Libye, le Nigéria, Oman, le Qatar, la République du Congo, le Soudan, le Tchad, le Timor-Leste, Trinité-et-Tobago, le Turkménistan, le Venezuela et le Yémen. La catégorie « Reste du monde » réunit tous les autres pays qui ne sont pas cités plus haut.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/e2dzo8>

Principaux risques et vulnérabilités

Les répercussions de la diminution des importations européennes d'énergie russe pourraient s'avérer plus graves que prévu

Les économies européennes continuent d'être confrontées à de sérieuses difficultés résultant des embargos en vigueur et à venir sur les importations de charbon et de pétrole par voie maritime en provenance de Russie, ainsi que de la diminution des approvisionnements du marché européen en gaz russe. Un des risques principaux entourant les projections réside dans la possibilité que la hausse connexe des prix de l'énergie provoque des perturbations nettement plus fortes et persistantes que celles retenues comme hypothèse dans le scénario de référence. Le passé a montré que d'amples hausses des dépenses d'énergie dans les économies de l'OCDE sont souvent associées à des récessions (encadré 1.2).

La recherche d'autres sources d'approvisionnement a été un facteur important de la flambée des coûts de l'énergie cette année, les pays européens ayant lancé des enchères pour attirer des fournisseurs d'autres marchés dans une situation d'offre internationale tendue. Le mix énergétique et la dépendance vis-à-vis des différents types d'intrants énergétiques varient fortement, en Europe, suivant les pays et les secteurs d'activité. Le remplacement en cours des importations russes d'énergie affecte donc plus ou moins les différents secteurs selon leur dépendance initiale à l'égard de ces importations, de leur capacité plus ou moins grande à s'approvisionner auprès d'autres fournisseurs, et de l'impact plus ou moins important des restrictions touchant leurs chaînes d'approvisionnement. Ces difficultés se font sentir avec une acuité particulière en Allemagne, ainsi que dans bon nombre d'économies d'Europe centrale et orientale, et dans les secteurs producteurs d'énergie, celui des transports (où les carburants raffinés spéciaux en provenance de Russie peuvent être difficiles à remplacer), la fabrication de produits minéraux non métalliques et la métallurgie, et l'industrie chimique.

Pour les pays d'Europe membres de l'OCDE considérés dans leur ensemble, les estimations réalisées en utilisant à la fois des tableaux d'entrées-sorties et les informations sur la consommation d'énergie sectorielle, suggèrent que la production du secteur manufacturier et de celui des services marchands pourrait reculer de 2 ¼-3 % si les approvisionnements énergétiques en provenance de Russie n'étaient pas compensés par des prélèvements sur les stocks ou par le recours à d'autres sources d'approvisionnement énergétique (OCDE, 2022c). Une grande incertitude entoure ces estimations dans la mesure où les perturbations des approvisionnements énergétiques alimentant des processus de production essentiels, ou encore des pénuries de carburants destinés aux transports, pourraient contraindre certaines entreprises à interrompre complètement leur production plutôt qu'à la réduire proportionnellement. L'effet à court terme d'une contraction marquée et simultanée de la production dans de nombreux secteurs et pays serait aussi probablement plus prononcé que si un seul pays était affecté.

Les approvisionnements en gaz pour les deux hivers à venir sont une question particulièrement préoccupante en Europe. Les prix du gaz et de l'électricité sont déjà élevés et pourraient augmenter encore en cas de pénuries en Europe. De telles pénuries pourraient se produire si les approvisionnements supplémentaires non russes en provenance de pays non-membres de l'UE ne se matérialisent pas dans la mesure escomptée, ou si la demande de gaz est exceptionnellement élevée sous l'effet d'un hiver rigoureux (Haas et al., 2022 ; AIE, 2022a). Les niveaux des stocks de gaz de l'UE ont augmenté considérablement en 2022, et ils s'établissent en octobre à plus de 92 % en moyenne dans ses États membres, et à leur niveau maximum dans nombre d'entre eux. Cela étant, même ainsi, on ne peut encore savoir avec certitude si la demande correspondant à un hiver typique pourra être satisfaite sans que les stocks du marché européen du gaz ne tombent en deçà d'un niveau de fonctionnement normal à moins que les réductions de la consommation d'énergie de ces derniers mois ne perdurent. Dans cette optique, il est important que les mesures budgétaires mises en place pour soutenir les ménages et les entreprises continuent de permettre aux signaux-prix de jouer leur rôle en contribuant à favoriser le nécessaire ajustement de la consommation. Un hiver rigoureux prolongé serait davantage susceptible d'entraîner des pénuries, à moins que des approvisionnements supplémentaires en gaz puissent être obtenus à court terme, ce qui passerait nécessairement par des prix nettement plus élevés, ou que la demande ne soit fortement réduite. Même si les approvisionnements s'avèrent suffisants pour l'hiver à venir, d'importants problèmes risquent de perdurer jusqu'en 2023 et de maintenir les prix du gaz à un niveau élevé, dans la mesure où les économies européennes auront toujours beaucoup de mal à s'assurer d'approvisionnements suffisants pour reconstituer leurs capacités de stockage avant l'hiver 2023-24 (Fulwood, 2022 ; AIE, 2022b). Par contre-coup, ces efforts entraîneront de nouvelles augmentations des prix du gaz et une réduction des quantités de GNL disponibles hors d'Europe, en particulier en Asie, et auront des effets préjudiciables sur certaines économies en développement.

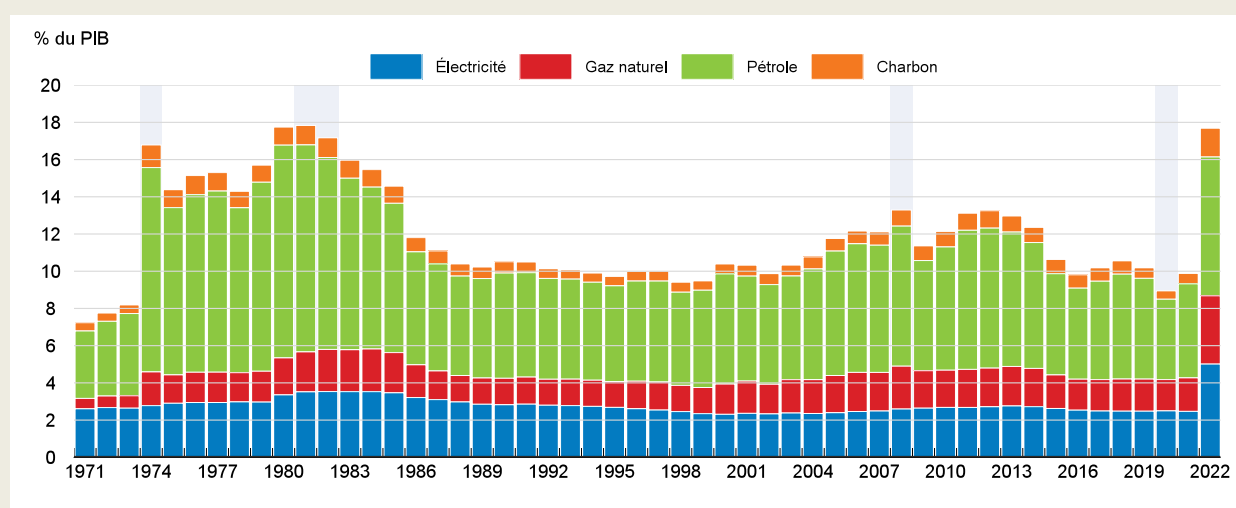
Encadré 1.2. Les dépenses d'énergie depuis les années 1970

Les fluctuations de la part des dépenses d'énergie dans les dépenses totales sont étroitement liées aux fluctuations conjoncturelles de l'activité économique. L'énergie étant un intrant important des entreprises, une hausse des prix de l'énergie tire vers le haut la courbe de demande agrégée, toutes choses égales par ailleurs, abaissant la production et augmentant le niveau des prix. Le renchérissement de l'énergie érode en outre le pouvoir d'achat des ménages : en cas d'envolée, les dépenses d'énergie s'accroissent, causant une éviction des autres dépenses. L'effet négatif sur la demande agrégée amplifie l'effet du choc de l'offre sur la production tout en compensant quelque peu l'impact sur les prix à la consommation. Cet effet pourrait être atténué, pour autant que les producteurs d'énergie nationaux dépensent leurs bénéfices exceptionnels ou redistribuent leurs excédents de revenus aux ménages qui les dépensent. Cela étant, la plupart des pays de l'OCDE sont des importateurs de combustibles fossiles et les bénéficiaires des profits exceptionnels tirés des prix de l'énergie ne dépensent en général que lentement leurs surplus de revenus (Cookson et al., 2022)

Selon les estimations, les dépenses d'énergie – de pétrole, de gaz naturel, de charbon et d'électricité – ont nettement augmenté cette année dans les économies de l'OCDE (graphique 1.19), fluctuant de manière relativement similaire sur la durée dans la plupart des pays de l'OCDE. Ces estimations utilisent les données sur les volumes consommés et sur les prix à la consommation finale, taxes incluses, de l'Agence internationale de l'énergie. Pour 2022, les volumes consommés sont supposés être équivalents à la moyenne de ceux de 2019 et 2021, les données relatives aux prix ayant été estimées à l'aide de la moyenne des données observées relatives aux prix de référence de 2022 par rapport à ceux de 2021 pour chaque catégorie (en monnaie locale) : Brent pour les produits pétroliers, contrats à terme sur le marché ICE Newcastle pour le charbon et prix de gros nationaux pour l'électricité et le gaz naturel.

Graphique 1.19. Les périodes de hausse des dépenses énergétiques sont souvent associées à une récession

Estimations des dépenses de consommation finale d'énergie dans les économies de l'OCDE



Note : Les récessions (zones grisées) correspondent aux années au cours desquelles une diminution du taux de croissance du PIB sur deux trimestres consécutifs a été enregistrée pour l'agrégat OCDE. Les dépenses d'énergie estimées, calculées comme les prix à la consommation finale en monnaie locale multipliés par les volumes consommés, sont établies par pays pour 29 pays de l'OCDE. Leurs parts dans le PIB sont ensuite agrégées à l'aide de pondérations variables fondées sur les PIB, à parité de pouvoir d'achat. Les prix à la consommation finale (correspondant au prix unitaire moyen effectivement payé par les secteurs d'activité et les ménages pour leur consommation, ainsi que pour la production d'électricité) comprennent les prélèvements fiscaux. Les premiers prix enregistrés dans la base de données de l'AIE sont ceux de 1978. On les a fait remonter jusqu'en 1971 à l'aide des prix du Brent pour le pétrole et des prix pour les produits du charbon et le gaz naturel, et du pourcentage d'évolution du prix de l'électricité, mesuré dans l'IPC des États-Unis, pour les prix nationaux de l'électricité. Les données sur les prix ont été prolongées jusqu'en 2022 à l'aide du taux de croissance des prix de référence convertis en monnaie locale (moyenne des données observées en 2022 par rapport à 2021) : Brent pour le pétrole, contrats à terme sur le marché ICE Newcastle pour le charbon et prix de gros pour l'électricité et le gaz naturel (respectivement disponibles pour 25 et 27 pays de l'OCDE). Pour 2022, les volumes consommés correspondent à la moyenne de 2019 et 2021.

Source : Agence internationale de l'énergie (AIE) ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE n° 112 ; Refinitiv ; Agence d'information sur l'énergie (EIA, *Energy Information Administration*) des États-Unis ; Bourse japonaise de l'électricité (JEPX, *Japanese Power Exchange*) ; Portail d'information sur le marché de l'électricité (SMARD, *Strommarktdaten*) de l'Agence fédérale allemande des réseaux ; Système d'information statistique de Corée sur l'énergie électrique (*Korea Electric Power Statistics Information System*) ; Société indépendante d'exploitation du réseau d'électricité Canada ; et calculs de l'OCDE.

Le lien escompté entre la part des dépenses d'énergie et les cycles économiques dans la région OCDE apparaît avec évidence. Au cours des cinquante dernières années, les récessions qui ont touché la zone OCDE ne sont survenues – à l'exception de celle de 2020 due à la pandémie de COVID-19 – que lorsque le ratio des dépenses d'énergie sur le PIB a atteint un niveau élevé (d'au moins 13 % dans tous les cas) et s'est amplifié. Ces conclusions concordent avec les résultats d'études menées sur des périodes encore plus longues (Fizaine et Court, 2016) et des études portant sur le lien entre les hausses du prix du pétrole et les récessions aux États-Unis (Kilian et Vigfusson, 2017). L'envolée des dépenses d'énergie de l'ensemble de la zone OCDE, qui atteignent environ 17 % du PIB cette année, est donc un signe avant-coureur d'un risque de récessions généralisées dans les économies de l'OCDE à court terme.

Dans le même temps, les composantes des dépenses d'énergie à l'origine de la flambée actuelle ne sont pas les mêmes que celles observées lors d'épisodes précédents. Dans le passé, les variations de ces dépenses ont été pour la plupart attribuables aux dépenses de produits pétroliers alors que l'envolée de 2022 est plus généralisée, puisque le gaz et l'électricité y contribuent largement. Il est possible que cette différence doive être prise en compte en ce qui concerne le lien entre les dépenses d'énergie totales et les ralentissements d'activité à l'échelle de tous les pays de l'OCDE. Tout d'abord, les hausses les plus fortes des prix du gaz et de l'électricité ont eu lieu en Europe : il est donc probable que les conséquences sur la production iront dans le même sens. En effet, les États-Unis et un certain nombre d'autres pays de l'OCDE sont exportateurs nets de gaz (et de pétrole) et bénéficient par conséquent de l'amélioration des termes de l'échange due à la flambée des prix de l'énergie.

La première forte hausse des dépenses de consommation finale dans les pays de l'OCDE s'est produite en 1974, avec un ratio des dépenses d'énergie sur le PIB progressant alors de près de 8 ½ points de pourcentage en l'espace d'un an, dont plus de 6 ½ points étaient attribuables aux produits pétroliers. Ce phénomène était la conséquence du premier choc pétrolier ayant fait suite à l'annonce, en octobre 1973, par les pays arabes membres de l'OPEP d'un embargo sur le pétrole qui a provoqué une forte appréciation des prix du pétrole dont le prix moyen de 1974 avait triplé par rapport à 1973.

Dans les décennies suivantes, les dépenses de produits pétroliers ont été un facteur essentiel de l'évolution des dépenses d'énergie, en raison de l'ampleur de la part du pétrole dans les volumes consommés et de la volatilité relativement élevée des cours de cet hydrocarbure. En 1979, le deuxième choc pétrolier a entraîné une augmentation des dépenses d'énergie de 3 ½ points de PIB sur deux ans, alors que la crise pétrolière du milieu des années 1980 a causé un recul des dépenses de quelque 8 points de pourcentage qui s'est ensuite stabilisé à 10 % du PIB environ. Ce n'est qu'au cours de la seconde moitié des années 2000 que les dépenses d'énergie sont reparties à la hausse, atteignant un point haut de quelque 13 % du PIB en 2008, deux tiers de cette augmentation s'expliquant par les dépenses de produits pétroliers. La relative stabilité des dépenses d'énergie du milieu des années 1980 au début des années 2000 dissimulait une baisse de l'intensité énergétique (l'énergie consommée par unité de PIB réel) de l'ordre de 15 %, qui a été compensée par une hausse similaire du prix relatif (pondéré) de l'énergie. De fait, l'intensité énergétique des économies de l'OCDE a diminué régulièrement depuis la première crise pétrolière, enregistrant une baisse de plus de 50 % de 1971 à 2021. Cette évolution tient au recul de l'intensité pétrolière et charbonnière du PIB, l'intensité pour l'électricité étant restée relativement stable et son intensité pour le gaz ayant augmenté.

Pour 2022, la hausse estimée de 7 ¾ points de pourcentage est de même ampleur que celle observée en 1974, ramenant le ratio des dépenses d'énergie sur le PIB aux niveaux observés du milieu des années 1970 jusqu'au milieu des années 1980. Les dépenses liées à tous les produits d'énergie augmentent nettement, celles d'électricité, de produits pétroliers, de gaz naturel et de produits du charbon progressant respectivement de 2 ½ points, 2 ¼ points, 2 points et 1 point de pourcentage.

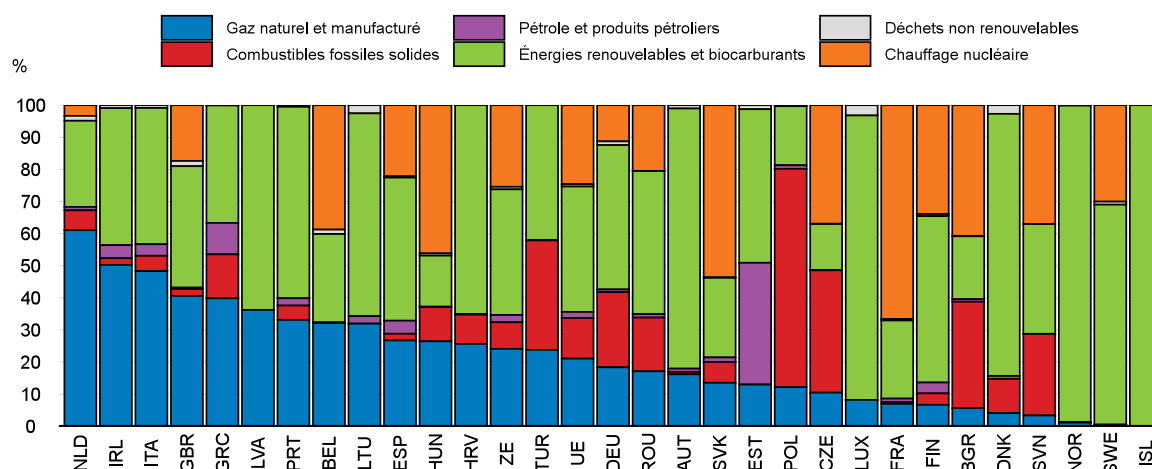
L'une des grandes inconnues de l'épisode actuel tient à la rapidité et à l'ampleur de la répercussion des prix mondiaux ou de gros sur les consommateurs finaux (graphique 1.3). L'explosion des prix mondiaux et de gros, déjà observée, pourrait se poursuivre en 2023 et au-delà ou pourrait aussi ne jamais se répercuter sur les consommateurs finaux, selon les politiques suivies et l'évolution future des prix. Dans l'éventualité où les consommateurs finaux ne seraient pas pleinement exposés à l'impact des prix, les conséquences sur la demande agrégée pourraient être plus limitées que ne le laisse supposer la variation de base des coûts de l'énergie.

Les États membres de l'UE ont déjà décidé de déployer des efforts pour faire baisser la consommation d'énergie à court terme et la hausse des prix a par ailleurs commencé à ralentir la demande dans une certaine mesure. Néanmoins, des risques de réductions forcées de la consommation perdurent, impliquant un recul potentiellement important de la consommation d'énergie dans certains pays et secteurs dont la consommation directe ou indirecte (autrement dit via la production d'électricité) de gaz est élevée (graphique 1.20). La consommation de certains secteurs à forte intensité gazière, comme la métallurgie ou l'industrie chimique, pourrait enregistrer des baisses de 4 % à 6 % dans l'économie médiane de l'UE en cas de baisse de 10 % de la consommation de gaz et de recul de 10 % de l'utilisation de gaz pour produire de l'électricité (OCDE, 2022d).


Des simulations, réalisées à titre indicatif à l'aide du modèle macroéconomique mondial NiGEM, mettent en évidence le coup porté à la croissance et l'inflation additionnelle qui pourraient découler des pénuries de gaz en Europe et l'incertitude qui pourrait en découler. Les pénuries sont supposées tirer vers le haut les prix mondiaux du gaz, des engrais, et du pétrole (les pays européens enchérissant pour se procurer un surplus d'approvisionnement en gaz sur les marchés internationaux), dégradent la confiance et les conditions financières et rendront nécessaire d'imposer pendant un certain temps aux entreprises des réductions obligatoires de leur consommation de gaz début 2023 et également début 2024 (OCDE, 2022d).

Graphique 1.20. Le gaz est une importante source d'énergie pour la production d'électricité dans de nombreux pays européens

Production d'électricité par source d'énergie en 2020

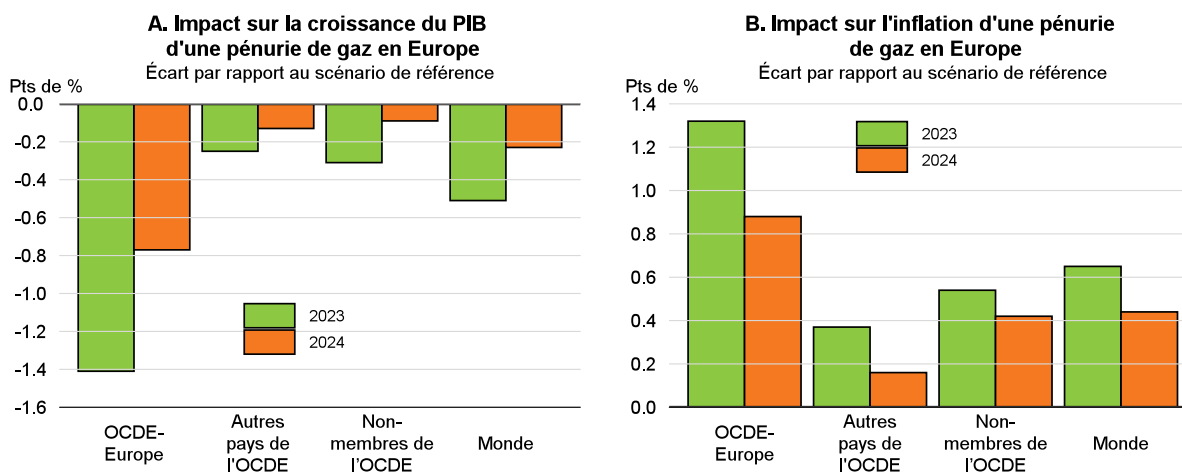


Source : Eurostat.

StatLink  <https://stat.link/4fyc56>

Considérés dans leur ensemble, les chocs pourraient amputer la croissance dans les économies européennes de plus de 1 ½ point de pourcentage en 2023, par rapport au scénario de référence, et entraîner une hausse de l'inflation de plus de 1 ¼ point de pourcentage (graphique 1.21). Cela ferait basculer de nombreux pays dans une récession pour l'année 2023. En Europe, la croissance serait également affaiblie en 2024 d'environ ¾ de point de pourcentage et l'inflation y serait 0.9 point de pourcentage supérieur. Les revenus réels seraient encore dégradés sous l'effet de l'augmentation des prix et de la diminution du nombre d'heures travaillées, entraînant une baisse de quelque 2 % des dépenses des ménages dans les économies européennes, tandis que l'investissement du secteur privé reculerait de près de 10 % d'ici 2024 à la suite de la hausse du coût d'utilisation du capital et du fléchissement de la demande. Au sein de l'Union européenne, les pays d'Europe centrale et orientale seraient collectivement plus touchés que les autres avec une baisse de leur production de 1.6 % environ en 2023 contre 1.3 % dans les autres pays de l'Union. L'impact des chocs serait moindre en dehors de l'Europe, mais les effets négatifs de la hausse de l'inflation sur les revenus réels (sauf dans les économies productrices de gaz) et l'affaiblissement de la demande venant d'Europe se feraient néanmoins sentir. À l'échelle mondiale, l'inflation serait respectivement plus haute de 0.6 point de pourcentage et de 0.4 point de pourcentage, et la croissance respectivement amputée de ½ de point de pourcentage et de ¼ de point de pourcentage en 2023 et en 2024⁶.

Graphique 1.21. Des pénuries de gaz prolongées et une montée de l'incertitude amputeraient la croissance et renforceraient l'inflation en 2023 et 2024



Note : Scénario indicatif de l'impact des pénuries de gaz en Europe. Ce scénario retient pour hypothèse que les prix mondiaux du gaz, du pétrole et des engrais augmenteront respectivement de 50 %, 10 % et 25 % en 2023 et 2024. Cette incertitude plus forte est simulée par une augmentation ex ante de 1 point de pourcentage du taux d'épargne des ménages et de 1 point de pourcentage du coût d'utilisation du capital et des primes de risque sur les investissements dans toutes les économies de l'UE et au Royaume-Uni en 2023 et 2024. Un rationnement obligatoire temporaire de la consommation industrielle est simulé par une baisse de 3 % de la production potentielle de l'ensemble des économies de l'UE et du Royaume-Uni aux premiers trimestres 2023 et 2024, sous l'effet combiné d'une perte d'efficacité technique et d'une diminution du nombre moyen d'heures travaillées.

Source : Calculs de l'OCDE fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, *National Institute Global Econometric Model*).

StatLink  <https://stat.link/7otnx0>

⁶ Un risque connexe est que l'impact des sanctions occidentales contre les exportations de pétrole russe, qui est intégré dans les projections de référence, pourrait également s'avérer plus fort que prévu, affectant les approvisionnements mondiaux et augmentant encore les prix du pétrole. Ces facteurs accentueraient encore les tensions inflationnistes mondiales en 2023. Une incertitude particulière demeure à savoir dans quelle mesure l'Europe pourra obtenir des approvisionnements alternatifs de certains produits pétroliers raffinés actuellement importés de Russie, notamment le diesel, et du prix éventuel.

Le resserrement de la politique monétaire met en lumière les vulnérabilités financières préexistantes

La hausse rapide des taux d'intérêt, le durcissement des conditions financières et le réajustement marqué des prix de certains actifs risquent de plus en plus de mettre au jour des vulnérabilités financières présentes de longue date dans les économies avancées et les économies de marché émergentes.

Le poids croissant du service de la dette dans le secteur privé et la moindre liquidité des marchés obligataires constituent des risques majeurs dans les économies avancées

En ce qui concerne les ménages et les entreprises, la hausse plus rapide que prévu des taux d'intérêt accroît les remboursements de dette et complique le refinancement. Une envolée des taux d'intérêt risque de compromettre la capacité des ménages et des entreprises à assurer le service de leur dette, ce qui pourrait aboutir à des défauts de paiement et à des faillites, ainsi qu'à une correction des prix des logements. Ces prix ont déjà commencé à baisser dans certains pays de l'OCDE – à partir de niveaux toutefois très élevés, les ratios prix/revenu ayant atteint des sommets dans la plupart des pays membres de l'Organisation au deuxième trimestre de 2022. L'augmentation de la population et la croissance des revenus disponibles constituent des facteurs plus importants de l'évolution des prix des logements que les taux d'intérêt réels (Cournède et al., 2020), même si l'impact de la variation des taux d'intérêt pourrait être non linéaire, les prix des logements réagissant alors davantage à une hausse particulière des taux lorsque ceux-ci sont bas (Nocera et Roma, 2017).

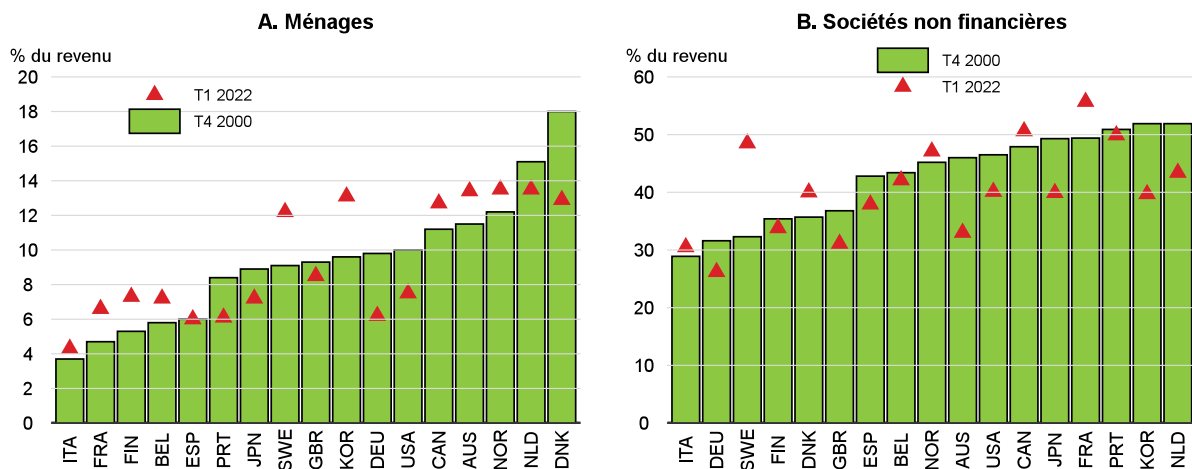
Les taux d'intérêt continuant d'augmenter, les ménages pourraient se retrouver en difficulté financière compte tenu du niveau élevé de leur dette. Avant même la forte progression qu'ont connue les taux d'intérêt cette année, les ratios de service de la dette des ménages dépassaient déjà souvent, au premier trimestre de 2022, ceux du début des années 2000 – époque où les taux étaient nettement plus élevés (graphique 1.22, partie A) –, reflétant des niveaux d'endettement accrus. Dans le même temps, la baisse de la part des emprunts hypothécaires à taux variable dans certains pays ces vingt dernières années devrait amortir à court terme l'impact de l'augmentation des taux d'intérêt, même si la proportion que représente ce type d'emprunts demeure importante dans plusieurs pays (graphique 1.23). Par ailleurs, même les emprunts hypothécaires classés en tant que prêts à taux fixe sont soumis de temps en temps à des renégociations de taux dans nombre de pays. Cependant, de nombreux ménages pourraient être confrontés à une forte hausse des coûts du service de leur dette. Dans bon nombre d'économies avancées, le relèvement des taux directeurs s'est déjà répercuté sur les taux des emprunts hypothécaires, et les critères d'octroi de prêts des banques se sont également durcis (Banque centrale européenne, 2022b ; Banque d'Angleterre, 2022a). Les familles à revenu faible vivant dans des pays où les ménages sont très endettés et où les emprunts hypothécaires à taux variable sont monnaie courante, comme les pays nordiques, pourraient être particulièrement fragiles (OCDE, 2022c ; Banque de Norvège, 2021). Selon une analyse de la Banque des règlements internationaux, une hausse de 425 points de base des taux d'intérêt (équivalente à la progression des taux des fonds fédéraux entre 2004 et 2006) pourrait entraîner une augmentation des coûts du service de la dette de plus de 2 points de pourcentage en moyenne dans les économies avancées (BRI, 2022).

Le relèvement des taux directeurs peut aussi mettre au jour des vulnérabilités financières du côté des entreprises. Dans l'économie médiane de l'OCDE, la dette des sociétés non financières atteignait 141 % du PIB en 2021, soit 29 points de pourcentage de plus qu'en 2000, et les ratios de service de la dette se situent déjà à des niveaux proches de ceux qui prévalaient à cette époque (graphique 1.22, partie B). Bien que les échéances se soient allongées durant la pandémie, la part des entreprises incapables d'assurer le service de leur dette pourrait s'accroître nettement en cas de resserrement supplémentaire par les banques centrales. Les volumes de prêts à effet de levier et d'obligations à haut rendement en situation de défaut aux États-Unis en juin 2022 étaient déjà trois fois supérieurs à ceux de la mi-2021 (Fitch Ratings, 2022), et les abaisséments de notation d'obligations classées en catégorie spéculative dépassent les relèvements depuis novembre 2021 (OCDE, 2022b).

Les tensions accrues qui s'exercent sur les ménages et les entreprises, ainsi que la possibilité de défauts de remboursement des prêts, accroissent aussi les risques de pertes de grande ampleur du côté des banques et des établissements financiers non bancaires. Cette situation pourrait amplifier l'impact d'un choc à la hausse sur les coûts d'emprunt s'il s'ensuivait un nouveau durcissement substantiel des conditions de financement et des critères d'octroi de crédit, et des pressions supplémentaires sur la capacité des emprunteurs à assurer le service de leur dette. Les tests de résistance semblent généralement indiquer que les mesures de réglementation accrues mises en place depuis la crise financière mondiale ont contribué à améliorer la résilience du secteur bancaire face aux chocs (Ding et al., 2022). Néanmoins, de nombreuses banques pourraient encore faire face à des pertes de grande ampleur en cas de ralentissement économique plus fort que prévu, notamment sur les économies de marché émergentes, où les établissements bancaires sont particulièrement sensibles aux chocs et affichent habituellement des ratios de fonds propres moins élevés que dans les économies avancées.

Graphique 1.22. Les obligations au titre du service de la dette pourraient fortement augmenter

Ratios de service de la dette

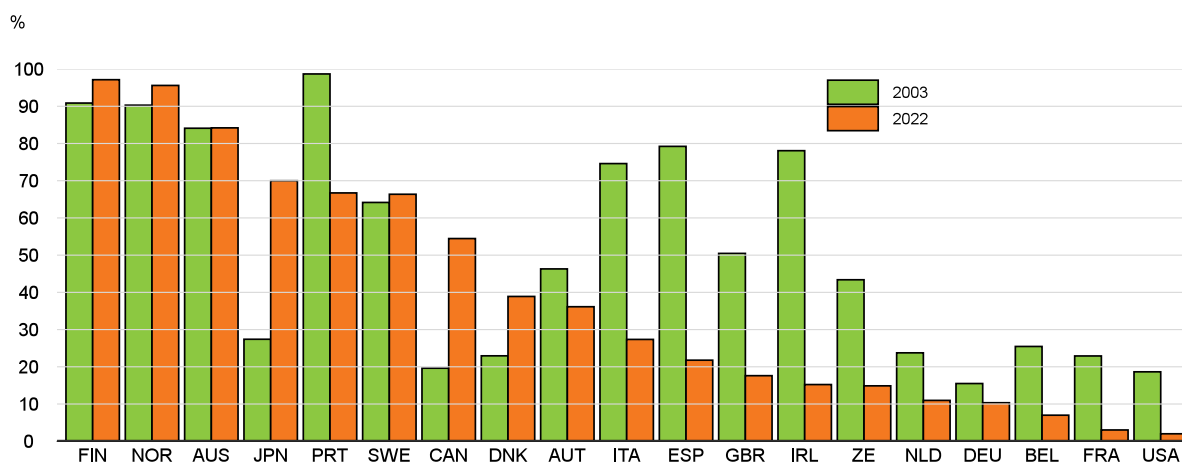


Note : La dette comprend les prêts et titres de créance.
Source : Banque des règlements internationaux ; calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/9gcv5x>

Graphique 1.23. Les emprunts hypothécaires à taux variable peuvent exacerber les risques financiers

Part des prêts à taux révisable dans les émissions de nouveaux prêts hypothécaires



Note : Les prêts hypothécaires à taux révisable renvoient aux nouveaux prêts émis à taux variable, ou dont le taux est initialement fixe, pendant un an au maximum. Compte tenu du faible nombre de données disponibles, les barres vertes, pour la Norvège et la Suède renvoient à 2006. Pour le Royaume-Uni, le Canada et l'Australie, les barres vertes renvoient respectivement aux années 2008, 2013 et 2019. Les barres orange renvoient à 2022 ou à la dernière année connue.

Source : BCE ; Autorité britannique des pratiques financières (FCA, *Financial Conduct Authority*) ; ministère japonais de l'Aménagement du territoire, des Infrastructures, des Transports et du Tourisme ; Banque de Norvège ; Autorité fédérale américaine du financement du logement (FHFA, *Federal Housing Finance Agency*) ; Banque du Canada ; et Bureau australien de statistiques (ABS, *Australian Bureau of Statistics*).

StatLink  <https://stat.link/0oq835>

La hausse des taux d'intérêt peut présenter un avantage pour certains établissements financiers non bancaires, comme les fonds de pensions et les compagnies d'assurance vie, en diminuant la valeur actuelle nette de leurs passifs nominaux à long terme. En même temps, des augmentations rapides des taux d'intérêt pourraient aussi mettre en lumière les vulnérabilités de certains de ces établissements. Le réajustement des valorisations tendues de certains actifs pourrait entraîner des corrections de marché désordonnées et des sorties de capitaux. Ces établissements pourraient aussi pâtir de tensions sur la liquidité et de pertes sur leurs actifs liées à l'évaluation au prix du marché, y compris sur leurs portefeuilles d'emprunts souverains, et faire face à de demandes de rachats importantes. En ce qui concerne les établissements qui sont très endettés, ou soumis à de fortes asymétries de liquidité, comme les fonds ouverts, l'impact pourrait être particulièrement prononcé. Les fournisseurs d'énergie pourraient aussi connaître des difficultés, la hausse des prix de l'énergie et leur volatilité élevée entraînant d'importants appels de marge sur leurs positions en instruments dérivés. Les inquiétudes en matière de liquidité des fournisseurs d'énergie ont déjà conduit plusieurs gouvernements européens à mettre en œuvre des dispositifs de soutien d'urgence sous forme de lignes de liquidité à court terme et de garanties de prêts. S'il n'était pas possible d'empêcher les défauts de paiement de certains établissements financiers non bancaires et fournisseurs d'énergie, le reste du système financier pourrait en pâtir, ce qui conduirait à un nouveau durcissement marqué des conditions financières pour les ménages et les entreprises.

Dans les économies émergentes, les vulnérabilités financières sont amplifiées par les effets d'entraînement extérieurs

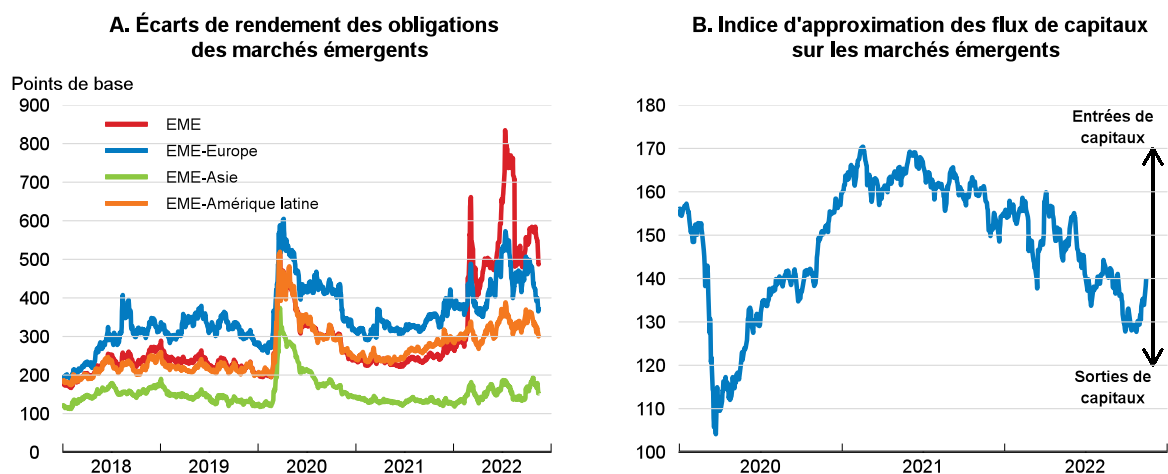
Le durcissement des conditions financières, l'augmentation de la dette, la forte appréciation du dollar des États-Unis et le ralentissement de la croissance des marchés à l'exportation amplifient les vulnérabilités dans les économies de marché émergentes. Les primes de risque se sont accrues, les sorties de capitaux se sont accélérées et les réserves de change ont diminué dans de nombreux pays. En Chine, de nouvelles flambées de COVID-19 ou la propagation à l'ensemble de l'économie des fragilités financières que présente le secteur immobilier très endetté pourraient se traduire par un ralentissement de la croissance plus prononcé que prévu. Plusieurs économies de marché émergentes et économies en développement sont en outre confrontées à des risques en termes de sécurité alimentaire en raison de la hausse des prix des denrées, de l'énergie et des engrais, et du fait des pénuries.

La conjoncture économique mondiale défavorable et le niveau élevé d'incertitude continuent de saper la confiance des ménages et accroissent la volatilité des marchés financiers. Les écarts de rendement des obligations souveraines libellées en devises ont augmenté cette année, notamment en Europe de l'Est et en Amérique latine (graphique 1.24, partie A), et les sorties de capitaux se sont intensifiées jusqu'à récemment (graphique 1.24, partie B). Les prix des obligations d'État en monnaie locale et des actions ont également reculé dans les pays d'Europe orientale, reflétant les inquiétudes géopolitiques. Depuis février, les sorties cumulées au titre des investissements de portefeuille ont atteint un niveau élevé en Chine, sous l'effet des sorties de capitaux sur le marché de la dette et de la baisse des cours sur les marchés des actions. L'Inde, l'Indonésie et la Türkiye ont, elles aussi, connu des sorties importantes au titre des investissements de portefeuille, entraînant une chute de leurs réserves de change. Selon l'OCDE, une augmentation de 100 points de base des primes de risque des placements sur les économies de marché émergentes pourrait s'accompagner d'une baisse de 0.5 % de la production dans ces économies l'année suivante (OCDE, 2018).

L'endettement total demeure supérieur à ses niveaux d'avant la pandémie dans de nombreuses économies de marché émergentes (graphique 1.25). La dépréciation considérable, face au dollar des États-Unis, des monnaies des pays importateurs de matières premières peut alourdir les coûts du service de la dette déjà renchérissés par la hausse mondiale des taux d'intérêt, notamment s'il existe des asymétries entre la composition en devises des passifs et celle des recettes extérieures. La dépréciation des monnaies est souvent associée à un élargissement des écarts de rendement des obligations d'État en devises et en monnaie locale, en particulier durant les périodes de tension. Ces dépréciations peuvent, en outre, nuire à la demande intérieure si elles entraînent une hausse des taux d'intérêt locaux ou influent négativement sur le bilan des emprunteurs en devises. Cela neutraliserait les avantages que présente la baisse du taux de change effectif pour les échanges commerciaux et pourrait accentuer les tensions qui s'exercent sur les bilans des banques⁷.

⁷ De récents tests de résistance réalisés par le FMI indiquent que 29 % des banques des économies de marché émergentes pourraient être confrontées à d'importants déficits de fonds propres si un grave ralentissement économique devait se produire et que les conditions financières mondiales subissaient un durcissement désordonné (FMI, 2022a).

Graphique 1.24. Dans les économies de marché émergentes, les sorties de capitaux se sont accrues sur fond de risque souverain élevé et volatil

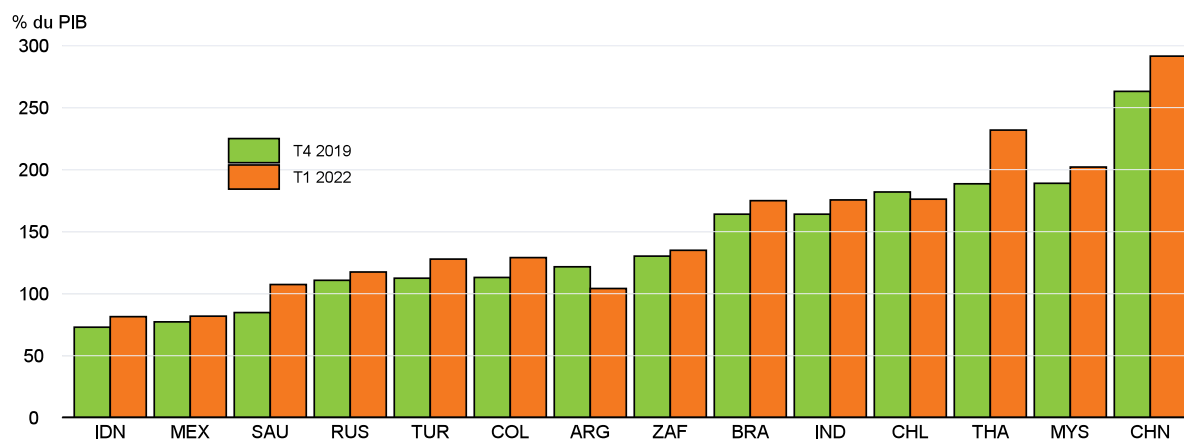


Note : La partie A présente les écarts de rendement observés au niveau mondial par l'indice EMBI de J.P. Morgan. « EME-Europe » recouvre la Bulgarie, la Roumanie et la Türkiye. « EME-Asie » recouvre la Chine, l'Indonésie, l'Inde, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et le Viet Nam. « EME-Amérique latine » recouvre le Brésil, le Chili, la Colombie et le Mexique. L'agrégat « EME » recouvre l'ensemble de ces pays ainsi que l'Afrique du Sud et l'Ukraine. La partie B présente un indice composite journalier reflétant la performance des matières premières, des actions, des obligations d'État en devises et des changes. Une augmentation de la valeur de l'indice est signe d'entrées de flux à destination des économies de marché émergentes, tandis qu'une baisse de sa valeur indique des sorties de capitaux. La construction de l'indice prend pour base une pondération de 10 % des matières premières, et de 30 % de chacune des autres classes d'actifs.

Source : FactSet ; Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/dr1lh7>

Graphique 1.25. L'endettement est élevé dans de nombreuses économies de marché émergentes



Note : La dette totale renvoie à la somme de la dette du secteur privé non financier (sur la base des valeurs de marché) et de la dette des administrations publiques (sur la base des valeurs nominales).

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

StatLink  <https://stat.link/lv6m90>

La récente appréciation du dollar des États-Unis a contribué à l'abaissement des notes de la dette souveraine de nombreuses économies de marché émergentes. Un renforcement supplémentaire du billet vert pourrait accroître les vulnérabilités financières de ces pays⁸. Au Chili, au Mexique et en Türkiye, le crédit en dollars des États-Unis à des emprunteurs non bancaires est relativement élevé, ce qui pourrait exposer davantage la demande intérieure à une dépréciation de la monnaie (graphique 1.26, partie A)⁹. La couverture des importations par les réserves de change a par ailleurs diminué dans de nombreuses économies de marché émergentes, au risque de réduire la résilience face aux chocs extérieurs (graphique 1.26, partie B). En outre, le creusement des déficits extérieurs et la baisse des réserves de change pourraient mettre à l'épreuve la stabilité macroéconomique et financière de pays comme le Chili, la Colombie et la Türkiye (graphique 1.26, partie C). À l'inverse, les soldes des paiements courants se sont encore améliorés, ou sont passés d'un déficit à un excédent, dans de nombreux pays exportateurs d'énergie tels que l'Arabie saoudite et l'Indonésie, qui continuent de tirer parti d'un choc positif sur les termes de l'échange.

Les pays en développement à faible revenu font aussi face à des risques financiers et de sécurité alimentaire. Le niveau élevé des prix des denrées alimentaires et des engrais, ainsi que les pénuries d'approvisionnement en céréales en provenance de Russie et d'Ukraine, accroissent nettement les risques de faim dans de nombreux pays en développement. La transmission de ces chocs dépend de la pénétration des importations de denrées alimentaires dans les chaînes d'approvisionnement locales, des usages en matière d'engrais dans la production agricole intérieure et du degré de disponibilité d'approvisionnements alternatifs en produits alimentaires (IFPRI, 2022). Ainsi, la Russie et l'Ukraine représentent environ les trois quarts des importations totales de blé et de farine de blé de nombreux pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (OCDE, 2022c, encadré 1.1 ; Rauschendorfer et Krivonos, 2022). Des simulations réalisées à titre d'illustration montrent que l'augmentation du nombre d'individus sous-alimentés pourrait doubler à plus de 200 000 personnes en Égypte d'ici à 2023, dans des scénarios de baisses modérées à sévères des exportations russes et ukrainiennes (Rauschendorfer et Krivonos, 2022).

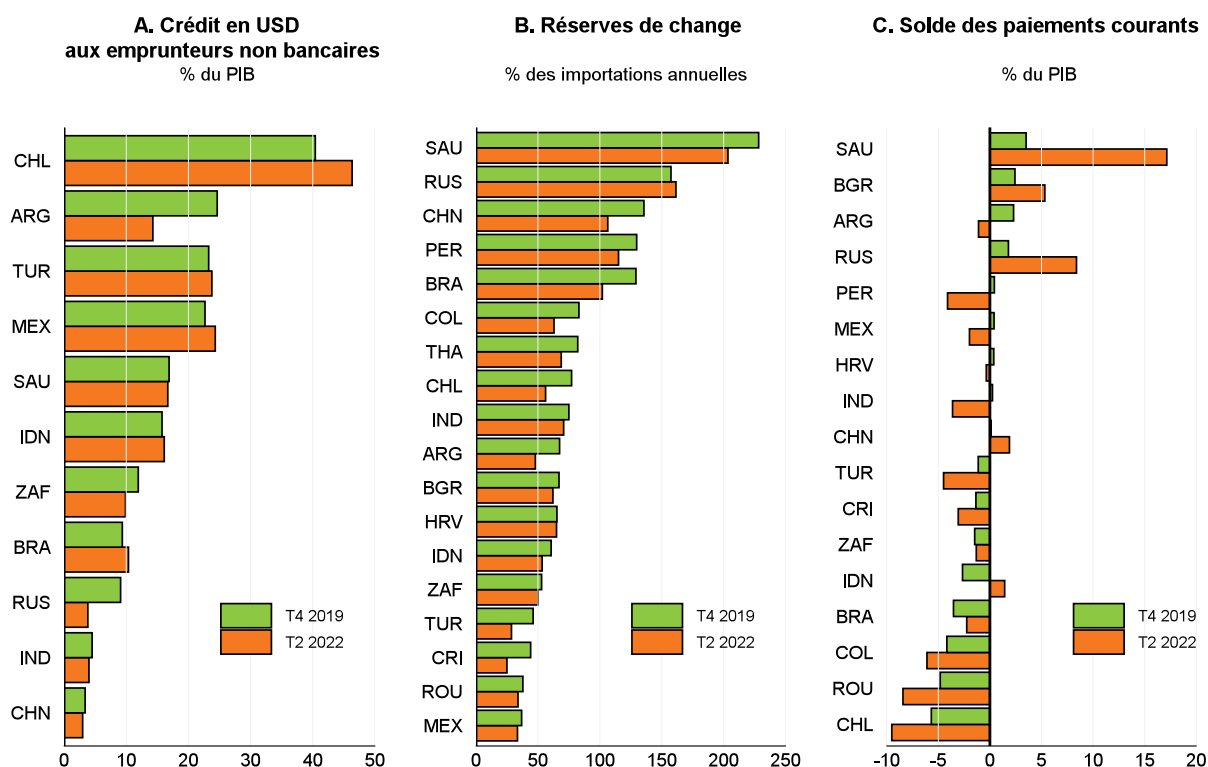
Enfin, les conditions financières se dégradent dans bon nombre d'économies en développement. Les analyses du FMI concernant la viabilité de la dette de 69 pays à faible revenu indiquent que, à la fin du mois de septembre et selon les données publiées les plus récentes, neuf pays étaient surendettés, 28 couraient un risque élevé de surendettement et 25 autres présentaient un risque modéré de surendettement¹⁰. En outre, en octobre, les écarts de rendement des obligations en devises étaient supérieurs à 10 points de pourcentage dans 14 économies frontalières, plaçant ces pays dans la catégorie des emprunteurs souverains surendettés à risque très élevé de défaut (FMI, 2022a).

⁸ Depuis mai 2022, les agences de notation ont revu à la baisse les notes de crédit de l'Argentine, du Chili, du Ghana, du Mexique, du Nigéria, du Pakistan et de la Türkiye. En août 2022, le FMI a approuvé une ligne de crédit modulable pour le Chili (instrument qui offre, à titre de précaution, une possibilité supplémentaire d'amortir les effets des facteurs de vulnérabilité extérieurs aux pays bénéficiaires dotés de fondamentaux et de cadres macroéconomiques solides). Il a également conclu un accord avec le Pakistan dans le cadre du Mécanisme élargi de crédit, afin de restaurer la confiance des investisseurs et d'atténuer les pressions à la baisse sur les réserves de change du pays, ainsi qu'un accord avec la Zambie dans le cadre du Mécanisme élargi de crédit pour aider le pays à dynamiser les plans nationaux de croissance inclusive tout en préservant la viabilité de la dette. En octobre 2022, le FMI a accordé un financement à l'Ukraine au titre de l'Instrument de financement rapide pour remédier aux graves difficultés de balance des paiements rencontrées par le pays.

⁹ Au second trimestre de 2022, dans ces trois pays, le ratio moyen dette/PIB des emprunteurs non bancaires en dollars des États-Unis dépassait de 14 points de pourcentage le niveau atteint en 2013 durant l'épisode du « taper tantrum ».

¹⁰ Situation dans laquelle un pays a entamé, ou est sur le point d'entamer, une restructuration de sa dette, ou accumule des arriérés.

Graphique 1.26. L'appréciation du dollar américain pourrait amplifier les vulnérabilités financières des économies de marché émergentes



Note : La partie A renvoie aux créances transfrontières et locales libellées en dollars des États-Unis. Dans les parties A et B, le PIB et les importations annuelles correspondent à la somme des quatre trimestres prenant fin au trimestre indiqué. Dans la partie C, les barres orange renvoient aux données du T4 2021 pour la Russie.

Source : Base de données des Perspectives de l'OCDE, n° 112 ; Banque des règlements internationaux, indicateurs de liquidité mondiale ; FMI, base de données sur les réserves de change et les disponibilités en devises ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/6cw8m5>

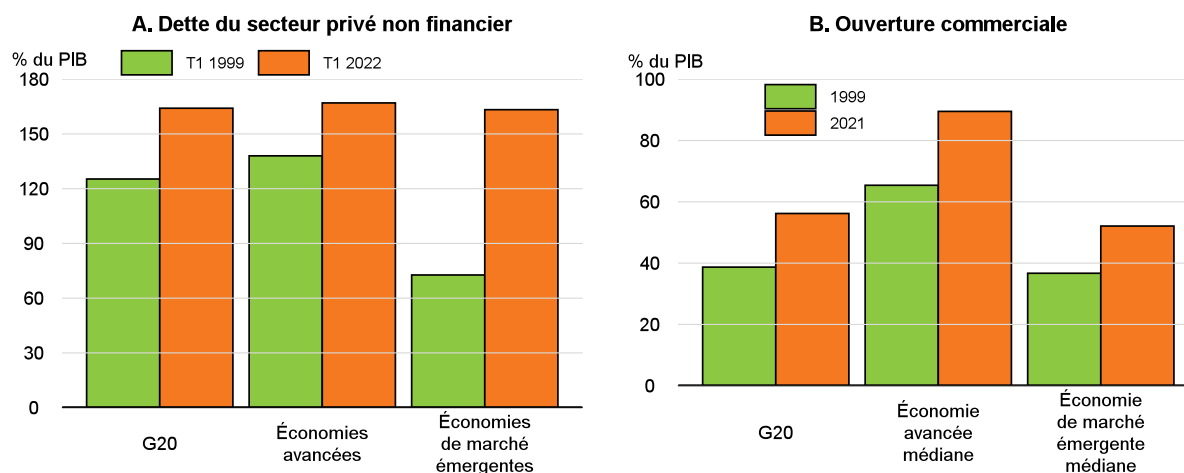
Le calibrage de la politique monétaire sera difficile

Le calibrage du resserrement de la politique monétaire est particulièrement difficile actuellement étant donné les incertitudes pesant sur les perspectives, la prise en compte des différents canaux par lesquels le relèvement des taux d'intérêt a un impact sur l'économie, et les retombées éventuelles des resserrements opérés dans d'autres pays. Il existe ainsi un risque que les taux directeurs fassent l'objet d'un relèvement supérieur au strict nécessaire, ou que leur resserrement dure plus longtemps que ne le requiert la réduction de l'inflation, et ce, d'autant plus que les politiques monétaires évoluent de manière exceptionnellement synchronisée en ce moment. Ce resserrement concomitant des politiques monétaires peut amplifier les effets des mesures de politique publique locales, à la fois en limitant la demande extérieure et en durcissant les conditions financières intérieures, mais pourrait aussi modifier les canaux de transmission tels que celui des taux de change. Certaines études portant sur les économies avancées indiquent que les mesures de politique monétaire sont susceptibles d'avoir des effets d'entraînement importants, qui peuvent aller jusqu'à la moitié de l'impact sur l'économie locale (Curcucu et al., 2018). Ne pas tenir compte de ces effets d'entraînement peut conduire à un resserrement excessif de la politique monétaire (Obstfeld, 2022).

Par ailleurs, comme de nombreux pays, notamment des économies avancées, n'ont pas connu de resserrement prolongé de leur politique monétaire depuis vingt ans au moins, il existe un risque que la hausse des taux d'intérêt n'ait pas les mêmes effets que ceux observés par le passé. L'augmentation de la dette (graphique 1.27, partie A), le niveau élevé des prix des actifs, l'évolution de la flexibilité des marchés de produits et du travail, l'innovation financière conjuguée à l'importance accrue de l'offre de crédit non bancaire (CSF, 2021), et une plus grande ouverture financière et commerciale (graphique 1.27, partie B) sont autant de facteurs qui pourraient accélérer la vitesse à laquelle le relèvement des taux directs produira ses effets. Parallèlement, la hausse des taux d'intérêt accroît aussi les versements d'intérêt aux épargnants, et certains types de dette, comme les emprunts hypothécaires, sont désormais davantage susceptibles d'être assortis de taux fixes dans certains pays.


Un scénario indicatif fondé sur le modèle macroéconomique NiGEM souligne l'une des différences que les pays sont individuellement susceptibles de connaître lorsque le resserrement de leur propre politique monétaire s'accompagne d'une évolution comparable dans d'autres économies¹¹. Ce scénario envisage l'impact d'un engagement crédible des autorités monétaires à réduire suffisamment l'inflation pour que le niveau du PIB nominal s'en trouve finalement diminué de 5 % par rapport au niveau de référence. L'impact de cette politique menée indépendamment par chaque économie avancée, tandis que les autres pays se limiteraient aux mesures nécessaires compte tenu des objectifs poursuivis et des effets d'entraînement, est comparé à l'impact qu'elle aurait si elle était menée par toutes les économies avancées de façon simultanée.

Graphique 1.27. La structure de nombreuses économies a fortement changé depuis la fin des années 1990



Note : La dette correspond au crédit total à l'ensemble du secteur privé non financier, à la valeur de marché. L'ouverture commerciale est mesurée en divisant les importations et exportations de biens et de services par le PIB, mesurées en volumes, en dollars des États-Unis aux taux de change du marché.

Source : Banque des règlements internationaux ; Base de données des Perspectives de l'OCDE, n° 112 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/ink1m7>

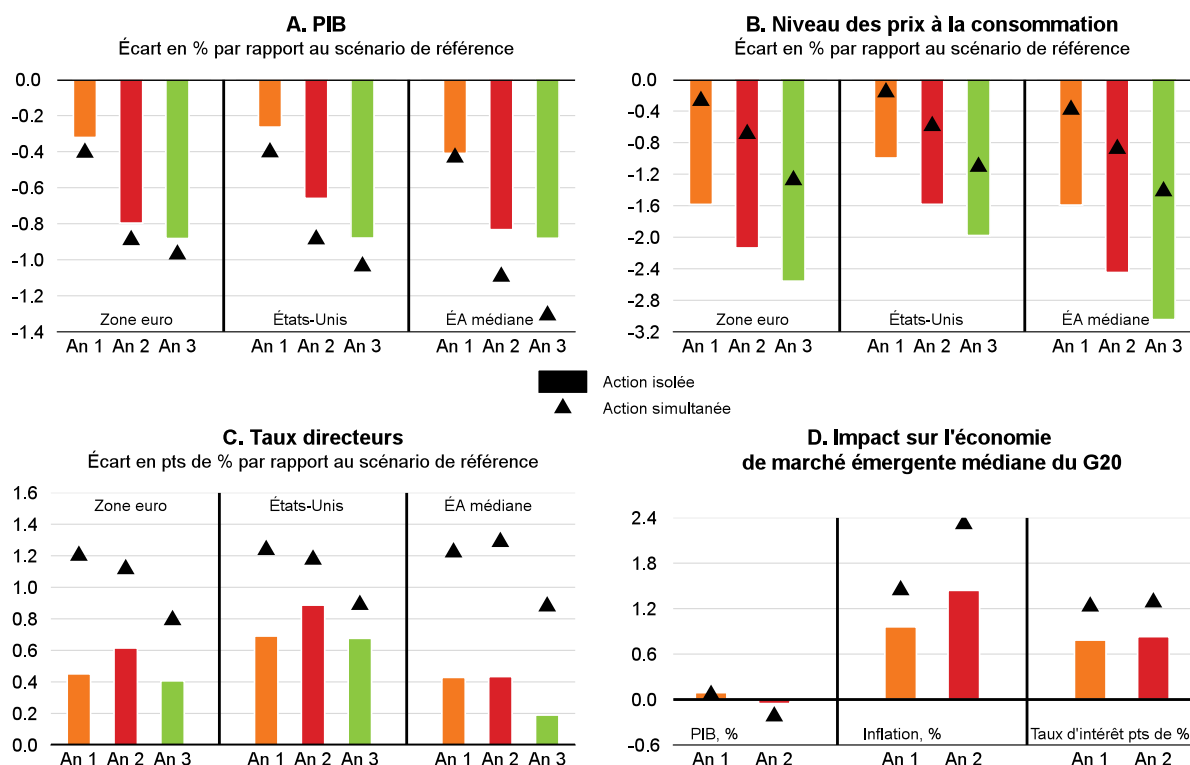
¹¹ La simulation intègre les réactions de politiques monétaire et budgétaire, sur la base des règles habituelles du modèle NiGEM, sauf mention contraire. La règle en matière de politique monétaire repose sur deux réponses des taux directs, l'une à l'écart de l'inflation par rapport à la cible, l'autre à l'écart du PIB nominal par rapport à l'objectif. La règle en matière de politique budgétaire est que le taux effectif d'imposition directe sur les ménages s'ajuste de manière à ramener le solde budgétaire des administrations publiques à son niveau cible.

Les résultats de la simulation montrent que l'impact, sur la production et l'inflation dans un pays, des mesures de resserrement monétaire prises de manière simultanée par de nombreux pays peut différer de l'effet des mesures prises par ce seul pays.

- Des mesures simultanées modifient l'arbitrage entre l'impact sur la croissance et sur l'inflation d'un resserrement de la politique monétaire. Pour la seconde et la troisième année du choc, l'impact négatif sur la production sera d'un quart plus élevé environ dans l'économie avancée médiane lorsque les taux directeurs ont été relevés dans l'ensemble des économies avancées, ce qui met en évidence l'impact défavorable sur la croissance d'un resserrement généralisé dans un grand nombre d'économies (graphique 1.28, partie A). En revanche, l'impact sur les prix sera diminué de moitié environ (graphique 1.28, partie B). La principale raison à cela est qu'un pays intervenant seul entraîne généralement une appréciation sensible du taux de change, ce qui contribue à réduire les tensions sur les prix. Quand l'ensemble des grandes économies avancées interviennent en même temps, ce canal n'opère plus, même s'il subsiste une certaine appréciation des monnaies par rapport à celles des économies de marché émergentes. En conséquence, de fortes augmentations des taux directeurs dans tous les pays sont nécessaires pour faire baisser l'inflation (graphique 1.28, partie C), les principaux canaux de la politique monétaire se situant au niveau local. Dans un cas comme dans l'autre, l'impact final à plus long terme de l'ajustement des politiques est une baisse des prix suffisante pour atteindre l'objectif de PIB nominal inférieur tout en conservant une production proche du niveau de référence¹².
- Dans le cas du choc simultané, la hausse supplémentaire des taux d'intérêt est plus importante dans les petites économies ouvertes, où la modification des taux de change produit habituellement l'impact le plus prononcé sur les volumes d'échanges et les prix. En conséquence, les augmentations des taux d'intérêt dans chaque économie sont comparables à celles des États-Unis, pays où le canal des taux de change a l'impact direct le plus faible.
- Il existe des effets d'entraînement négatifs, dans les économies de marché émergentes, du resserrement monétaire dans les économies avancées, de plus forte hausse des taux directeurs étant généralement nécessaires pour garantir un retour de l'inflation au niveau cible dans le cadre du choc simultané. Les économies de marché émergentes tirent parti d'une dépréciation initiale de leurs monnaies par rapport à celles des économies avancées, mais il s'ensuit une augmentation des tensions inflationnistes nécessitant de resserrer la politique monétaire locale. Ces facteurs sont amplifiés lorsque l'ensemble des économies avancées resserrent en même temps leurs politiques monétaires (graphique 1.28, partie D).

¹² L'impact cumulé de plusieurs années de réduction de l'investissement sur le stock de capital et la production potentielle s'accompagne de légers effets négatifs sur la production.

Graphique 1.28. L'impact du resserrement de la politique monétaire varie lorsque tous les pays interviennent ensemble



Note : Sur la base de simulations prospectives dans lesquelles les économies avancées déterminent leur politique monétaire de façon à réduire durablement le PIB nominal de 5 % par rapport au niveau de référence. « Action isolée » caractérise l'impact lorsqu'une seule banque centrale intervient ; « Action simultanée » désigne l'impact lorsque les banques centrales de toutes les économies avancées mettent en œuvre le resserrement de façon concomitante. « An 1 », « An 2 » et « An 3 » renvoient respectivement à l'impact la première, la deuxième et la troisième année suivant le changement de politique. « ÉA médiane » renvoie à l'économie avancée médiane.

Source : Calculs de l'OCDE fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, National Institute Global Econometric Model).

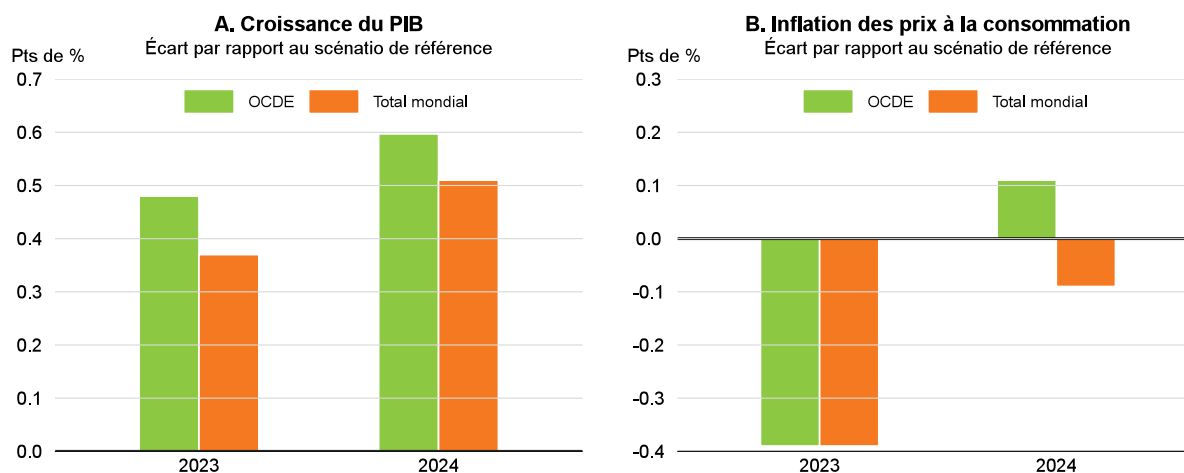
StatLink  <https://stat.link/3r2jz>

Une diminution des incertitudes et une baisse des prix des matières premières constituent des risques de révision à la hausse

Les projections de référence reflètent le degré élevé d'incertitude actuel entourant les perspectives économiques, lequel contribue au durcissement des conditions financières mondiales, ainsi que les piètres perspectives d'investissement des entreprises. Les hypothèses techniques selon lesquelles les prix des matières premières resteront inchangés durant les deux prochaines années ont également une incidence sur les perspectives de croissance et d'inflation. Un assouplissement des conditions financières lié à une atténuation des incertitudes et à une diminution des primes de risques, ou une baisse des prix des matières premières à la faveur d'un approvisionnement plus favorable que prévu, comptent parmi les principaux risques de révision à la hausse des projections. Y figurent aussi une amélioration de la confiance des consommateurs, qui verrait une plus forte utilisation que prévu de l'épargne accumulée pour financer les dépenses, ou une réaction plus rapide qu'attendu de l'inflation au resserrement des politiques monétaires. Une résolution précoce de la guerre en Ukraine accroîtrait les probabilités de concrétisation de ces risques de révision à la hausse.

Un scénario indicatif fondé sur le modèle macroéconomique NiGEM met en lumière les effets potentiels de certains de ces facteurs sur la croissance et l'inflation. Ce scénario envisage l'impact d'une baisse de 100 points de base des primes de risque des placements, qui diminue le coût du capital, associée à une chute de 10 % des prix du pétrole qui ramènerait son cours à un niveau plus proche de ce qu'induisent les contrats à terme en 2023-24, et à une réduction de 5 % des prix mondiaux des denrées alimentaires à la faveur d'une offre plus importante et plus stable sur les marchés des céréales que permettrait notamment le bon fonctionnement de l'initiative céréalière de la mer Noire. Tous les chocs sont supposés durer deux ans avant de se dissiper progressivement. Ensemble, ils pourraient se traduire par une croissance de la production mondiale, et de celle de l'OCDE, d'environ 0.5 point de pourcentage de plus par an en moyenne, en 2023 et 2024, par rapport aux estimations de référence (graphique 1.29, partie A), grâce à un meilleur dynamisme de l'investissement. L'inflation pourrait initialement reculer d'environ 0.4 point de pourcentage en 2023 (la première année du choc) sous l'effet d'une baisse des prix du pétrole et des denrées alimentaires, puis rester proche du scénario de référence en 2024 (graphique 1.29, partie B).

Graphique 1.29. Une diminution des incertitudes et une baisse des prix des matières premières renforceraient la croissance et atténueraient l'inflation



Note : Scénario indicatif reposant sur une baisse de 100 points de base des primes de risque des placements à l'échelle mondiale, une chute de 10 % des cours mondiaux du pétrole et une diminution de 5 % des prix mondiaux des denrées alimentaires.

Source : Calculs de l'OCDE fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, National Institute Global Econometric Model).

StatLink  <https://stat.link/gb39yc>

Impératifs pour l'action publique

Compte tenu du ralentissement de la croissance, de la persistance des tensions inflationnistes et de l'ampleur des risques à la baisse, l'action publique se trouve face à des défis difficiles à relever. La poursuite des efforts visant une réduction durable de l'inflation nécessitera de nouveaux resserrements de la politique monétaire dans la plupart des pays. Les modifications de taux d'intérêt devront être soigneusement calibrées, et décidées sur la base des données disponibles, au vu de l'incertitude qui entoure les perspectives et de l'impact des changements de politique ; elles devront aussi tenir compte des retombées potentielles des politiques restrictives mises en œuvre dans d'autres pays. Des mesures budgétaires provisoires sont à juste titre mises en place pour amortir l'impact immédiat de l'augmentation du coût des denrées alimentaires et de l'énergie sur les consommateurs et les entreprises, mais il faudra

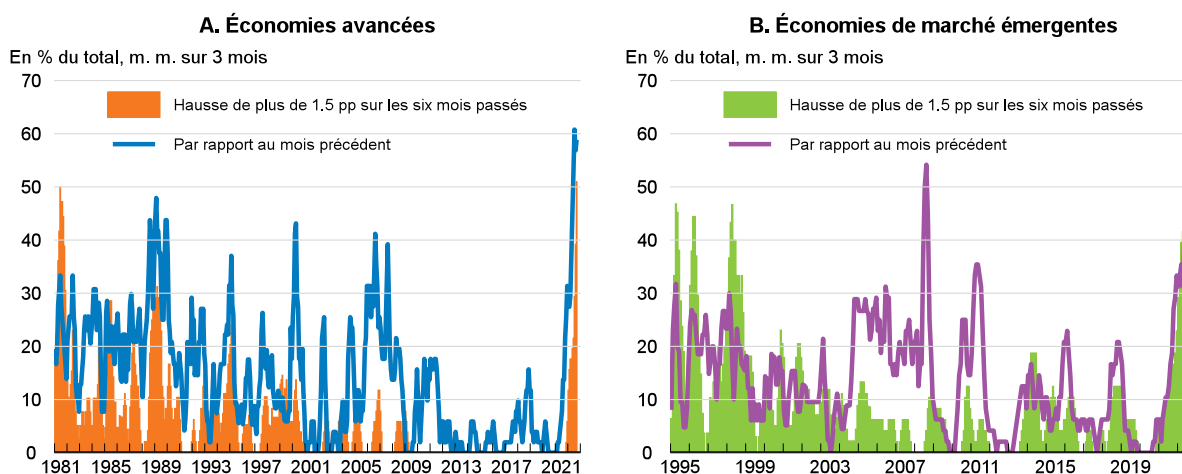
garder à l'esprit la nécessité de faire baisser la consommation d'énergie, de limiter tout effet supplémentaire de relance de la demande en période d'inflation élevée et d'assurer la viabilité de la dette. Les choix politiques des gouvernements devront également garantir que les efforts visant à renforcer la sécurité énergétique n'entraient pas l'accélération de la transition verte.

Une poursuite du resserrement des politiques monétaires est nécessaire dans la plupart des pays

Ces derniers mois, les banques centrales d'un grand nombre d'économies ont continué de resserrer leur politique monétaire face à l'augmentation rapide et à la généralisation des tensions sur les prix. De manière inhabituelle, les taux directeurs ont été rapidement relevés tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes (graphique 1.30). Ils ont connu des hausses de plus de 1.5 point de pourcentage dans plus de la moitié des économies avancées et dans plus de 40 % des économies de marché émergentes au cours des six derniers mois. Pour autant, les taux directeurs à court terme réels demeurent négatifs, ou à peine supérieurs à zéro, dans plusieurs juridictions. La généralisation des tensions sur les prix dans toute l'économie a conduit les autorités à procéder à des relèvements de taux plus importants que ne le laissait supposer leur cadrage prospectif antérieur, pour minimiser les risques de voir la hausse des prix s'ancrer dans les anticipations d'inflation et donner lieu à des tensions sur les coûts dans un contexte de marchés du travail tendus. Retarder l'action aurait accru le risque que des mesures encore plus fortes soient finalement nécessaires pour juguler l'inflation.


Graphique 1.30. Le resserrement des politiques monétaires a été rapide et très synchronisé

Pays relevant leurs taux directeurs



Note : L'échantillon comprend 35 économies avancées et 16 économies de marché émergentes. Tous les Membres de l'OCDE sont inclus dans l'échantillon, à l'exception du Costa Rica. La composition de l'échantillon évolue au fil du temps, en fonction de la disponibilité des données. Les pays de la zone euro sont pris séparément jusqu'en 1999, puis ensemble à partir de cette année-là.

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

StatLink  <https://stat.link/28ef9x>

Un certain nombre de pays connaissent aussi un durcissement des conditions financières en raison de la réduction des bilans des banques centrales, celles-ci décidant de ne pas (ou pas intégralement) réinvestir le produit des obligations arrivant à échéance (resserrement quantitatif passif), ou de vendre des titres (resserrement quantitatif actif). Contrairement aux décisions concernant les taux directeurs, le rythme de la réduction des bilans des banques centrales s'avère très variable d'un pays à l'autre, mais suivant des trajectoires préalablement signalées (encadré 1.3).

- Aux États-Unis, quatre hausses consécutives de 75 points de base des taux directeurs depuis juin ont porté le taux cible des fonds fédéraux à son niveau le plus élevé depuis 2008. Le rythme mensuel de réduction du bilan de la banque centrale s'est également accéléré depuis septembre¹³.
- La BCE a mis fin à ses achats d'actifs nets début juillet et a commencé à augmenter ses taux directeurs ce même mois, le taux des opérations principales de refinancement étant fixé à 2 % à compter du mois de novembre. En juillet, la BCE a également mis en place un nouvel instrument, baptisé « instrument de protection de la transmission » et visant à empêcher une fragmentation financière de la zone euro injustifiée au regard des fondamentaux. L'activation de cet instrument permettra à la BCE d'acheter des obligations souveraines de pays dont les politiques budgétaire et macroéconomique sont jugées saines et durables.
- La Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque de Réserve d'Australie ont toutes les trois procédé à de nouveaux relèvements substantiels de leurs taux directeurs depuis juin 2022. Les deux dernières ont poursuivi leur politique de resserrement quantitatif passif. Après avoir procédé début octobre à des achats d'obligations temporaires et ciblés pour calmer les turbulences sur les marchés financiers, la Banque d'Angleterre a entamé un resserrement quantitatif actif en novembre 2022, en vue de réduire de 80 milliards GBP ses détentions d'obligations d'État d'ici au mois de septembre 2023.
- Toutes les autres économies avancées de l'OCDE ont également relevé leurs taux directeurs depuis le début du mois de juin 2022. Les taux directeurs demeurent très élevés en Hongrie, en Pologne et en République tchèque, où les tensions inflationnistes restent très fortes. En revanche, la Corée et la Norvège, qui ont elles aussi amorcé sans tarder le resserrement de leur politique monétaire, ont relevé leurs taux directeurs de manière plus progressive dans un contexte d'inflation moins marquée. Au-delà des hausses de taux d'intérêt, les banques centrales ont renforcé le resserrement quantitatif passif en Suède et commencé à vendre des obligations d'État en Nouvelle-Zélande.

Confrontées à un degré élevé d'incertitude quant à la trajectoire de l'économie et à la persistance de l'inflation, les banques centrales ont en général adopté une approche davantage fondée sur les données disponibles. Déterminer l'étendue et le calendrier des changements de politique monétaire nécessaires pour ramener l'inflation au niveau cible reste un défi compte tenu de la difficulté à évaluer le taux au-delà duquel la politique devient restrictive, les mesures similaires mises en place dans d'autres pays et le rythme de resserrement adéquat. Il est capital d'assurer une communication claire de l'orientation de la politique monétaire, des facteurs clés sur lesquels repose la prise de décision et du rythme anticipé des réductions de bilan afin de limiter le plus possible les perturbations des marchés financiers.

Pour ramener l'inflation au niveau cible de manière durable, les taux directeurs devront dépasser pendant un certain temps le niveau du taux neutre. Cependant, le taux neutre (taux d'intérêt réel auquel la politique menée n'est ni accommodante, ni restrictive) est un concept qui s'applique au long terme, un taux théorique et difficile à évaluer, et peut varier au fil du temps en raison de l'évolution des facteurs sous-jacents déterminant les décisions d'épargne et d'investissement. Du fait de ces incertitudes, l'estimation du taux neutre pourrait n'apporter qu'une contribution limitée à la prise des décisions de

¹³ Jusqu'à 60 milliards USD pour les titres du Trésor, et 35 milliards USD pour les titres de dette émis par des organismes fédéraux et les titres adossés à des créances hypothécaires.

politique monétaire, et être difficile à expliquer dans le cadre de la communication des banques centrales. Les taux neutres demeurent néanmoins un point de référence important en ce qui concerne le niveau adéquat des taux directeurs à moyen terme.

À court terme, plusieurs trimestres de taux d'intérêt réels positifs et de croissance inférieure à la tendance seront probablement nécessaires pour apaiser durablement les tensions sur les ressources et assurer une désinflation constante, notamment lorsque les tensions sur la demande sont un facteur majeur d'inflation (encadré 1.1). Les anticipations d'inflation des ménages à 2-3 ans se situant actuellement, dans bon nombre de grandes économies avancées, d'au moins 3 % (graphique 1.7), les taux directeurs pourraient devoir être relevés rapidement au-delà de ce niveau lorsqu'ils ne l'ont pas déjà été¹⁴. Le différentiel de taux directeurs nationaux par rapport aux États-Unis commence aussi à entrer en ligne de compte dans certaines économies où la monnaie s'est considérablement dépréciée par rapport au dollar des États-Unis au cours des derniers mois, contribuant aux tensions sur les prix.

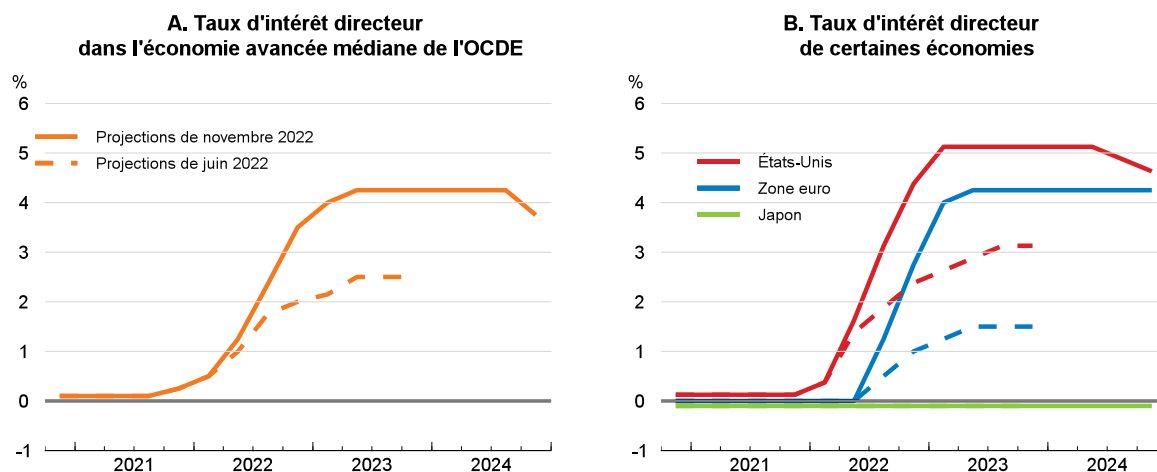
Les taux d'intérêt devraient continuer d'augmenter dans un avenir proche, puis rester stables durant plusieurs trimestres dans la plupart des pays (graphique 1.31). De nouveaux relèvements sont particulièrement probables dans les économies où les anticipations d'inflation à moyen terme semblent rester supérieures à ce qu'elles étaient avant que l'inflation n'ait commencé à s'accélérer et où les taux d'intérêt à long terme réels demeurent proches de zéro (graphique 1.14). Une fois que l'inflation s'atténuera et s'orientera vers les niveaux cibles des banques centrales, les taux directeurs pourraient commencer à baisser, en 2024, dans certaines juridictions.

- Aux États-Unis, où la politique monétaire a déjà connu un resserrement très prononcé, le taux des fonds fédéraux devrait culminer à 5-5 ¼ pour cent à partir du début de 2023. Deux légères baisses des taux devraient avoir lieu en 2024, l'inflation sous-jacente redescendant vers les 2 %. Le resserrement quantitatif devrait continuer à un rythme régulier et les taux d'intérêt à long terme des obligations d'État devraient atteindre en moyenne 5 % environ en 2023-24.
- Dans la zone euro, la politique monétaire devrait être encore nettement resserrée, le taux des opérations principales de refinancement atteignant 4 ¼ pour cent au deuxième trimestre de 2023 et restant ensuite inchangé jusqu'à la fin de 2024. Le produit des obligations figurant au bilan de la BCE et arrivant à échéance devrait être totalement réinvesti au cours de la période considérée, la banque centrale faisant usage de toutes ses marges de souplesse en la matière afin de limiter la fragmentation financière dans la zone euro.
- La politique monétaire de Banque du Japon devrait rester accommodante, aucun relèvement des taux directeurs n'étant attendu avant la fin de 2024. Cependant, comme l'inflation sous-jacente trimestrielle devrait atteindre 2 % d'ici au second semestre de 2024, les projections reposent sur l'hypothèse que le cadre de contrôle de la courbe des rendements commencera à être légèrement assoupli à ce moment-là en laissant la pente de la courbe s'accroître.
- La Banque d'Angleterre devrait porter son taux directeur à 4 ½ pour cent d'ici à la mi-2023, et le maintenir à ce niveau sur le reste de la période considérée, un resserrement quantitatif étant mis en œuvre à compter de novembre 2022. La Banque du Canada devrait relever son taux directeur à 4 ¼ pour cent d'ici à la fin de 2022, un assouplissement progressif étant attendu en 2024 à mesure que l'inflation réintègrera sa fourchette cible.
- D'autres relèvements des taux d'intérêt, parfois de grande ampleur, sont projetés dans le reste des économies avancées de l'OCDE. En Europe centrale, d'importantes baisses de taux sont

¹⁴ Les rendements réels des obligations d'État à long terme ont augmenté de 2 points de pourcentage ou plus dans de nombreux pays cette année, ce qui porte à croire que les récentes hausses de taux directeurs produisent déjà un effet sur les marchés financiers, même si ces rendements restent bas et inférieurs aux niveaux observés avant la crise financière mondiale (graphique 1.14).

attendues une fois que les niveaux très élevés d'inflation s'atténueront. Dans les économies où les taux directeurs devraient culminer à des niveaux bien moins élevés, comme la Suède et la Suisse, aucune modification des taux n'est attendue avant la fin de 2024.

Graphique 1.31. Le resserrement des politiques monétaires devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres



Note : Les lignes pleines renvoient aux projections de l'OCDE de novembre 2022, tandis que les lignes en tiret désignent celles de juin 2022. Dans la partie A, les économies avancées comprennent l'Australie, le Canada, la Corée, le Danemark, les États-Unis, la Hongrie, l'Islande, Israël, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, la Pologne, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la zone euro. Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 111 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/jsfy81>

Encadré 1.3. Projections relatives au rythme du resserrement quantitatif

Certaines banques centrales ont réduit les détentions d'obligations figurant à leur bilan, soit en ne réinvestissant pas (ou pas intégralement), le produit des titres arrivant à échéance (resserrement quantitatif passif), soit en vendant des titres (resserrement quantitatif actif). L'évolution anticipée des bilans au cours des deux prochaines années diffère selon les juridictions, en fonction des décisions de politique monétaire annoncées et de la structure des échéances des obligations détenues, mais les détentions de titres à l'issue du processus seront généralement supérieures aux niveaux observés avant la pandémie (graphique 1.32).

- Aux États-Unis, les plafonds mensuels de réduction du bilan annoncés par la Réserve fédérale (60 milliards USD pour les titres du Trésor et 35 milliards USD pour les titres de dette émis par des organismes fédéraux et les titres adossés à des créances hypothécaires), et mis en œuvre dans le cadre d'un resserrement quantitatif passif caractérisé par un réinvestissement partiel, sont strictement respectés.
- Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre devrait pratiquer à la fois un resserrement quantitatif passif, sans aucun réinvestissement, et un resserrement quantitatif actif, à compter du 1er novembre, conduisant, comme annoncé, à une réduction de 80 milliards GBP de ses détentions d'obligations d'État sur douze mois à partir de septembre 2022. Sur le reste de la période considérée, un resserrement quantitatif passif sous forme de réinvestissement nul est attendu.

- Au Canada comme en Australie, la banque centrale devrait mettre en œuvre un resserrement quantitatif passif sans aucun réinvestissement jusqu'à la fin de 2024. Les projections se fondent sur les informations relatives aux détentions d'obligations arrivant à échéance.
- La Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande devrait procéder à un resserrement quantitatif passif sous forme de réinvestissement nul assorti, comme annoncé, de ventes d'obligations d'État et d'obligations d'État indexées sur l'inflation à hauteur de 5 milliards NZD par exercice budgétaire à compter de juillet 2022.
- En Suède, comme l'a indiqué la Banque de Suède en septembre 2022, il est prévu un resserrement quantitatif passif comprenant un réinvestissement partiel de 18.5 milliards SEK au second semestre de 2022, et les achats d'actifs devraient s'arrêter à la fin de 2022, ce qui implique un resserrement quantitatif passif sans aucun réinvestissement en 2023-24.

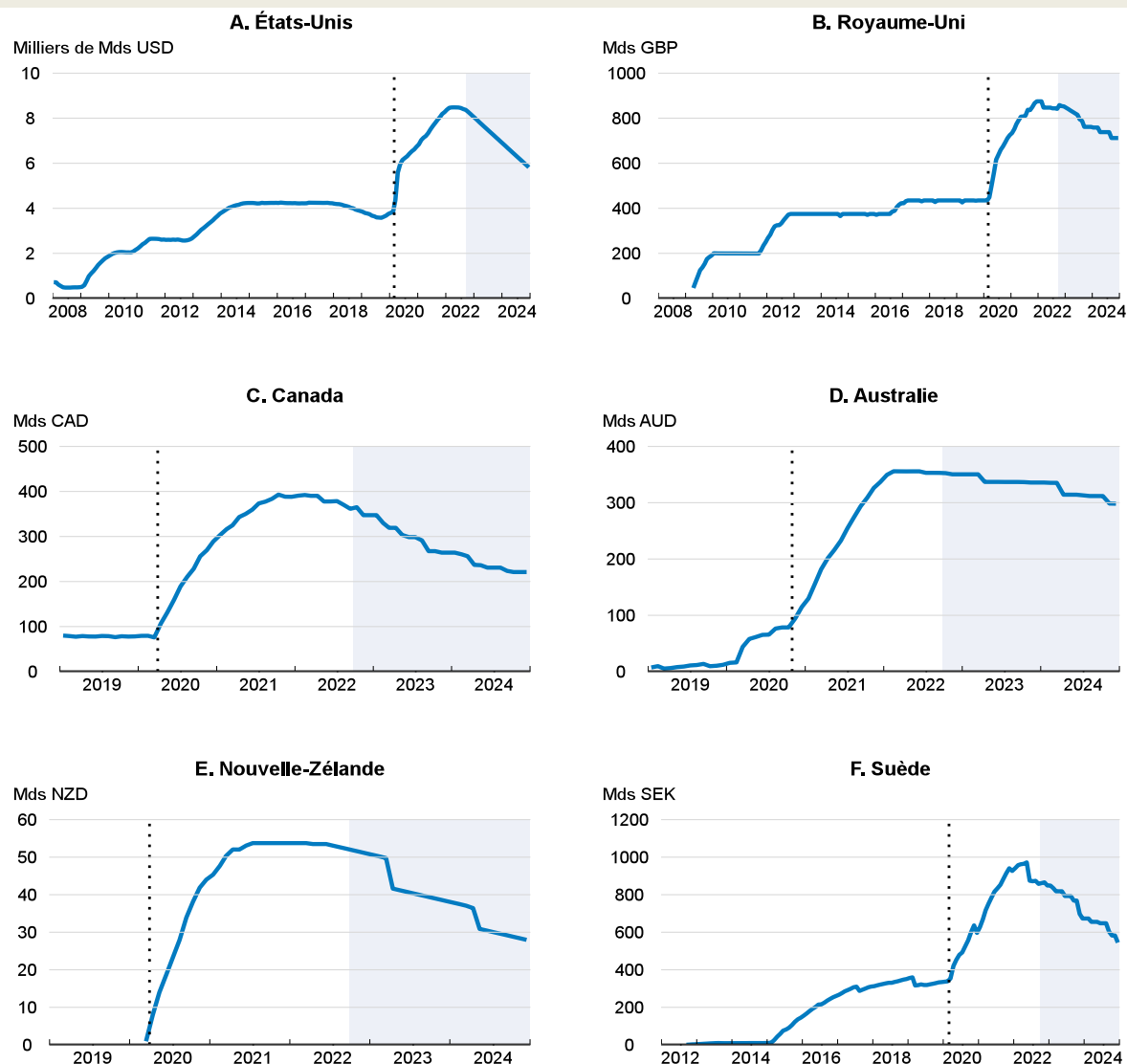
Le Japon et la zone euro n'ont pas encore annoncé une réduction du bilan de leurs banques centrales.

Si l'assouplissement quantitatif a contribué à la baisse des taux d'intérêt à long terme, le resserrement quantitatif devrait entraîner leur augmentation. Il est toutefois difficile d'en évaluer l'impact potentiel, compte tenu des différences caractérisant le contexte dans lequel les politiques sont menées et la variété des canaux au travers desquels elles opèrent. À l'instar de l'assouplissement quantitatif, le resserrement quantitatif passera par divers canaux, dont l'importance absolue et relative dépend des circonstances (Banque d'Angleterre, 2022b). L'évolution des détentions d'actifs pourrait modifier les attentes concernant la trajectoire des taux directeurs futurs (effets de signal). Ainsi, les épisodes d'assouplissement quantitatif ont probablement entraîné une baisse des anticipations relatives aux taux en signalant un engagement en faveur de faibles taux directeurs durant une période prolongée. Des achats ou ventes d'actifs pourraient également affecter différentes composantes de la prime de risque des rendements à long terme, par exemple en modifiant l'échéance moyenne et le risque de durée des portefeuilles privés (effets de rééquilibrage des portefeuilles), en changeant les conditions de liquidité ou en atténuant les tensions sur les marchés.

Les données probantes sont encore moins nombreuses pour le resserrement quantitatif que pour l'assouplissement quantitatif, et (à l'exception des phases de resserrement quantitatif actuelles susmentionnées) se limitent principalement à ce qui a été observé aux États-Unis entre 2017 et 2019. Durant cette période, l'impact moyen du resserrement quantitatif sur le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans a été évalué à 8 points de base environ (Smith et Valcarel, 2020).

L'effet estimé des programmes d'assouplissement quantitatif sur les rendements à long terme pourrait aussi donner un ordre de grandeur de l'impact du resserrement quantitatif. L'expérience montre que des achats d'obligations à hauteur de 1 % du PIB entraînent une baisse d'environ 5 à 10 points de base en moyenne des rendements à long terme (Gagnon, 2016 ; Finlay et al., 2021 ; Banque d'Angleterre, 2022b ; Crawley et al., 2022), l'impact tendant à être plus prononcé durant les périodes de tension sur les marchés. En appliquant cette règle simple aux montants anticipés de resserrement quantitatif présentés dans le graphique 1.32 (depuis le début de la réduction des détentions d'obligations dans chaque pays et jusqu'à la fin de 2024), l'impact sur les taux d'intérêt à long terme pourrait aller de 15-30 points de base en Australie à ½-1 point de pourcentage aux États-Unis.

Graphique 1.32. Projections relatives à la réduction des bilans des banques centrales



Note : Les graphiques représentent : pour les États-Unis, la somme des titres (à la valeur nominale) détenus directement sur le compte des opérations de marché du Système fédéral de Réserve (SOMA), comprenant des titres du Trésor, des titres de dette émis par des organismes fédéraux et des titres adossés à des créances hypothécaires ; pour le Royaume-Uni, le total des produits d'achat de fonds d'État par la Facilité d'achats d'actifs ; pour le Canada, les détentions de titres d'État du Canada (à la valeur nominale) hors opérations de pension ; pour l'Australie, la somme (à la valeur nominale) des titres d'État australiens et des détentions de titres semi-publics ; pour la Nouvelle-Zélande, la somme (à la valeur nominale) des détentions d'obligations d'État (NZGB) et de titres de l'agence de financement des administrations locales (LGFA) dans le cadre du Programme d'achats d'actifs à grande échelle ; pour la Suède, la somme (montant nominal) des titres d'État, obligations sécurisées, obligations municipales, obligations d'entreprises et billet de trésorerie. D'autres aspects des bilans des banques centrales ne sont pas inclus. Les lignes verticales en pointillés indiquent à quel moment les banques centrales ont lancé leurs programmes d'assouplissement quantitatif en réponse au choc du COVID-19. La Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis avaient déjà connu des épisodes d'assouplissement quantitatif auparavant. Concernant le Royaume-Uni, l'hypothèse est que le resserrement quantitatif porte sur des obligations dont l'échéance dépasse 2024. Pour l'Australie, les projections partent du principe que les produits des obligations arrivant à échéance achetées avant le début du programme d'assouplissement quantitatif en novembre 2020 (« *Bond Purchase Programme* ») ne sont pas réinvestis. S'agissant de la Nouvelle-Zélande, l'hypothèse est que la vente de 5 milliards NZD d'obligations par exercice budgétaire se déroule à un rythme mensuel constant, et porte sur des titres arrivant à échéance après 2024. En ce qui concerne la Suède, il est attendu que les obligations achetées au second semestre de 2022 ont une échéance postérieure à 2024.

Source : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve ; Office for National Statistics ; Banque du Canada ; Banque de Réserve d'Australie ; Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande ; Banque de Suède ; et calculs de l'OCDE.

Les effets du resserrement quantitatif et de l'assouplissement quantitatif sur les taux d'intérêt à long terme pourraient toutefois se révéler asymétriques. Dans un contexte associant des taux directeurs bien supérieurs à zéro et une réduction progressive et prévisible des bilans des banques centrales, les effets de signal du resserrement quantitatif pourraient être (beaucoup) moins marqués que ceux de l'assouplissement quantitatif, lequel a été mis en œuvre dans une période où les taux directeurs étaient proches de leur limite inférieure effective (Bullard, 2019 ; Lane, 2022). D'un autre côté, les effets du resserrement quantitatif sur la liquidité pourraient être plus prononcés, et conduire à une augmentation sensible des primes de liquidité. Ainsi, les asymétries potentielles entre l'impact de l'assouplissement quantitatif et celui du resserrement quantitatif sur les créances sur la liquidité des banques pourraient accroître la sensibilité de celles-ci aux chocs sur la liquidité en période de resserrement quantitatif (Acharya et al., 2022).

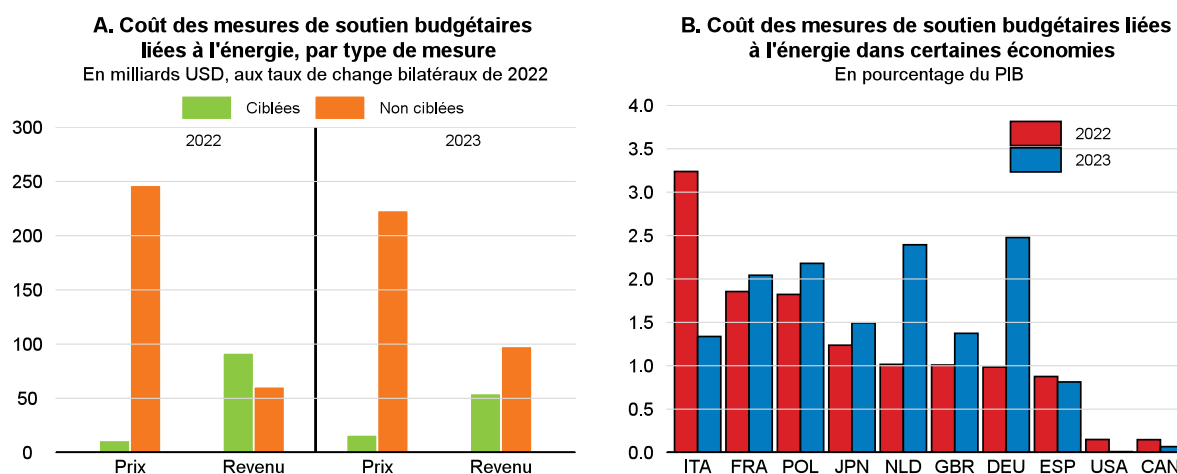
Des mesures de soutien budgétaires ciblées s'imposent

Dans un grand nombre d'économies avancées, les mesures de soutien budgétaires destinées à protéger les ménages et les entreprises de l'impact des prix élevés de l'énergie ont été renforcées au second semestre de 2022. Nombre de gouvernements, en particulier en Europe, où la hausse des prix de l'énergie a été la plus forte, ont annoncé de nouveaux trains de mesures ou renforcé ceux qui étaient déjà en place, pour un coût budgétaire avoisinant ou dépassant 2 % du PIB dans certaines grandes économies (graphique 1.33). Dans la zone euro, l'orientation budgétaire globale est toutefois devenue un peu moins expansionniste au cours de l'année 2022, pour laquelle l'augmentation du solde primaire sous-jacent est estimée à environ 0.4 point de PIB potentiel (graphique 1.34). Cette amélioration tient à l'effet de compensation du retrait des mesures de soutien liées à la pandémie et des rentrées fiscales plus élevées que prévu en raison de la hausse de l'inflation. En revanche, aux États-Unis, au Canada et en Australie, où les mesures de soutien liées à l'énergie ont été beaucoup plus modestes, l'assainissement budgétaire semble avoir été nettement plus important cette année.

Les projections budgétaires pour 2023-24 reposent sur les mesures annoncées par les gouvernements et sur les évaluations par l'OCDE des projets actuels (annexe 1.A). Dans la mesure où les prix de l'énergie devraient rester élevés, les projections reposent sur l'hypothèse que les aides énergétiques devraient être maintenues dans de nombreux pays en 2023, et dans certains cas en 2024. Toutefois, dans la plupart des cas, on suppose que ces dispositifs évolueront, et que certains seront supprimés progressivement ou que leur portée sera réduite. Dans l'économie médiane de l'OCDE, l'assainissement budgétaire devrait être modéré en 2023 comme en 2024, sachant que le solde primaire sous-jacent devrait s'améliorer de 0.4 point de PIB potentiel en 2023 et de 0.6 point en 2024 (graphique 1.34). Par rapport aux anticipations à la mi-2022 (OCDE, 2022c), le rythme de l'assainissement budgétaire dans les économies de l'OCDE en 2023 devrait globalement se modérer et varier davantage selon les pays :

- Aux États-Unis, le solde primaire sous-jacent devrait augmenter de plus de 2 points de PIB potentiel au cours de la période 2023-24. Cette amélioration découlera pour l'essentiel de la disparition complète des dépenses liées à la pandémie et de la suppression des aides liées à l'énergie accordées au niveau des États.

Graphique 1.33. Les mesures prévues de soutien aux consommateurs d'énergie sont coûteuses et en grande partie non ciblées



Note : Le graphique a été établi à partir des données recueillies jusqu'au 17 novembre 2022. Les mesures de soutien sont calculées en termes bruts, c'est-à-dire sans tenir compte de l'effet des mesures liées à l'énergie adoptées en parallèle pour accroître les recettes, telles que la taxation des bénéfices exceptionnels enregistrés par les entreprises énergétiques. Les projets annoncés par le gouvernement mais pas encore votés par le parlement ont été pris en compte s'il paraît clair qu'ils seront mis en œuvre sous une forme proche de celle qui a été annoncée. Les prêts, garanties et transferts en capital ne faisant pas immédiatement varier le solde financier des administrations publiques n'ont pas été pris en compte. Si une mesure donnée s'étale sur plus d'un an, on suppose que son coût budgétaire total est réparti uniformément entre les mois de la période considérée. On suppose que les mesures non assorties de date d'expiration resteront en place au moins jusqu'en décembre 2023, à moins que l'hypothèse d'un retrait plus précoce de ces mesures ne soit retenue pour ce pays dans les projections macroéconomiques de la présente édition des *Perspectives économiques*. Dans la partie A du graphique, l'échantillon comprend 40 économies, dont 34 économies membres de l'OCDE (l'ensemble des membres à l'exception de l'Islande, de la Lituanie, de la Suisse et de la Turquie) et 6 économies non-membres (l'Afrique du Sud, le Brésil, la Bulgarie, la Croatie, l'Inde et la Roumanie). Les mesures classées parmi les aides au revenu consistent en des transferts forfaitaires destinés à aider les consommateurs d'énergie à absorber les hausses du coût de l'énergie. Les mesures de soutien liées aux prix englobent les mesures de nature à réduire le prix de l'énergie après impôt. Les mesures de soutien dites ciblées sont celles qui bénéficient à des catégories spécifiques comme les entreprises ou les ménages vulnérables. Les mesures de soutien non ciblées sont destinées à tous les consommateurs sans condition d'éligibilité. En ce qui concerne l'Allemagne, le Canada, l'Espagne, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas et la Pologne, on suppose que certaines des mesures actuellement en place seront maintenues en 2023, même si leur prolongation n'a pas encore été annoncée.

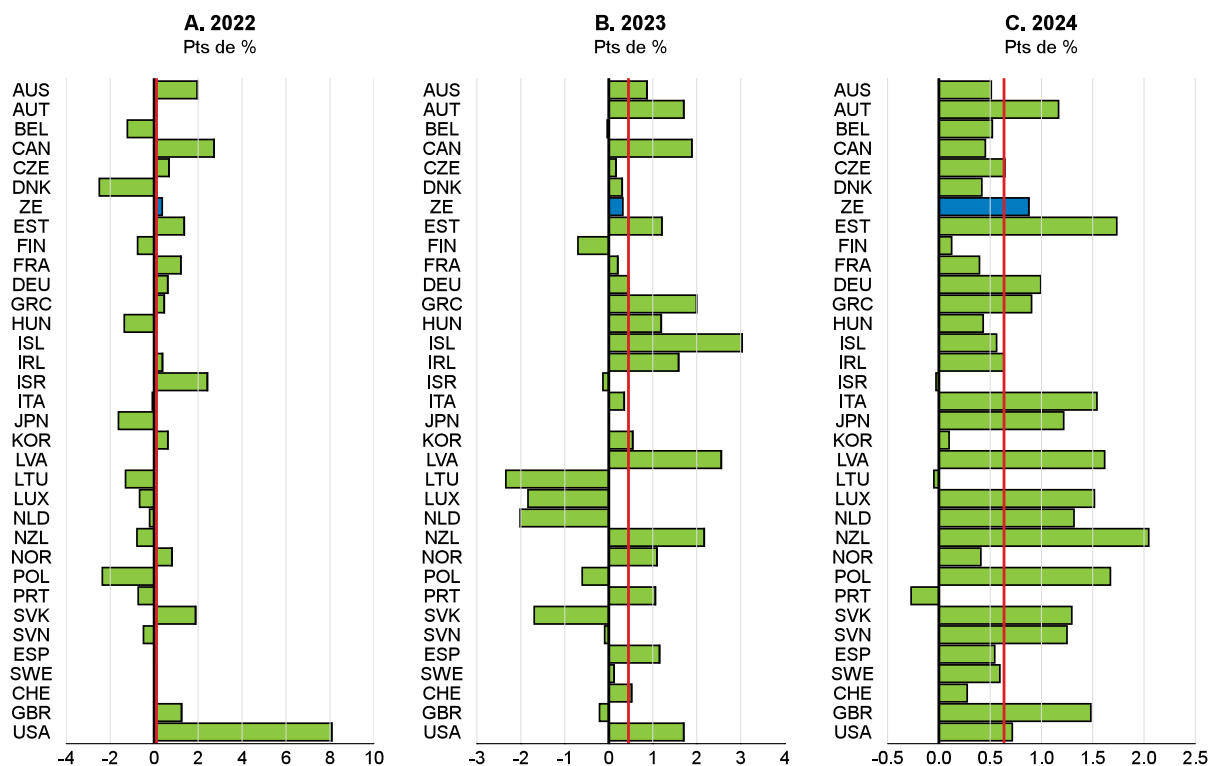
Source : Calculs de l'OCDE fondés sur l'outil de suivi des mesures d'aide énergétique élaboré par l'OCDE et sur la base de données des *Perspectives économiques* de l'OCDE, n° 112.

StatLink  <https://stat.link/ywm54e>

- Dans la zone euro, l'orientation de la politique budgétaire devrait rester légèrement restrictive. En 2023, les économies budgétaires réalisées à la suite du démantèlement complet des mesures de soutien liées à la pandémie, qui étaient encore en vigueur dans plusieurs pays au début de 2022, devraient, dans l'ensemble, contrebalancer largement le renforcement des mesures visant à compenser la hausse des coûts énergétiques. Dans certains pays, une impulsion budgétaire importante devrait en outre découler de l'augmentation des dépenses de défense et de l'accélération, après un démarrage quelque peu tardif, de la mise en œuvre des plans « Next Generation EU ». En 2024, la suppression progressive des aides liées à l'énergie constituera le principal facteur de l'assainissement budgétaire modéré attendu.

Graphique 1.34. L'assainissement des finances publiques devrait être modéré et varier selon les pays

Variation du solde primaire sous-jacent, en points de pourcentage du PIB potentiel



Note : Les lignes verticales indiquent les médianes des économies de l'OCDE pour lesquelles on dispose de données.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/0w1bzq>

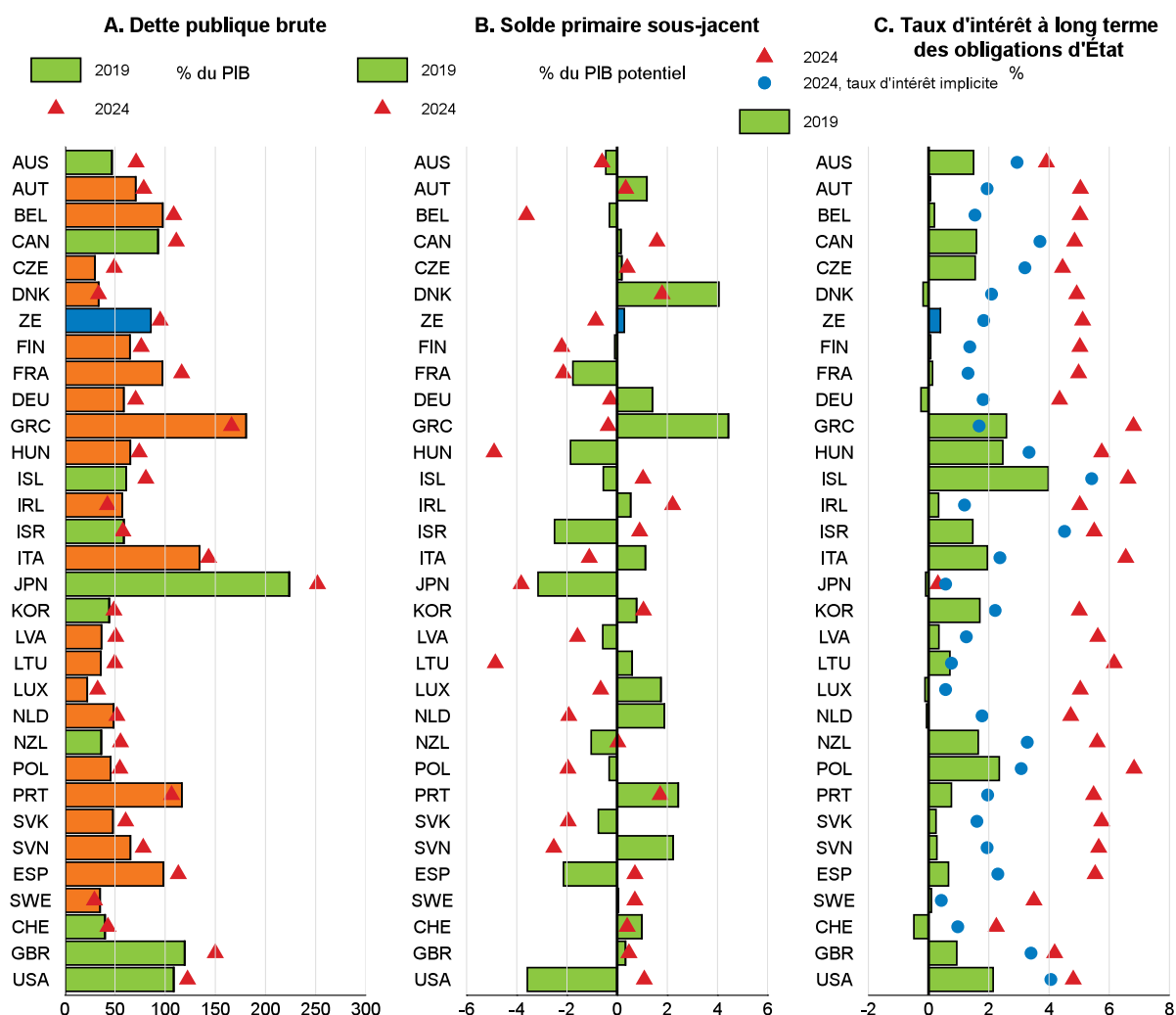
- Au Japon, les projections budgétaires tiennent compte des mesures temporaires annoncées fin septembre qui visent à soutenir les ménages et les entreprises vulnérables, ainsi que du nouveau train de mesures économiques annoncé fin octobre destiné à soutenir la croissance à long terme. L'orientation de la politique budgétaire devrait être neutre en 2023, lorsque les nouvelles mesures de soutien et l'expiration des mesures de relance liées au COVID-19 se neutraliseront à peu près. Un assainissement budgétaire de plus de 1 point de PIB potentiel est attendu en 2024, sur fond de réduction progressive des mesures destinées à modérer les prix de l'énergie et des produits alimentaires.
- Dans la plupart des autres économies avancées, dont l'Australie, le Canada, la Corée et le Royaume-Uni, le solde primaire sous-jacent devrait s'améliorer au cours la période 2023-24. Parmi les pays de taille modeste, la Lettonie et la Nouvelle-Zélande se distinguent par une orientation budgétaire très restrictive, utilisée pour juguler une inflation très élevée dans le premier et pour atteindre un objectif de léger excédent d'ici à 2025 dans le second. En revanche, après un fort assainissement en 2021-22, aucun resserrement de la politique budgétaire n'est prévu en Israël au cours de la période 2023-24.

Les aides énergétiques doivent être bien ciblées, ne pas remettre en cause les incitations à réduire la consommation d'énergie, et ne pas durer au-delà de la période de tensions exceptionnelles sur les prix. Il est compréhensible que le plafonnement des prix et la réduction des taxes sur l'énergie, qui sont des mesures plus simples et plus rapides à mettre en œuvre, constituent dans bien des cas la première ligne de défense, mais celles-ci ont un coût budgétaire considérable et présentent un certain nombre d'autres inconvénients, en particulier si les prix de l'énergie restent élevés pendant une période prolongée, ce qui est probable. Les mesures de soutien liées aux prix doivent être élaborées avec soin de manière à ne pas affaiblir les incitations à réduire la consommation d'énergie et à ne pas entraver la réallocation des ressources en maintenant en vie des activités à forte intensité énergétique qui ne sont pas viables à moyen terme. Définir un seuil de consommation au-delà duquel s'appliquent les prix du marché pourrait permettre de préserver les incitations à économiser l'énergie, à condition que ce seuil ne soit pas trop élevé (en règle générale, il devrait être inférieur à la consommation moyenne, par exemple). Par ailleurs, bien que les mesures de soutien liées aux prix contribuent à atténuer les tensions inflationnistes à court terme, elles risquent de les raviver à plus long terme si elles viennent à être supprimées progressivement et que les prix du marché restent élevés. Il convient en outre de veiller à ce que les mesures de soutien non ciblées destinées à préserver les niveaux de vie n'exercent pas, sur fond d'inflation élevée, un effet de relance durable, qui nécessiterait un resserrement monétaire pendant une période prolongée.

Il est important de cibler efficacement les mesures de soutien destinées aux ménages comme aux entreprises. Même dans les pays dotés d'un système de prestations sociales bien développé, la protection des ménages vulnérables face à la persistance du niveau élevé des prix de l'énergie nécessite d'aller au-delà des critères de ressources et de recourir, si la disponibilité et l'actualité des données le permettent, à d'autres critères de ciblage, tels que le lieu d'habitation, la qualité du logement, la composition du ménage et l'accès aux transports publics (OCDE, 2022e). Les mesures de soutien apportées aux entreprises devraient être axées sur celles qui étaient solvables avant le choc énergétique, et être circonscrites dans le temps afin d'inciter davantage les entreprises à s'adapter à la situation probable du renchérissement persistant de l'énergie. Les critères habituels de transparence, de proportionnalité et de non-discrimination dans l'octroi des aides publiques doivent également être pris en compte (OCDE, 2020).


Il est devenu plus difficile d'assurer la viabilité des finances publiques en raison des effets multiples de la pandémie, de la guerre et du choc des prix de l'énergie. Même si l'inflation accélérera la croissance du PIB nominal, on s'attend de manière générale à ce que les ratios dette/PIB en 2023 et 2024 soient sensiblement plus élevés qu'en 2019 et à ce qu'ils restent orientés à la hausse dans certains cas (graphique 1.35). Dans la plupart des économies de l'OCDE, et en particulier en Europe, on estime qu'en 2024, l'orientation des politiques budgétaires, mesurée par les soldes primaires sous-jacents, sera plus expansionniste qu'avant la pandémie, et souvent dans une large mesure. Cette détérioration tient surtout à la prévalence de mesures de soutien liées aux prix de l'énergie qui sont non ciblées et coûteuses, comme le plafonnement des prix ou la baisse des taux des impôts indirects. Et les perspectives d'évolution du coût du service de la dette se sont considérablement dégradées, sachant que les taux d'intérêt à long terme devraient globalement se hisser bien au-dessus des taux d'intérêt implicites de la dette publique (les intérêts payés en pourcentage de l'encours nominal de la dette) et exercer des tensions à la hausse sur ces derniers. Dans l'économie avancée médiane de l'OCDE, le taux d'intérêt implicite de la dette publique en 2024 devrait encore demeurer globalement inchangé par rapport au niveau observé en 2019 (s'élevant à 1.9 %), mais les rendements à 10 ans devraient être multipliés par sept (en passant de 0.7 % à 5.0 %), ce qui laisse entrevoir une hausse du coût du financement de la dette dans l'avenir.

Graphique 1.35. La dette publique a augmenté et le coût des nouveaux emprunts est en hausse



Note : Les barres orange correspondent aux pays de l'Union européenne pour lesquels on a utilisé la dette au sens de Maastricht. Le taux d'intérêt implicite est établi en divisant les paiements d'intérêts des administrations publiques par les engagements financiers bruts de celles-ci à la fin de l'année précédente.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/4gy6l8>

Pour assainir durablement les finances publiques tout en répondant à de nouveaux besoins budgétaires, tels que l'augmentation des investissements dans la défense et la neutralité carbone, il faudra soit alourdir encore la charge fiscale, soit redéfinir les priorités en matière de dépenses publiques et rendre celles-ci plus efficaces. Pour des raisons tenant à la fois de la redéfinition des priorités et de l'amélioration de l'efficacité, il sera utile de mettre en place des cadres budgétaires à moyen terme crédibles, dans lesquels une règle de dépenses de large portée jouerait un rôle clé. De tels cadres budgétaires contribueraient en outre à fournir des orientations claires sur la trajectoire à moyen terme des finances publiques et à apaiser les inquiétudes quant à la viabilité de la dette (Rawdanowicz et al., 2021).

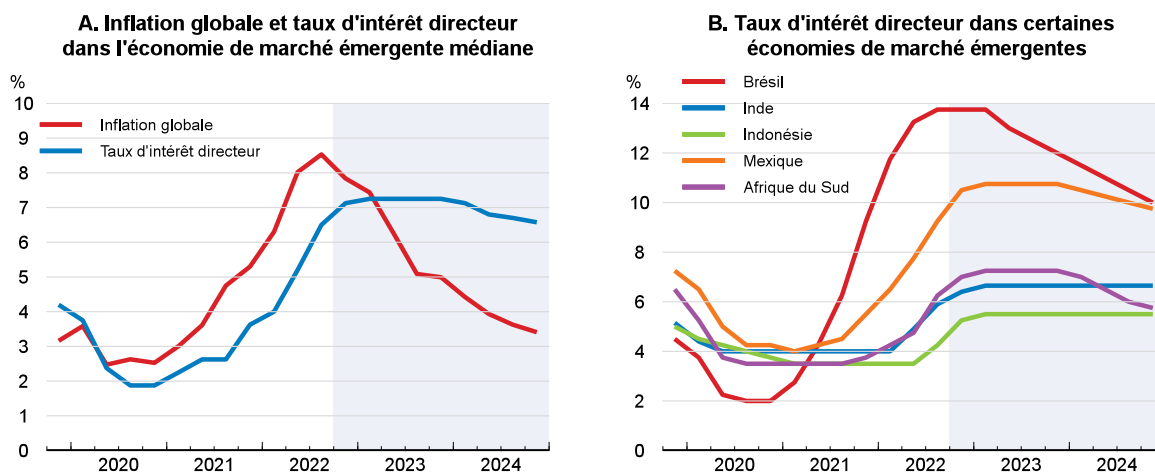
Par ailleurs, un enregistrement transparent et non fragmenté des dépenses et des recettes publiques améliore grandement les cadres budgétaires en termes de fonctionnement et de responsabilité démocratique. Certains gouvernements ont récemment eu recours à des dispositifs extrabudgétaires pour financer des hausses de dépenses dans des domaines comme la défense ou les aides liées à l'énergie. Lorsque de telles dépenses sont effectuées par des entités considérées dans les statistiques comme faisant partie des administrations publiques, elles constituent une composante des soldes budgétaires dans les comptes nationaux (mais pas forcément dans les comptes publics). Si ces entités ne font pas partie des administrations publiques, leurs dépenses pèsent tout de même sur le déficit ou la dette des administrations publiques si celles-ci doivent en fin de compte leur apporter un soutien financier, dans le cadre, par exemple, d'appels en garantie de prêts garantis par l'État. Dans les deux cas, les dispositifs extrabudgétaires nuisent à la transparence et il y a lieu, en règle générale, de réduire le recours à ce type de dispositifs.

Les tensions inflationnistes et la situation budgétaire tendue limitent les marges de soutien de l'activité dans les économies de marché émergentes

Le durcissement des conditions financières dans le monde, la persistance des tensions inflationnistes et la hausse des niveaux d'endettement limitent les marges de manœuvre dont disposent les pouvoirs publics pour soutenir l'activité dans les économies de marché émergentes, en particulier celles dont la dette libellée en devises est élevée ou dont les déficits budgétaires sont considérablement supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie. Face à l'envolée de l'inflation globale, les banques centrales des principales économies de marché émergentes ont poursuivi le resserrement de leur politique monétaire au second semestre de 2022. En 2023, les taux d'intérêt directeurs devraient, dans l'ensemble, dépasser le taux d'inflation globale (graphique 1.36, partie A), qui devrait se maintenir au-dessus de la fourchette retenue comme objectif par les banques centrales. En 2024, les banques centrales disposeront probablement d'une plus grande latitude pour abaisser les taux directeurs, en particulier dans les économies où les effets désinflationnistes du resserrement monétaire devraient devenir de plus en plus manifestes (graphique 1.36, partie B). Les écarts de taux directeur par rapport aux États-Unis pourraient toutefois continuer à peser sur les décisions des banques centrales des économies de marché émergentes, limitant le rythme de l'assouplissement de leur politique monétaire.


Un durcissement de l'orientation des politiques monétaires s'impose pour empêcher un désancrage des anticipations d'inflation, sur fond de renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires. Dans bien ces cas, la désinflation a été compliquée par une dépréciation de la monnaie, ce qui a incité les autorités monétaires à relever encore les taux directeurs et, dans certains cas, à intervenir sur le marché des changes pour soutenir la valeur de la monnaie. Les banques centrales devraient continuer d'agir avec prudence, en particulier dans les pays où une dépréciation importante de la monnaie, induite par des sorties de capitaux, pourrait nuire aux emprunteurs nationaux qui détiennent des titres de créance libellés en devises et non couverts (Mimir et Sunel, 2019), et devraient éviter d'abaisser les taux directeurs avant que l'inflation ne converge durablement vers l'objectif retenu.

Graphique 1.36. Les taux d'intérêt directeurs dans les économies de marché émergentes devraient rester élevés à court terme pour contribuer à réduire l'inflation



Note : Dans la partie A du graphique, l'échantillon comprend les pays suivants : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Costa Rica, Inde, Indonésie, Mexique, Pérou et Roumanie.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; et calculs de l'OCDE.

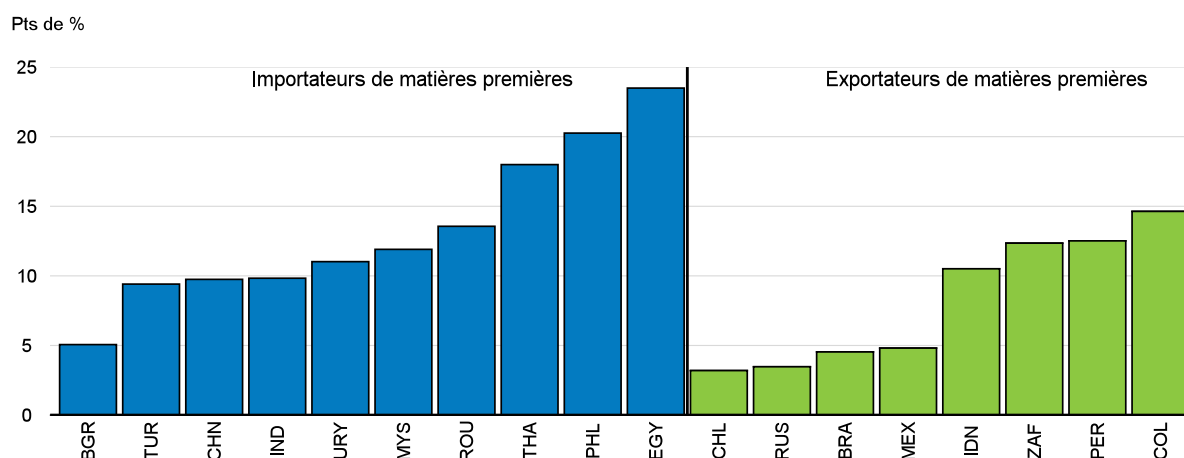
StatLink  <https://stat.link/fa4s6x>

Les taux directeurs ne devraient pas évoluer de la même manière dans toutes les principales économies de marché émergentes. Dans la région de l'Amérique latine, les taux directeurs devraient diminuer progressivement au cours de la période 2023-24 au Brésil, où le resserrement précoce de la politique monétaire devrait freiner considérablement l'inflation. Au Mexique, les taux directeurs ne devraient en revanche pas être abaissés avant 2024. Après avoir opéré une série de réductions de taux d'intérêt et du coefficient de réserves obligatoires, il n'est pas attendu que la Chine modifie ses taux directeurs en 2023-24, mais il se pourrait qu'elle adopte de nouvelles mesures de stabilisation de sa monnaie. Les tensions inflationnistes restent en outre relativement faibles en Inde et en Indonésie, permettant un relèvement modéré des taux directeurs dans ces économies jusqu'au début de l'année prochaine, avant une stabilisation. En Afrique du Sud, les autorités devraient relever les taux directeurs jusqu'au début de 2023 et commencer à les abaisser en 2024, à mesure que l'inflation converge vers le centre de la fourchette retenue comme objectif par la banque centrale.

La reprise économique consécutive à la pandémie et les taux d'inflation élevés ont accru les recettes budgétaires dans de nombreuses économies de marché émergentes. Toujours est-il que leur dette publique est généralement supérieure au niveau observé avant la pandémie, même si l'on constate des hausses plus faibles chez la plupart des exportateurs de matières premières, qui ont le plus souvent bénéficié d'une amélioration des termes de l'échange, d'une meilleure situation budgétaire et d'une croissance plus vigoureuse (graphique 1.37). La disparition des mesures de soutien liées à la pandémie réduit les tensions sur les dépenses dans nombre de pays, mais les nouvelles dépenses engagées pour protéger les citoyens vulnérables des prix élevés de l'énergie et parer aux risques en matière de sécurité alimentaire ont restreint l'assainissement budgétaire. La viabilité des finances publiques demeure essentielle pour préserver la confiance des investisseurs et limiter l'augmentation des primes de risque souverain.


Graphique 1.37. L'augmentation de la dette publique a été moins importante dans les économies de marché émergentes exportatrices de matières premières

Évolution du ratio de la dette brute des administrations publiques au PIB entre le T4 2019 et le T4 2021



Note : Dette brute des administrations publiques, hors dette intergouvernementale.

Source : FMI, base de données sur les investisseurs en dette souveraine des marchés émergents (*Sovereign Debt Investor Base for Emerging Markets*).

StatLink  <https://stat.link/yqiz7w>

Des cadres budgétaires crédibles sont nécessaires pour clarifier la trajectoire à moyen terme devant assurer la viabilité de la dette publique. Ainsi, le respect des objectifs de dette publique en Colombie et au Chili permettra de garantir que les mesures actuelles destinées à protéger les consommateurs du niveau élevé des prix des produits alimentaires et de l'énergie restent temporaires et ne compromettent pas la viabilité des finances publiques (OCDE, 2022f ; OCDE 2022g). En Indonésie, la réduction des subventions énergétiques importantes et la fin du financement monétaire du déficit aideraient à réinstaurer le plafonnement du déficit comme point d'ancrage budgétaire. Au Brésil, où le plafonnement du prix de l'essence et l'augmentation des transferts sociaux ont creusé les déficits budgétaires, une amélioration du cadre budgétaire, notamment par une limitation de la hausse des dépenses obligatoires, permettrait de faire face aux tensions budgétaires liées, entre autres, au vieillissement de la population, et contribuerait à restaurer la crédibilité des finances publiques. La réduction progressive de la voilure des subventions énergétiques et l'arrivée à expiration des mesures de soutien liées au COVID-19 réduiront les tensions sur les dépenses en Argentine, mais pour renforcer la confiance des investisseurs, il faudra exécuter les plans visant à mettre progressivement fin à la monétisation du déficit budgétaire. En Türkiye, il est probable que les mesures de soutien non ciblées liées aux prix qui sont accordées aux consommateurs d'énergie seront maintenues à court terme et, par conséquent, pèseront sur les finances publiques. L'accumulation d'éléments de passif éventuel libellés en devises pourrait aussi menacer davantage la viabilité des finances publiques à moyen terme. En Afrique du Sud, les recettes exceptionnelles générées par le niveau élevé des prix des matières premières ont permis de financer la baisse des taxes sur les carburants et la prolongation des programmes sociaux, mais la maîtrise de la masse salariale du secteur public s'avère indispensable pour assainir les finances publiques.

Il convient de redoubler d'efforts en matière de politiques structurelles

La pandémie, la guerre, la fragmentation grandissante de l'économie mondiale et la multiplication d'événements météorologiques extrêmes liés au changement climatique laissent à penser que des chocs d'offre négatifs interdépendants pourraient devenir plus fréquents à l'avenir. Toutes choses égales par ailleurs, cela se traduirait par une croissance potentielle plus faible et une accentuation des tensions à la hausse sur les prix et risquerait de compromettre davantage la résilience des économies tout en mettant encore plus à mal la cohésion sociale.

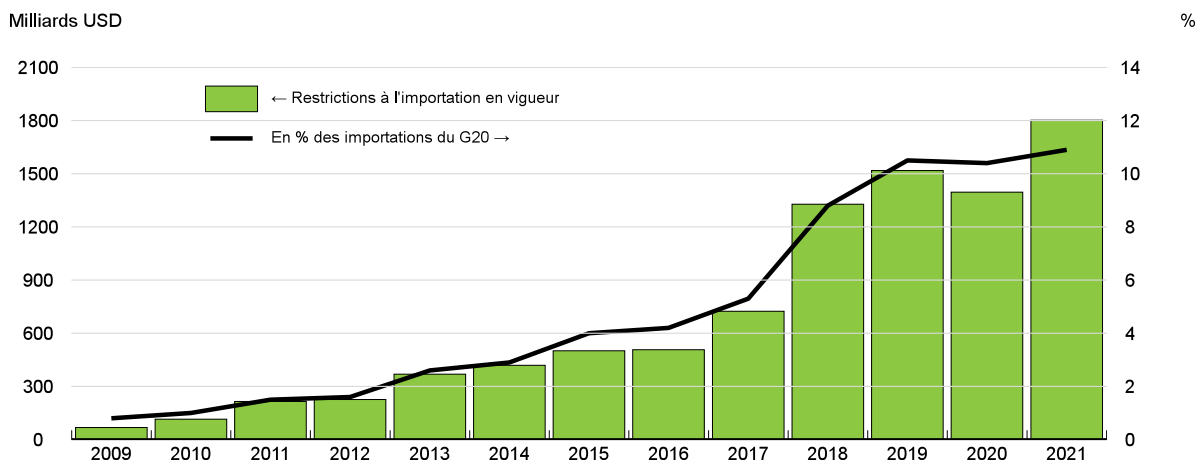
Dans ce contexte, il est plus que jamais important de mettre en œuvre des réformes structurelles efficaces et bien ciblées. Un certain nombre de grandes priorités de réforme s'imposent, même si l'un des principaux enjeux pour chaque pays est d'adapter les mesures et d'établir leur ordre de succession en fonction de sa situation économique actuelle. Pour favoriser une croissance résiliente, il faut des marchés concurrentiels et transparents, des cadres de gouvernance et des environnements institutionnels sains, ainsi que des stratégies efficaces de gestion des risques propices à une reprise économique rapide et durable. Le renforcement de la concurrence sur les marchés et la suppression des obstacles au redéploiement des ressources contribuent à créer des conditions propices à un redressement de l'économie après un ralentissement de l'activité et permettent de mieux tirer parti des nouvelles possibilités mises au jour par une crise (OCDE, 2021). À cette fin, les pouvoirs publics doivent éliminer les obstacles qui empêchent les entreprises de devenir plus dynamiques, plus écologiques et plus innovantes, et adapter les politiques relatives aux compétences et à la concurrence à l'ère numérique. La nécessité d'investir davantage dans les compétences a été mise en évidence par la crise liée à la pandémie, qui a entraîné la fermeture totale (nationale) ou partielle des établissements scolaires pendant près de 40 semaines en moyenne dans la zone OCDE, cette période ayant été près de deux fois plus longue dans les pays les plus touchés.

La pandémie et la guerre ont mis en lumière la nécessité d'un renforcement de la coopération internationale. Parmi les domaines appelant une action résolue des pouvoirs publics, tant au niveau national qu'à l'échelle mondiale, figurent la santé (notamment la fabrication et la distribution de vaccins et d'équipements de soins), le changement climatique et le commerce international. Maintenir l'ouverture des frontières internationales sur le plan commercial, lever les obstacles à un renforcement des migrations économiques internationales et favoriser l'intégration des immigrants (réfugiés y compris) sur le marché du travail sont autant de mesures qui contribueraient dans tous les pays à atténuer les tensions inflationnistes à court terme liées à l'offre, ainsi qu'à renforcer les perspectives de croissance future. Les pays de l'OCDE ont accueilli 4.8 millions de nouveaux immigrants permanents en 2021, ce qui représente une hausse de 22 % par rapport à 2020, mais plus d'un demi-million de moins qu'en 2019 (OCDE, 2022a).

Le bilan des mesures touchant le commerce international prises par les économies du G20 s'est quelque peu amélioré, les mesures de facilitation des échanges ayant été plus nombreuses que les mesures de restriction des échanges au cours de la dernière période considérée (mi-octobre 2021 à mi-mai 2022 ; OCDE/OMC/CNUCED, 2022). Cependant, le total cumulé des restrictions à l'importation qui sont en vigueur dans les membres du G20 ne cesse d'augmenter depuis 2009, à la fois en valeur et en pourcentage des importations mondiales. À la mi-mai 2022, 10.9 % des importations des économies du G20 étaient touchées par des restrictions à l'importation mises en œuvre par ces économies depuis 2009 et toujours en vigueur (graphique 1.38). De plus grandes avancées sur le plan des accords commerciaux internationaux, notamment des initiatives visant à abaisser les droits de douane dans l'agriculture, pourraient faciliter l'accès aux produits alimentaires à des prix raisonnables. Les efforts actuellement déployés pour soutenir les capacités portuaires et réduire les goulets d'étranglement logistiques sont bienvenus et devraient se poursuivre.

Graphique 1.38. Le stock de mesures de restriction des échanges a continué d'augmenter

Valeur cumulée des échanges visés par les mesures restrictives à l'importation de marchandises qui sont en vigueur dans les pays du G20 depuis 2009



Note : L'estimation de la valeur cumulée des échanges visés est fondée sur les informations disponibles concernant les mesures à l'importation enregistrées depuis 2009 et considérées comme ayant un effet de restriction des échanges. Elle prend en compte les mesures à l'importation de produits pour lesquels les codes du Système harmonisé (SH) étaient disponibles. Les chiffres n'incluent pas les mesures correctives commerciales. Les valeurs des importations ont été extraites de la base de données statistiques des Nations Unies sur le commerce des marchandises (COMTRADE).

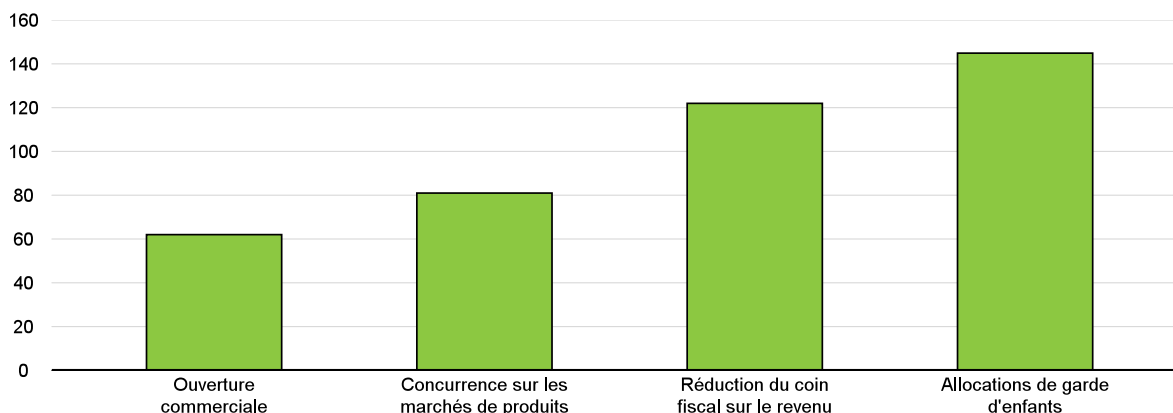
Source : Secrétariat de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

StatLink  <https://stat.link/2k7j36>

Compte tenu de la crise du coût de la vie qui touche de nombreux pays, et de la forte baisse du revenu réel des ménages dans certains d'entre eux, il serait judicieux de donner la priorité aux réformes structurelles qui ont un effet considérable et/ou direct sur le revenu disponible des ménages. De récents travaux de l'OCDE (Botev et al., 2022) montrent que les effets relatifs à long terme de mesures structurelles sur le PIB et le revenu disponible des ménages varient considérablement selon le type de réforme. Les mesures telles que les prestations familiales en nature, les prestations familiales en espèces et la réduction du coin fiscal sur le revenu ont un effet amplifié sur le revenu disponible (graphique 1.39). Ce constat suggère que, outre les priorités de réformes structurelles recensées dans le rapport périodique de l'OCDE *Objectif croissance* (OCDE, 2021), un accroissement des dépenses consacrées à l'accueil et à l'éducation des jeunes enfants pourrait utilement faire partie de tout train de mesures adopté pour faire face à la crise du coût de la vie à laquelle sont aujourd'hui confrontés de nombreux ménages dans la zone OCDE.

Graphique 1.39. Certaines politiques structurelles ont un effet sur le revenu disponible plus marqué que sur le PIB

Effet sur le revenu disponible des ménages et sur le PIB, avec effet sur le PIB normalisé à 100



Note : Le graphique montre l'effet relatif de chaque mesure sur le revenu disponible des ménages et sur le PIB ; on calcule cet effet en divisant la variation à long terme du revenu disponible ajusté des ménages par la variation à long terme du PIB en pourcentage, les chiffres étant présentés sous la forme d'un indice dans lequel la variation à long terme du PIB est égale à 100. Par conséquent, si une mesure a le même effet à long terme, en pourcentage, sur le revenu disponible des ménages et sur le PIB, la hauteur de la barre se situera alors au niveau de 100. Chaque barre se fonde sur la moyenne de deux estimations présentées en détail dans Botev et al., (2022).

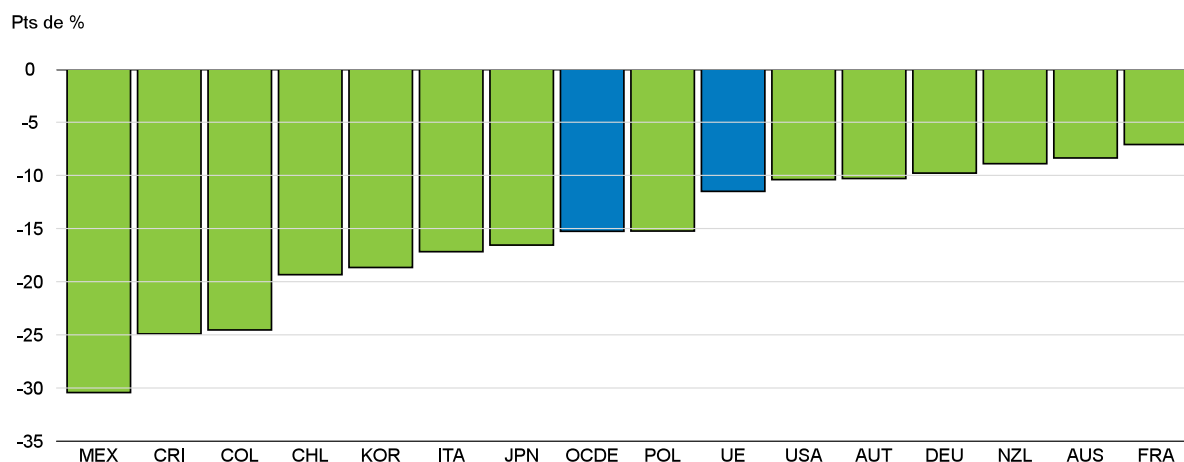
Source : Calculs de l'OCDE effectués à partir de Botev et al., 2022.

StatLink  <https://stat.link/ysnvp2>

Ce type de réformes contribuerait en outre à réduire les écarts de taux d'activité et d'emploi existant de longue date entre les femmes et les hommes (OCDE, 2022h), et à améliorer les perspectives de croissance future. Dans nombre de pays, le taux d'emploi des femmes demeure nettement inférieur à celui des hommes (graphique 1.40). Une telle situation amplifie les pénuries de main-d'œuvre et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, ce qui souligne de la nécessité d'adopter des mesures favorisant l'activité des femmes, telles qu'une amélioration de l'accès aux services de garde d'enfants (Thévenon, 2013). Maints pays de l'OCDE auraient également avantage à mettre en place des mesures visant à renforcer l'emploi d'autres segments de la population, dont les seniors, caractérisés par de faibles taux d'activité (OCDE, 2021). De fait, dans bien des pays, les conséquences de la pandémie ont accentué la tendance des travailleurs en fin de carrière à sortir de la population active, attisant ainsi le resserrement du marché du travail. Accroître les incitations des seniors au travail permettrait d'atténuer les contraintes qui pèsent sur l'offre et favoriserait la désinflation.

Graphique 1.40. Il est possible d'améliorer considérablement le taux d'emploi des femmes dans un grand nombre de pays

Écart de taux d'emploi entre les femmes et les hommes, T3 2022 ou dernière période connue



Note : Le graphique montre l'écart entre les taux d'emploi des femmes et des hommes âgés de 15 ans et plus, corrigés des variations saisonnières.

Source : Statistiques à court terme de l'OCDE sur le marché du travail ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/ub9164>

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a mis en lumière le lien entre la politique et la sécurité énergétiques, dans la mesure où, au début du conflit, de nombreux pays de l'OCDE étaient encore très dépendants des importations de combustibles fossiles en provenance de Russie. Cela est particulièrement vrai en Europe où le prix du gaz est un déterminant essentiel des prix de l'énergie. Les marchés européens du gaz et de l'électricité étant relativement intégrés, de sorte que l'évolution de la consommation et de l'approvisionnement de chaque pays peut avoir une forte incidence sur les prix dans d'autres, les économies européennes pourraient mieux faire face en répondant ensemble au défi que représente la réduction de leur dépendance vis-à-vis des importations d'énergies fossiles en provenance de Russie (Darvas et al., 2022). Les pays de l'Union européenne ont d'ores et déjà pris des mesures concernant les stocks de gaz et la réduction de la demande et la Commission européenne a, quant à elle, proposé de nouvelles mesures de réduction de la demande, ainsi que des mesures de redistribution des surprofits aux consommateurs finaux (Commission européenne, 2022). L'AIE a appelé à des actions supplémentaires, telle qu'une meilleure coordination des gestionnaires d'électricité en Europe et la prescription de normes visant à inciter les consommateurs à modifier leurs comportements (AIE, 2022c). Une réponse collective efficace implique également un maintien voire une circulation plus importante de l'énergie dans les pays d'Europe, notamment grâce à de meilleures interconnexions gazières et électriques. L'Union européenne pourrait aussi négocier des contrats en vue d'importer en bloc du gaz naturel liquéfié, de sorte que ses pays membres n'aient plus à se livrer à concurrence pour les expéditions.

Malgré des tensions de court terme entre les considérations d'indépendance énergétique et celles de transition écologique, certains pays européens brûlant davantage de charbon pour compenser la baisse des importations de pétrole et de gaz en provenance de Russie, et certains pays d'Asie recourant davantage au charbon du fait de la réorientation des approvisionnements en GNL vers l'Europe, il est clair que le meilleur moyen de faire face à la crise est d'accélérer la transition vers la neutralité carbone, et non d'augmenter durablement les importations de pétrole et de gaz en provenance d'autres pays ou d'accroître la production intérieure de combustibles fossiles. Une telle accélération aura probablement pour effet de réduire les coûts à long terme liés à la transition (FMI, 2022b), tout en améliorant à la fois la sécurité énergétique et les chances de réalisation des objectifs climatiques, sachant que l'énergie représente entre la moitié et les deux tiers des émissions totales de gaz à effet de serre.

Pour atteindre ces objectifs, les pouvoirs publics devront recourir à différents types d'instruments d'action (réglementation tarifaire et non tarifaire et investissement public), dont l'importance relative variera selon les pays en fonction de leur situation de départ. Étant donné qu'il faudra plus que tripler les investissements dans la production d'énergie propre et les infrastructures énergétiques au niveau mondial d'ici à 2030 pour s'assurer que la planète est sur une trajectoire crédible permettant de parvenir à la neutralité carbone d'ici à 2050 (AIE, 2021), les subventions et l'investissement public « verts » constituent une priorité. Il importe par ailleurs que les pays s'engagent fermement à tarifier les émissions et à établir des normes réglementaires à même de garantir une plus grande viabilité de ces investissements (OCDE, 2020a). Un cadre d'action associant mécanismes réglementaires et budgétaires et signaux-prix est par conséquent nécessaire, d'autant plus qu'il a été démontré que l'incertitude liée aux politiques environnementales a des effets négatifs sur l'investissement (Dechezleprêtre et al., 2022). À l'heure actuelle, ce cadre est incomplet : la plupart des émissions font l'objet d'une sous-tarifcation et un grand nombre de signaux envoyés par les politiques publiques restent flous (D'Arcangelo et al., 2022).

Le gaspillage de gaz naturel causé par le torchage, la mise à l'air et les rejets de gaz est l'un des domaines spécifiques dans lesquels les objectifs de sécurité énergétique et de réduction des émissions coïncident. En 2021, 143 milliards de mètres cubes de gaz naturel ont été torchés dans le monde, ce qui correspond à peu près au volume de gaz importé de Russie dans l'Union européenne la même année. Cela s'est traduit par le rejet de gaz à effet de serre représentant plus de 500 Mt de CO₂, soit un volume similaire à celui des émissions de combustibles fossiles combinées de l'Espagne et de la France. Le torchage, ainsi que la mise à l'atmosphère et les rejets liés au transport et au stockage du gaz, non seulement représentent un gaspillage de ressources, mais accentuent en outre les tensions sur les marchés mondiaux du gaz et contribuent de manière considérable au changement climatique. Dans le scénario de réduction à zéro des émissions nettes de CO₂ de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), le volume de gaz torché devrait diminuer d'environ 90 % d'ici à 2030 (AIE, 2022d). Les pays devraient élaborer des feuilles de route nationales pour la réduction du torchage de gaz, et les organismes de réglementation devraient veiller à ce que les projets actuels ou à venir prévoient le captage, la compression ou encore l'exploitation des gaz actuellement torchés, d'autant plus que les producteurs de gaz n'ont jamais eu des capacités financières aussi élevées pour investir dans la réduction de cette pratique. L'intensification nécessaire des efforts de financement climatique doit passer notamment par une aide des pays riches en faveur des pays pauvres pour réduire le torchage de gaz.

Il est bien entendu essentiel que chaque pays parvienne à réduire ses émissions de gaz à effet de serre, mais une approche économiquement rationnelle du changement climatique nécessite un renforcement de la coopération mondiale dans un certain nombre de domaines, notamment les instruments utilisés pour atténuer les émissions de gaz à effet de serre, les normes de publication d'informations et l'amélioration de l'accès des économies de marché émergentes et de celles en développement aux financements pour l'action climatique. Un exemple d'initiative récemment lancée par l'OCDE pour aider les pays à progresser plus rapidement vers la réalisation des objectifs nationaux et internationaux d'atténuation du changement climatique est le Forum inclusif sur les approches d'atténuation des émissions de carbone (FIAAEC), qui a été créé par le Conseil de l'OCDE en juin 2022. Ce forum a pour objet d'aider les signataires de l'Accord de Paris à atteindre les objectifs de cet accord en facilitant l'élaboration d'un ensemble complet de politiques climatiques judicieusement conçues et mieux coordonnées à l'échelle mondiale, c'est-à-dire des politiques qui soient complémentaires tout en permettant aux juridictions d'agir en toute indépendance. Pour soutenir les échanges multilatéraux, le FIAAEC s'emploie à fournir une analyse complète des politiques de lutte contre le changement climatique, de leur efficacité comparée et de leurs coûts.

Références

- Acharya V. et al. (2022), « Liquidity Dependence: Why Shrinking Central Bank Balance Sheets is an Uphill Task », document présenté au 45^e Symposium économique de Jackson Hole, août.
- AIE (2022a), *Gas Market Report Q4-22*, Agence internationale de l'énergie, Paris.
- AIE (2022b), *Never Too Early to Prepare for Next Winter: Europe's Gas Balance for 2023-24*, Agence internationale de l'énergie, Paris.
- AIE (2022c), « Coordinated actions across Europe are essential to prevent a major gas crunch: Here are 5 immediate measures », contribution du 18 juillet 2022, Agence internationale de l'énergie, Paris.
- AIE (2022d), *Flaring Emissions*, Agence internationale de l'énergie, Paris.
- AIE (2021), *Global Energy Review: CO2 Emissions in 2020*, Agence internationale de l'énergie, Paris.
- Bailey, A. (2022), « Monetary Policy and Financial Stability Interventions in Difficult Times », discours prononcé à l'occasion du 37^e Séminaire bancaire international annuel du G30, Washington D.C., octobre.
- Bank of England (2022a), *Credit Conditions Survey, 2022Q2*, Bank of England.
- Bank of England (2022b), « QE at the Bank of England: A Perspective on its Functioning and Effectiveness », *Bank of England Quarterly Bulletin 2022Q1*.
- BCE (2022a), « The Role of Demand and Supply in Underlying Inflation: Decomposing HICPX Inflation into Components », *ECB Economic Bulletin*, n° 7/2022.
- BCE (2022b), *Euro Area Bank Lending Survey*, juillet, Banque centrale européenne.
- Botev J., B. Égert et D. Turner (2022), « The Effect of Structural Reforms: Do they Differ between GDP and Adjusted Household Disposable Income? », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1718, Éditions OCDE, Paris.
- Brainard, L. (2022), « Restoring Price Stability in an Uncertain Economic Environment », discours prononcé à l'occasion de la 64^e réunion annuelle de la National Association for Business Economics, Chicago, septembre.
- Breeden, S. (2022), « Risks from Leverage: How did a Small Corner of the Pensions Industry Threaten Financial Stability? », discours prononcé devant l'ISDA & l'AIMA, novembre 2022.
- BRI (2022), *Annual Report 2022*, Banque des règlements internationaux.
- Bullard, J. (2019), « When Quantitative Tightening Is Not Quantitative Tightening », Federal Reserve Bank of St Louis, Economy Blog.
- Carstens, A. (2021), « Non-bank financial sector: systemic regulation needed », *BIS Quarterly Review*, décembre.
- Commission européenne (2022), « Proposition de règlement du Conseil sur une intervention d'urgence pour faire face aux prix élevés de l'énergie », Bruxelles, 14 septembre.
- Cookson, J., E. Gilje et R. Heimer (2022), « Shake Shocked: Cash Windfalls and Household Debt Repayment », *Journal of Financial Economics*, vol. 146, n° 3.
- Cournède, B., F. De Pace et V. Ziemann (2020), « The Future of Housing: Policy Scenarios », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1624, octobre.
- Crawley, E. et al. (2022), « Substitutability between Balance Sheet Reductions and Policy Rate Hikes: Some Illustrations and a Discussion », *FEDS Notes*, Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, juin.
- CSF (2021), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, Conseil de stabilité financière.

- Curcuru, S., M. De Pooter et G. Eckerd (2018), « Measuring Monetary Policy Spillovers between U.S. and German Bond Yields », *International Finance Discussion Papers*, n° 1226, Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System.
- D’Arcangelo, F., et al. (2022), « A Framework to Decarbonise the Economy », *OECD Economic Policy Papers*, n° 31, Éditions OCDE, Paris
- Darvas, Z. et al. (2022), « How European Union energy policies could mitigate the coming recession », contribution publiée sur le blog du centre de réflexion Bruegel, 14 octobre 2022.
- Dechezleprêtre, A., et al. (2022), « Fighting Climate Change: International Attitudes Toward Climate Policies », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l’OCDE*, n° 1714, Éditions OCDE, Paris.
- Ding X. et al. (2022), « The Global Bank Stress Test », *Monetary and Capital Markets Departmental Paper*, Fonds monétaire international, avril.
- Finlay, R., D. Titkov et M. Xiang (2021), « An Initial Assessment of the Reserve Bank’s Bond Purchase Program », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, juin.
- Fitch Ratings (2022), « U.S. Leveraged Loan Default Insights », *Special Report*, juin.
- Fizaine, F. et V. Court (2016), « Energy Expenditure, Economic Growth, and the Minimum EROI of Society », *Energy Policy*, vol. 95, pp. 172-186.
- FMI (2022a), *Global Financial Stability Report*, octobre.
- FMI (2022b), *World Economic Outlook: Countering the Cost-of-Living Crisis*, chapitre 3, Washington D.C., octobre.
- Fulwood M. (2022), « Europe’s Infrastructure and Supply Crisis », *Oxford Energy Comment*, septembre, The Oxford Institute for Energy Studies.
- Gagnon, J. E. (2016), « Quantitative Easing: An Underappreciated Success », *Peterson Institute for International Economics Policy Briefs*, n° 16-4.
- Guilloux-Nefussi, S. et E. Rusticelli, (2021), « Will Rising Shipping Costs Affect Inflation in OECD Economies? », contribution publiée sur le blog *ECOSCOPE de l’OCDE*, juin.
- Haas, J., T. Kozluk et G. Sarcina (2022), « Emergency Plans and Solidarity: Protecting Europe against a Natural Gas Shortage », *OECD Policy Spotlight*, octobre.
- IFPRI (2022), « The Ukraine crisis: Unravelling the Impacts and Policy Responses in Low- and Middle-Income Countries », *IFPRI Policy Seminar Series*, août.
- Kilian, L. et R. Vigfusson (2017), « The Role of Oil Price Shocks in Causing U.S. Recessions », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, n° 8.
- Kuik, F. et al. (2022), « Energy Price Developments in and out of the Covid-19 Pandemic – From Commodity Prices to Consumer Prices », *ECB Economic Bulletin*, n° 4/2022.
- Lane, P. (2022), « The Transmission of Monetary Policy », discours prononcé à la Conférence organisée par la Société universitaire européenne de recherches financières, CGEG|COLUMBIA|SIPA, la Banque européenne d’investissement et la Société générale sur le thème « EU and US Perspectives: New Directions for Economic Policy ».
- Mimir, Y. et E. Sunel (2019), « External Shocks, Banks, and Optimal Monetary Policy: A Recipe for Emerging Market Central Banks », *International Journal of Central Banking*, vol. 15, n° 2, pp. 235-299.
- Nocera, A. et M. Roma (2017), « House Prices and Monetary Policy in the Euro Area: Evidence from Structural VARs », *ECB Working Paper Series*, n° 2073.
- Norges Bank (2021), *Financial Stability Report*, Norges Bank, Oslo.
- Obstfeld, M. (2022), « Uncoordinated monetary policies risk a historic global slowdown », contribution publiée sur le blog *Realtime Economics*, Peterson Institute for International Economics, septembre.

- OCDE (2022a), « Deteriorating Conditions of Global Financial Markets Amid High Debt », *OECD Business and Finance Policy Papers*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2022b), *Perspectives des migrations internationales 2022*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2022c), *Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2022 Numéro 1*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2022d), *Perspectives économiques de l'OCDE, Rapport intermédiaire, septembre 2022 : Payer le prix de la guerre*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2022e), « Pourquoi les gouvernements devraient cibler le soutien dans un contexte de prix élevés de l'énergie », *Les réponses de l'OCDE face aux conséquences de la guerre en Ukraine*, 30 juin 2022.
- OCDE (2022f), *OECD Economic Surveys, Colombia 2022*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2022g), *OECD Economic Surveys, Chile 2022*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2022h), *Rapport sur la mise en œuvre des Recommandations de l'OCDE sur l'égalité hommes-femmes*, Réunion du Conseil au niveau des Ministres, juin 2022.
- OCDE (2020), « Government Support and the COVID-19 Pandemic », *Les réponses de l'OCDE face au coronavirus (COVID-19)*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2018), *Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2018 Numéro 2*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE/OMC/CNUCED (2022), *G20 review of trade and investment restrictions*, juillet 2022.
- Rauschendorfer, J. et E. Krivonos, (2022), « Implications of the War in Ukraine for Agrifood Trade and Food Security in the Southern and Eastern Mediterranean: Egypt, Jordan, Lebanon, Morocco and Tunisia », *Directions in Investment*, n° 8, Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture, Rome.
- Rawdanowicz, L. et al. (2021), « Constraints and Demands on Public Finances: Considerations of Resilient Fiscal Policy », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 1694, Éditions OCDE, Paris.
- Shapiro, A. (2022a), « A Simple Framework to Monitor Inflation », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n° 2020-29.
- Shapiro, A. (2022b), « How much do supply and demand drive inflation? », *FRBSF Economic Letters 2022-15* (juin 2022).
- Smith, A. L. et V. J. Valcarel (2020), « The Financial Market Effects of Unwinding the Federal Reserve's Balance Sheet », *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, n° 20-23.
- Thévenon, O. (2013), « Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD », *Documents de travail de l'OCDE sur les questions sociales, l'emploi et les migrations*, n° 145, Éditions OCDE, Paris.

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

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

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

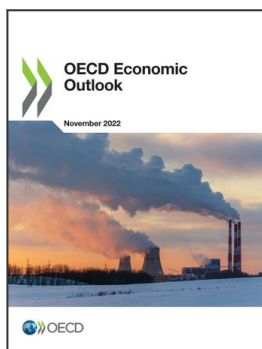
S'agissant de la politique monétaire, les hypothèses relatives au profil d'évolution des taux d'intérêt directeurs et aux mesures non conventionnelles représentent le résultat le plus probable, sur la base des projections de l'OCDE concernant l'activité économique et l'inflation. Celles-ci peuvent être différentes de la trajectoire indiquée par les autorités monétaires. Dans la zone euro, on suppose que les écarts de rendement des obligations souveraines à 10 ans par rapport à leur équivalent allemand demeurent inchangés au cours de la période considérée, à des niveaux proches de ceux observés en octobre et en novembre 2022.

Les prévisions reposent sur l'hypothèse que les taux de change resteront aux niveaux observés à la date du 3 novembre 2022, où le dollar des États-Unis valait 147.30 JPY, 1.02 EUR (ce qui signifie que l'euro valait 0.98 USD) et 7.30 CNY.

Il est supposé que le cours du baril de pétrole brut de référence Brent restera constant à 95 USD jusqu'à la fin de 2024 et que le prix du gaz naturel TTF (*Title Transfer Facility*) s'établira en moyenne à 150 EUR/MWh en 2023 et en 2024. On pose l'hypothèse que les prix des autres matières premières resteront inchangés au cours de la période considérée, à leurs niveaux moyens d'octobre 2022.

Ces projections sont établies à partir d'informations collectées jusqu'à la date du 17 novembre 2022.

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



Extrait de :
OECD Economic Outlook, Volume 2022 Issue 2

Accéder à cette publication :
<https://doi.org/10.1787/f6da2159-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2022), « Évaluation générale de la situation macroéconomique », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2022 Issue 2*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/73a18a96-fr>

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

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

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