

Évaluation économique intérimaire

**De lourdes incertitudes pèsent
sur la croissance mondiale**

20 septembre 2018

20 septembre 2018

Perspectives économiques intermédiaires

20 septembre 2018

DE LOURDES INCERTITUDES PÈSENT SUR LA CROISSANCE MONDIALE

Synthèse

- L'expansion pourrait bien avoir atteint un plafond. La croissance mondiale devrait s'établir à 3.7 % en 2018 et 2019, soit très légèrement en deçà des normes d'avant la crise, et les risques de détérioration par rapport aux prévisions s'intensifient.
- La croissance est aujourd'hui moins généralisée, et les perspectives divergent d'une grande économie à l'autre, en particulier parmi les économies de marché émergentes.
- La demande intérieure reste étayée par les politiques publiques et la forte hausse de l'emploi, mais l'intensification des pressions sur les marchés de capitaux fait souffler de forts vents contraires dans certaines économies de marché émergentes.
- La hausse des salaires et des prix reste étonnamment faible, mais devrait continuer à augmenter progressivement.
- La croissance des échanges mondiaux a ralenti au cours du premier semestre de 2018, et les tensions commerciales ont déjà des conséquences négatives sur la confiance et les projets d'investissement. De nouvelles restrictions aux échanges mettraient à mal l'emploi et les niveaux de vie, en particulier pour les ménages à faible revenu.
- Une normalisation plus rapide que prévu de la politique monétaire dans les économies avancées, ou une accentuation des tensions commerciales, pourraient aggraver les conséquences des pressions associées aux marchés de capitaux pour les économies émergentes.
- Une décennie après la crise financière, des vulnérabilités liées aux prix élevés des actifs et au niveau substantiel de la dette subsistent sur les marchés de capitaux. Des réformes ont permis de renforcer le système bancaire, mais les risques se sont reportés sur les institutions non bancaires soumises à une réglementation moins stricte.
- De nouvelles réformes budgétaires et bancaires s'imposent pour renforcer la résilience dans la zone euro.
- Les responsables des politiques économiques sont confrontés à plusieurs enjeux, sur fond d'incertitudes très marquées :
 - Une normalisation progressive de la politique monétaire est nécessaire, mais à des degrés divers selon les économies. Les choix de politique budgétaire devraient mettre l'accent sur des mesures propres à améliorer les perspectives de croissance durable à moyen terme et plus

inclusive. Tout espace dégagé par un regain de croissance devrait être mis à profit pour constituer des marges de sécurité budgétaires.

- Il faut rétablir progressivement la marge de manœuvre monétaire et budgétaire pour dégager des moyens de soutien en cas de récession future.
- Dans de nombreuses économies de marché émergentes, les choix opérés par les pouvoirs publics devraient viser en priorité à rétablir la confiance et la stabilité, et éviter de compromettre les perspectives de croissance à moyen terme.
- Un déploiement plus judicieux des politiques macroprudentielles contribuerait à renforcer la résilience financière.
- Il faut se montrer plus ambitieux en matière de réformes structurelles pour relever les niveaux de vie à moyen terme et ouvrir de plus larges perspectives à tous.

Perspectives économiques intermédiaires de l'OCDE : prévisions, septembre 2018

	Croissance du PIB réel				
	Glissement annuel en %				
	2017	2018		2019	
		Prévisions intermédiaires	Différence par rapport aux prévisions de mai	Prévisions intermédiaires	Différence par rapport aux prévisions de mai
Monde ¹	3.6	3.7	-0.1	3.7	-0.2
G20 ^{1,2}	3.8	3.9	-0.1	3.8	-0.3
Australie	2.2	2.9	0.0	3.0	0.0
Canada	3.0	2.1	0.0	2.0	-0.2
Zone euro	2.5	2.0	-0.2	1.9	-0.2
Allemagne	2.5	1.9	-0.2	1.8	-0.3
France	2.3	1.6	-0.3	1.8	-0.1
Italie	1.6	1.2	-0.2	1.1	0.0
Japon	1.7	1.2	0.0	1.2	0.0
Corée	3.1	2.7	-0.3	2.8	-0.2
Mexique	2.3	2.2	-0.3	2.5	-0.3
Turquie	7.4	3.2	-1.9	0.5	-4.5
Royaume-Uni	1.7	1.3	-0.1	1.2	-0.1
États-Unis	2.2	2.9	0.0	2.7	-0.1
Argentine	2.9	-1.9	-3.9	0.1	-2.5
Brésil	1.0	1.2	-0.8	2.5	-0.3
Chine	6.9	6.7	0.0	6.4	0.0
Inde ³	6.7	7.6	0.2	7.4	-0.1
Indonésie	5.1	5.2	-0.1	5.3	-0.1
Russie	1.5	1.8	0.0	1.5	0.0
Arabie Saoudite	-0.7	1.7	0.1	2.6	0.5
Afrique du Sud	1.2	0.9	-1.0	1.8	-0.4

Note : Écart par rapport aux Perspectives économiques de mai 2018 exprimé en points de pourcentage, sur la base de chiffres arrondis.

1. Agrégat calculé à l'aide de pondérations variables appliquées aux PIB nominaux nationaux, à parité de pouvoir d'achat.

2. L'Union européenne est membre à part entière du G20, mais l'agrégat G20 comprend uniquement les pays qui en sont également membres à titre individuel.

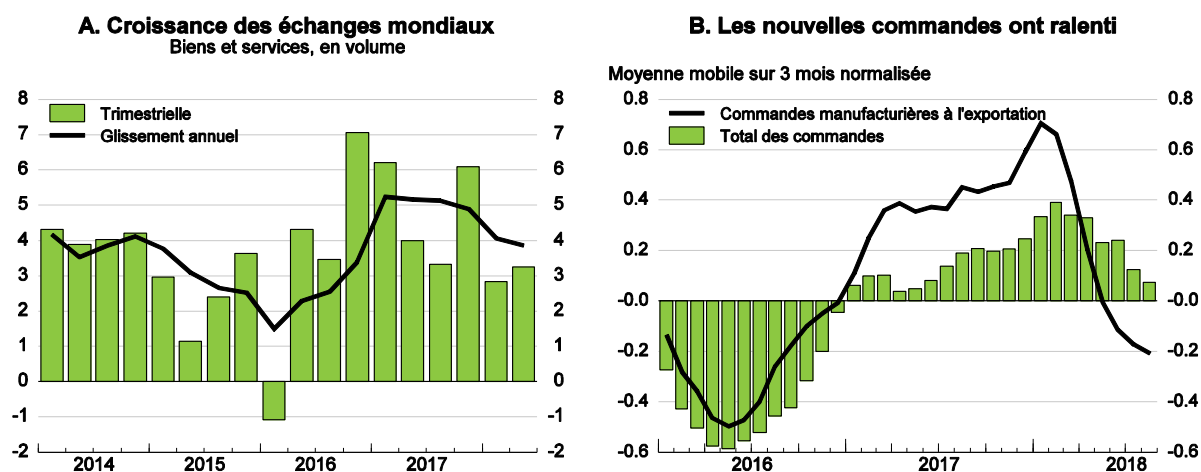
3. Exercices débutant en avril.

Des signes montrent que l'expansion pourrait bien avoir atteint un plafond

La croissance du PIB mondial, à quelque 3 ³/₄ pour cent, est restée solide au premier semestre de 2018, mais l'on voit à certains signes que l'expansion a peut-être atteint un plafond. Des écarts de plus en plus marqués se font jour entre les pays et entre les secteurs, à la différence de l'expansion généralisée observée à la fin de 2017. La confiance a également cédé du terrain, et la progression de l'investissement et des échanges est finalement moins forte qu'on ne l'avait prévu. Les données issues d'enquêtes menées auprès des entreprises font état d'un ralentissement de la croissance dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes, et les nouvelles commandes ont fléchi, notamment les commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier.

Sur fond d'aggravation des tensions commerciales et de hausse des incertitudes entourant les politiques relatives aux échanges, la hausse du commerce mondial a ralenti. En volume, elle est ainsi revenue à près de 3 % au premier semestre de 2018, alors qu'elle ressortait à 5 % en 2017. Les mesures commerciales restrictives récemment adoptées ont déjà provoqué des changements marqués au niveau des flux d'échanges et des prix dans certains secteurs ciblés. Les annonces faites par les pouvoirs publics ont également affecté de manière négative la confiance des milieux d'affaires et les projets d'investissement, reflétant les incertitudes concernant de possibles ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et le risque d'une intensification des mesures restrictives. Une escalade des tensions commerciales aurait des conséquences négatives importantes sur l'investissement, l'emploi et les niveaux de vie mondiaux.

Graphique 1. La croissance des échanges mondiaux ralentit à nouveau, et les nouvelles commandes continuent de baisser



Note : Le total des commandes se réfère à la totalité des nouvelles commandes de l'indice PMI composite (biens plus services).

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

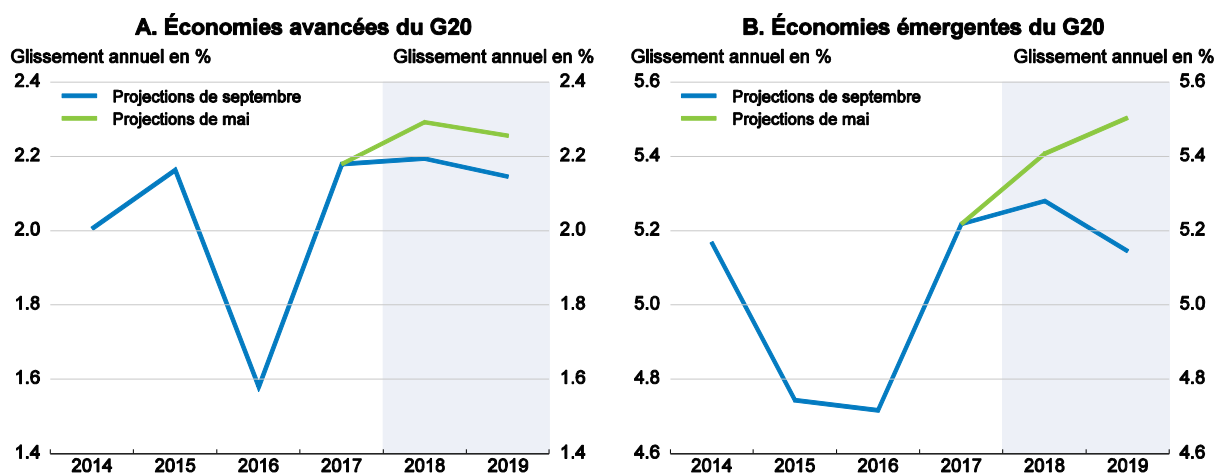
D'une manière générale, la hausse de la production reste supérieure ou égale à ses taux tendanciels estimés dans la plupart des économies avancées, même si elle fléchit plus rapidement que prévu dans certaines d'entre elles. Un assouplissement budgétaire considérable permet de stimuler la croissance à court terme aux États-Unis et dans plusieurs autres économies, dont la Corée. Des éléments susceptibles d'affecter négativement les prévisions de croissance ont été observés en Europe pendant une durée plus longue que prévu, reflétant en partie l'affaïssement de la demande extérieure. Dans les économies de marché émergentes, on relève également une divergence de plus en plus grande entre les évolutions. La croissance du PIB a résisté en Chine et en Inde au cours du premier semestre de 2018, mais elle a ralenti dans plusieurs autres économies, comme au Brésil. Dernièrement, des signes d'essoufflement de la demande intérieure ont commencé à se manifester dans les données mensuelles de la Chine. Certains pays présentant des vulnérabilités macroéconomiques et financières sont aussi confrontés à de graves problèmes d'ajustement dus à l'intensification des pressions sur les marchés de capitaux. Les économies productrices de pétrole sont nombreuses à bénéficier du redressement des prix, notamment la Russie, mais cette évolution a poussé l'inflation mondiale à la hausse.

Les créations d'emplois sont restées vigoureuses dans les économies avancées, et le taux de chômage dans la zone OCDE, à 5,3 %, est finalement passé en dessous de son niveau d'avant la crise. La hausse des salaires reste cependant modérée. Cette situation génère des incertitudes quant à l'ampleur des capacités inutilisées dans de nombreuses économies, et elle explique en partie la faible progression du revenu disponible des ménages observée dans plusieurs économies, en particulier pour les ménages à faible revenu.

La croissance mondiale devrait ralentir, et être revue à la baisse dans la plupart des pays du G20

Dans l'ensemble, les évolutions économiques et financières récentes, conjuguées à l'intensification des risques de révision à la baisse des prévisions, donnent à penser que les perspectives de croissance mondiale se sont érodées depuis l'édition de mai des *Perspectives économiques*, avec des différences entre les grandes économies. Ces divergences pourraient devenir encore plus marquées si les risques de dégradation par rapport aux prévisions en augmentation devaient s'intensifier. La croissance du PIB mondial devrait s'établir à 3,7 % cette année et en 2019, soit un niveau inférieur de ¼ point de pourcentage par rapport aux prévisions antérieures, les révisions à la baisse concernant la plupart des économies du G20.

La croissance du PIB a été révisée à la baisse, surtout dans les économies de marché émergentes



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

Dans les économies avancées, la forte hausse de l'emploi et l'accompagnement par les politiques budgétaire et monétaire devraient permettre de continuer à soutenir la demande intérieure à moyen terme. Toutefois, l'augmentation des tensions commerciales, l'érosion de la confiance et le niveau plus élevé des insécurités vont probablement exercer un effet de freinage sur les échanges et l'investissement, nuisant ainsi aux perspectives de croissance à moyen terme. Les perspectives de croissance sont plus faibles dans les économies de marché émergentes, surtout dans celles qui pâtissent de tensions considérables sur les marchés de capitaux et dans lesquelles les incertitudes sur le rythme futur des réformes sont les plus grandes. En Chine, les mesures prises récemment par les pouvoirs publics devraient aider à empêcher un ralentissement brutal, et les réformes structurelles ajoutées à de vigoureuses dépenses d'investissement devraient contribuer à soutenir la demande intérieure dans de nombreuses autres économies d'Asie.

Prévisions par pays

Les principaux éléments à retenir des prévisions relatives aux économies du G20 sont les suivants :

- Aux États-Unis, la croissance du PIB devrait avoisiner les 3 % en 2018, avant de fléchir pour revenir aux alentours de 2 ¾ pour cent l'année suivante. La normalisation progressive de la politique monétaire devrait se poursuivre, mais les réductions d'impôt et l'augmentation des dépenses publiques donnent un solide coup de pouce à court terme à la demande intérieure, ajoutant à la dynamique impulsée par la robustesse des créations d'emplois, le niveau élevé des prix des actifs et les résultats records de la production pétrolière. Le relèvement des droits de douane et les incertitudes quant aux politiques qui seront menées à l'avenir sont toutefois susceptibles d'atténuer la hausse de l'investissement.
- Dans la zone euro, la croissance de la production a ralenti depuis le début de 2018, particulièrement dans les secteurs industriels confrontés à un fléchissement de la demande extérieure, mais elle devrait rester proche de 2 % sur la période 2018-19. La demande intérieure peut s'appuyer sur une politique monétaire accommodante, une politique budgétaire modérément expansionniste, de fortes créations d'emplois et des conditions de financement favorables. La croissance du PIB devrait rester solide en Allemagne, l'assouplissement budgétaire et le renforcement de la consommation des ménages compensant l'effet de l'affaiblissement de la demande extérieure, de même qu'en France, où l'impact des réformes récentes du système fiscal et du marché du travail améliorent les perspectives d'emploi et soutiennent l'investissement. L'Italie devrait enregistrer une croissance en repli, dans un contexte où les incertitudes entourant les choix politiques mais aussi la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement des créations d'emplois pèsent sur les dépenses des ménages.

- En Chine, la croissance devrait refluer lentement et repasser en dessous de 6 ½ pour cent en 2019. L'investissement dans les infrastructures et la hausse du crédit ont tous deux ralenti, et la population d'âge actif diminue. Les difficultés causées par les tensions commerciales ont été modestes à ce jour, la dépréciation de la monnaie contribuant à atténuer l'impact du relèvement des droits de douane, mais elles pourraient s'aggraver. Les mesures récemment prises par les autorités ont permis d'améliorer la situation financière, et il reste une marge d'accroissement des dépenses budgétaires si nécessaire. De telles mesures pourraient cependant retarder le désendettement nécessaire du secteur des entreprises et aggraver les risques pesant sur la stabilité financière.
- Au Japon, la croissance du PIB devrait s'établir à un niveau proche de 1 ¼ pour cent en 2018 et 2019, malgré de légers vents contraires sur le front budgétaire. L'investissement des entreprises va sans doute rester vigoureux, porté par le niveau élevé des bénéfices, les réductions d'effectifs drastiques et le renforcement des capacités dans le tourisme. La hausse de la consommation privée reste modérée, même si l'on décèle enfin quelques signes d'un redressement modeste de la progression des salaires.
- Selon les prévisions au Royaume-Uni, la croissance du PIB restera modérée et ressortira aux alentours de 1 ¼ pour cent en moyenne sur la période 2018-19. La consommation des ménages reste freinée par le rythme en demi-teinte de la hausse des salaires réels sur les marchés du travail pourtant tendus, et l'investissement des entreprises est modeste, sur fond d'incertitudes persistantes quant à l'avenir des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.¹
- Au Canada, la croissance devrait évoluer de 2-2 ¼ pour cent cette année à environ 2 % en 2019. La forte demande en provenance des États-Unis continue d'alimenter les exportations, mais l'augmentation du coût de l'emprunt a commencé à éroder la hausse des dépenses des ménages ainsi qu'à atténuer les tensions sur le marché du logement, et l'aggravation des incertitudes en matière de politique commerciale pourrait peser sur l'investissement des entreprises.
- La demande intérieure devrait rester vigoureuse en Australie et en Corée, malgré les incertitudes que fait peser l'accentuation des tensions commerciales régionales et mondiales. La croissance du PIB devrait ressortir à près de 3 % en Australie en 2018 et en 2019, grâce à la forte augmentation de l'investissement et à de solides créations d'emplois. En Corée, un assouplissement budgétaire considérable devrait continuer de stimuler les revenus et les dépenses des ménages, et la hausse du PIB devrait s'établir aux alentours de 2 ¾ pour cent cette année et la suivante.
- Au Mexique, la croissance du PIB devrait se redresser quelque peu pour atteindre environ 2 ½ pour cent en 2019, portée par l'amélioration de la confiance dans le sillage des élections de juillet, le niveau élevé des remises de fonds et la dépréciation du peso. Les politiques budgétaire et monétaire sont relativement rigoureuses, mais l'accord commercial avec les États-Unis devrait réduire les incertitudes et soutenir l'investissement privé.
- Les perspectives de croissance se sont considérablement dégradées en Turquie, à la suite des pressions récentes exercées sur la livre turque dans le contexte de l'endettement élevé du secteur bancaire et des entreprises. La hausse de l'inflation et celle des taux d'intérêt pèseront sur la confiance et feront baisser la consommation et l'investissement. Des risques de dégradation par rapport aux prévisions subsistent si la confiance dans les politiques économiques n'est pas rétablie, ou si les tensions sur la stabilité financière intérieure devaient s'accroître sous l'effet de la hausse des charges liées au service de la dette.

1. Les projections restent fondées sur l'hypothèse technique selon laquelle le Royaume-Uni va conclure un accord de transition avec l'Union européenne après sa sortie officielle en 2019, ce qui minimiserait les éventuelles perturbations des échanges à court terme.

- En Argentine, les perspectives de croissance à court terme se sont fortement assombries, l'accélération sensible de l'assainissement budgétaire et le durcissement très marqué de la politique monétaire étant susceptibles d'aboutir à une chute brutale de la demande intérieure. L'importante dépréciation du peso devrait pouvoir profiter aux exportateurs, mais le PIB devrait tout de même reculer d'environ 2 % cette année et stagner en 2019. En cas de poursuite de la volatilité des taux de change et d'échec du rétablissement de la confiance, les résultats pourraient même être encore plus médiocres.
- L'Inde va sans doute rester l'économie du G20 affichant la plus forte croissance, avec un PIB qui devrait augmenter au rythme de 7 ½ pour cent pendant les exercices 2018 et 2019. La hausse des prix du pétrole et le resserrement des conditions financières pourraient peser sur les dépenses des ménages et des entreprises, mais les réformes déjà menées continueront de stimuler la progression de l'investissement et des exportations.
- En Indonésie, la croissance devrait rester solide et avoisiner en moyenne 5 ¼ pour cent par an sur la période 2018-19. Les investissements dans les infrastructures continuent d'étayer la demande, et la consommation privée devrait s'affermir grâce au recul du chômage et à l'amélioration de la confiance. Le resserrement des conditions financières, sur fond d'augmentation des sorties de capitaux, érodera quelque peu la progression de la demande, mais la dépréciation du taux de change devrait contribuer à la contraction du déficit commercial.
- Au Brésil, le rythme de la reprise a ralenti, dans un contexte marqué par des incertitudes considérables entourant les politiques futures et des perturbations dues aux grèves. Les conditions financières ont aussi été quelque peu durcies, malgré des vulnérabilités extérieures moins marquées que dans nombre d'autres économies de marché émergentes. Une reprise des réformes, en particulier de celle des retraites, contribuerait au redressement de la confiance et stimulerait les dépenses du secteur privé, si bien que la croissance du PIB pourrait se redresser et atteindre quelque 2 ½ pour cent en 2019.
- Les perspectives de croissance de l'Afrique du Sud ont été revues à la baisse, l'économie ayant plongé dans la récession au premier semestre de 2018. La confiance reste médiocre, signe des incertitudes qui entourent le rythme futur des réformes, et les conditions financières ont été durcies.

Une intensification des restrictions commerciales pourrait avoir un coût non négligeable

La recrudescence des tensions commerciales et des incertitudes entourant les politiques commerciales est une source majeure de risque à la baisse pour l'investissement, l'emploi et les niveaux de vie au niveau mondial. De nouveaux droits de douane et mesures de représailles sont d'ores et déjà entrés en vigueur depuis le début de l'année et d'autres pourraient encore être appliqués dans les prochains mois. Les incertitudes entourant les futures politiques commerciales pourraient contribuer au ralentissement des échanges commerciaux, plus nettement que prévu, certaines entreprises choisissant de différer leurs commandes à l'international, ou de changer de chaînes d'approvisionnement et de délocaliser leur production pour réduire au minimum l'impact d'éventuels nouveaux obstacles commerciaux.

Jusqu'à présent, l'impact direct global des restrictions commerciales introduites récemment a été modéré (voir Encadré), mais des changements nets ont été observés dans les flux d'échanges et les prix dans certains secteurs et produits en particulier. Un regain général de tensions commerciales, telles qu'en produirait l'application plus large de mesures tarifaires dans les secteurs faisant habituellement l'objet de différends commerciaux, aurait des effets néfastes majeurs sur les échanges internationaux et porterait un coup à la production et au revenu des ménages dans les économies imposant ces mesures restrictives. Le repli en résultant dans l'intensité des échanges serait également préjudiciable aux perspectives de croissance à moyen terme, en faisant obstacle à de futurs gains de productivité et en réduisant la concurrence. En revanche, toute mesure visant un abaissement coordonné des droits de douane pourrait être source de gains généralisés.

Les nouvelles mesures de restrictions commerciales ont déjà un coût

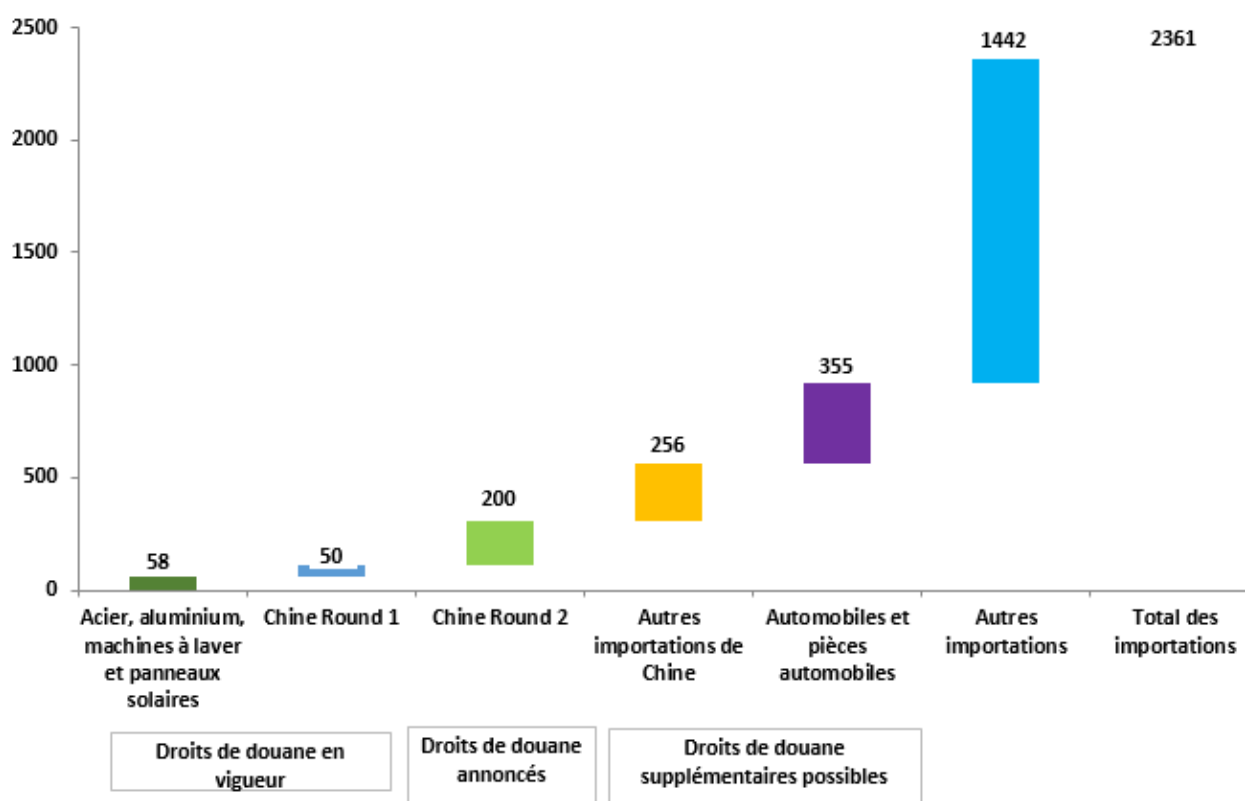
De nouveaux droits de douane et mesures de représailles sont d'ores et déjà entrés en vigueur depuis le début de l'année et d'autres pourraient encore être appliqués dans les prochains mois.

- Les États-Unis ont pris un certain nombre de mesures qui affectent un large éventail de pays. La Chine est le principal pays touché à ce jour, avec l'imposition de droits de douane pouvant atteindre 25 % sur 250 milliards de dollars de marchandises importées chinoises (soit 1.3 % et 2.1 % du PIB respectif des États-Unis et de la Chine en 2017), appliqués en deux temps. Dans un premier temps, 50 milliards de dollars d'importations chinoises ont été concernés en juillet et en août ; une seconde vague de droits de douane est en cours d'application en ce mois de septembre sur 200 milliards de dollars d'importations, à un taux initial de 10 % susceptible d'être porté à 25 % dès janvier prochain.
- À son tour, la Chine a annoncé un relèvement de ses droits de douane sur 110 milliards de dollars d'importations en provenance des États-Unis, mais ces mesures ont été partiellement compensées par un abaissement des droits de douane chinois sur les importations de véhicules en provenance d'autres pays.
- Ces mesures pourront également avoir des répercussions sur l'UE, les partenaires de l'ALENA et de nombreuses autres économies des chaînes d'approvisionnement régionales, notamment sur les exportateurs de produits de base, en particulier si de nouvelles mesures tarifaires sont imposées sur les importations de voitures, de poids lourds et de pièces automobiles.

Les effets directs des restrictions imposées sur ces deux économies sont relativement modestes à ce jour.

- Aux États-Unis, le coût global des importations (biens et services) pourrait augmenter d'un peu plus de 2½ pour cent (dans l'hypothèse où les droits de douane sur les importations chinoises de la seconde vague seraient finalement portés à 25 % et où les prix à l'importation avant application des mesures tarifaires ne baisseraient pas), majorant le niveau global des prix de 0.3-0.4 % en cas de répercussion intégrale. Cependant, si de nouveaux droits de douane frappant les importations chinoises, les véhicules et les pièces automobiles étaient ensuite appliqués (au taux de 25 %), l'impact à la hausse sur le niveau global des prix pourrait être d'un peu plus 1 %.
- En Chine, le relèvement des droits de douane sur les importations en provenance des États-Unis pourrait majorer le coût des importations de près de 1 %, mais serait compensé en partie par un abaissement des droits sur les importations de voitures.

Importations de marchandises aux États-Unis en 2017 et mesures annoncées de relèvement des droits de douane

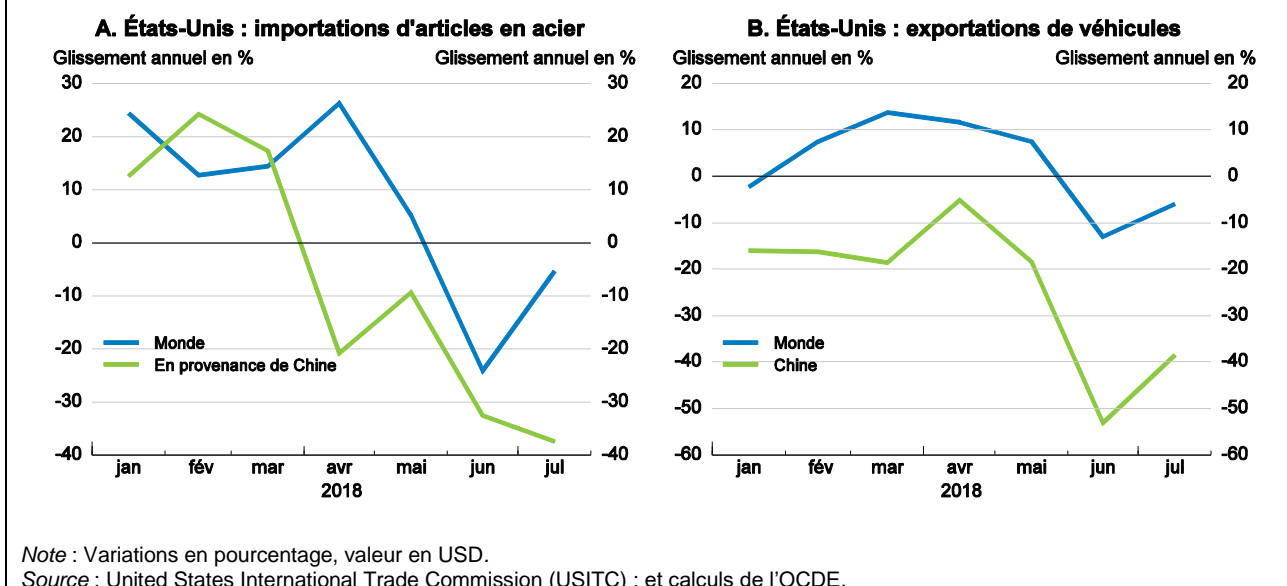


Source : US Bureau of Economic Analysis (BEA) ; United States International Trade Commission (USITC) ; et calculs de l'OCDE.

Des effets plus marqués et des distorsions sont déjà visibles dans les flux d'échanges et les prix de certains produits sur lesquels de nouvelles mesures tarifaires ont été appliquées ou annoncées (voir graphique ci-dessous).

- Aux États-Unis, les importations de lave-linge, de panneaux solaires, d'acier et d'aluminium ont toutes amorcé un repli en valeur au cours du premier semestre, après l'imposition des nouveaux droits de douane. Parallèlement, les prix sur le marché intérieur des États-Unis ont fortement augmenté dans les secteurs concernés. Les prix à la consommation des lave-linge ont augmenté de 20 % entre mars et juillet. Les prix à la production des produits de fonderie ont augmenté de 18.6 % entre août 2017 et août 2018.
- Les exportations américaines de porc et de véhicules ont également diminué face au relèvement des droits de douane en Chine, la croissance des exportations vers d'autres économies restant pour l'essentiel stable en valeur. Contrastant fortement avec ce qui précède, les exportations de soja vers la Chine ont bondi en amont de l'application des mesures tarifaires, donnant ponctuellement un coup de pouce à la croissance des exportations américaines.

Les restrictions commerciales affectent déjà les secteurs concernés

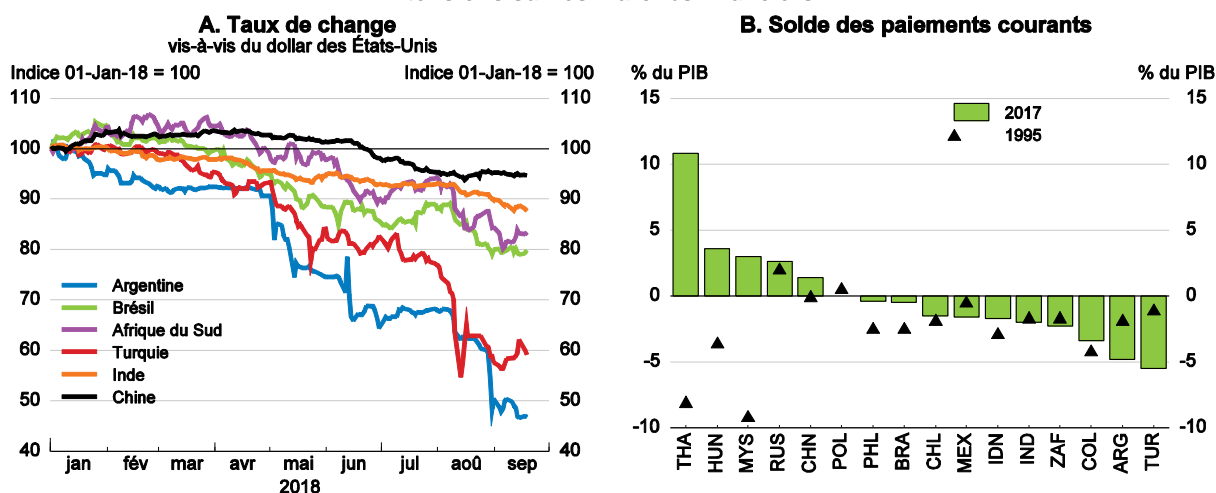


Les facteurs de vulnérabilité financière se sont multipliés dans les économies de marché émergentes, portant un coup à la croissance

Les conditions financières se sont durcies cette année dans les économies de marché émergentes. La remontée des taux d'intérêt aux États-Unis avec, pour corollaire, l'appréciation du dollar, ainsi qu'une évolution dans la perception du risque, ont contribué à des dépréciations monétaires assez considérables dans de nombreuses économies émergentes. Les pays affichant un déficit extérieur important ou un niveau élevé de dette libellée en devises ont été particulièrement exposés, l'Argentine et la Turquie en étant les deux exemples les plus notables. Le renchérissement des prix pétroliers a aggravé les difficultés des pays importateurs de pétrole. Les taux directeurs ont été relevés dans plusieurs pays dont l'Inde, l'Indonésie et la Russie, les dépréciations monétaires ajoutant aux tensions inflationnistes. Les écarts de rendements obligataires et les primes de risque sont également en hausse, en partant il est vrai de niveaux relativement bas, et les prix des actions sont en repli. Les forces contraires qu'exercent ces évolutions sur le niveau de la confiance et de la croissance sont actuellement, semble-t-il, modérées dans la plupart des économies émergentes. Pour autant, les mesures d'action publique nécessaires pour restaurer la stabilité en Argentine et en Turquie entraîneront probablement un repli important de la demande intérieure, source de difficulté.

Jusqu'à aujourd'hui, on a pu éviter que ces phénomènes gagnent plus largement toutes les économies émergentes, comme pendant les crises de la fin des années 1990. Pour bon nombre d'entre elles, ces économies sont désormais moins vulnérables qu'elles ne l'étaient alors, grâce à l'amélioration de leurs fondamentaux macroéconomiques internes dont une inflation plus faible, au renforcement de leurs institutions, à une plus grande souplesse de leurs dispositions relatives au change et à des réserves en devises plus importantes. Il n'en demeure pas moins qu'il subsiste des risques de tensions plus profondes et d'un retournement plus général de la confiance des investisseurs. Une normalisation plus rapide que prévu de la politique monétaire des économies avancées pourrait déclencher une nouvelle vague de sorties de capitaux et d'ajustements de prix des actifs sur les marchés financiers des économies émergentes. Une recrudescence des tensions commerciales pourrait également aggraver les fragilités, en particulier si la Chine en subissait des effets négatifs, signe d'une intégration toujours plus grande de la majorité des économies émergentes dans les réseaux d'échanges mondiaux au cours des deux dernières décennies. D'autres mauvaises nouvelles en provenance d'Argentine ou de Turquie pourraient également être le déclencheur d'une réévaluation plus en profondeur de la confiance des investisseurs vis-à-vis des économies émergentes.

Les déséquilibres extérieurs des économies de marché émergentes les exposent particulièrement aux tensions sur les marchés financiers



Source : Thomson Reuters ; OCDE, base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE* ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; et calculs de l'OCDE.

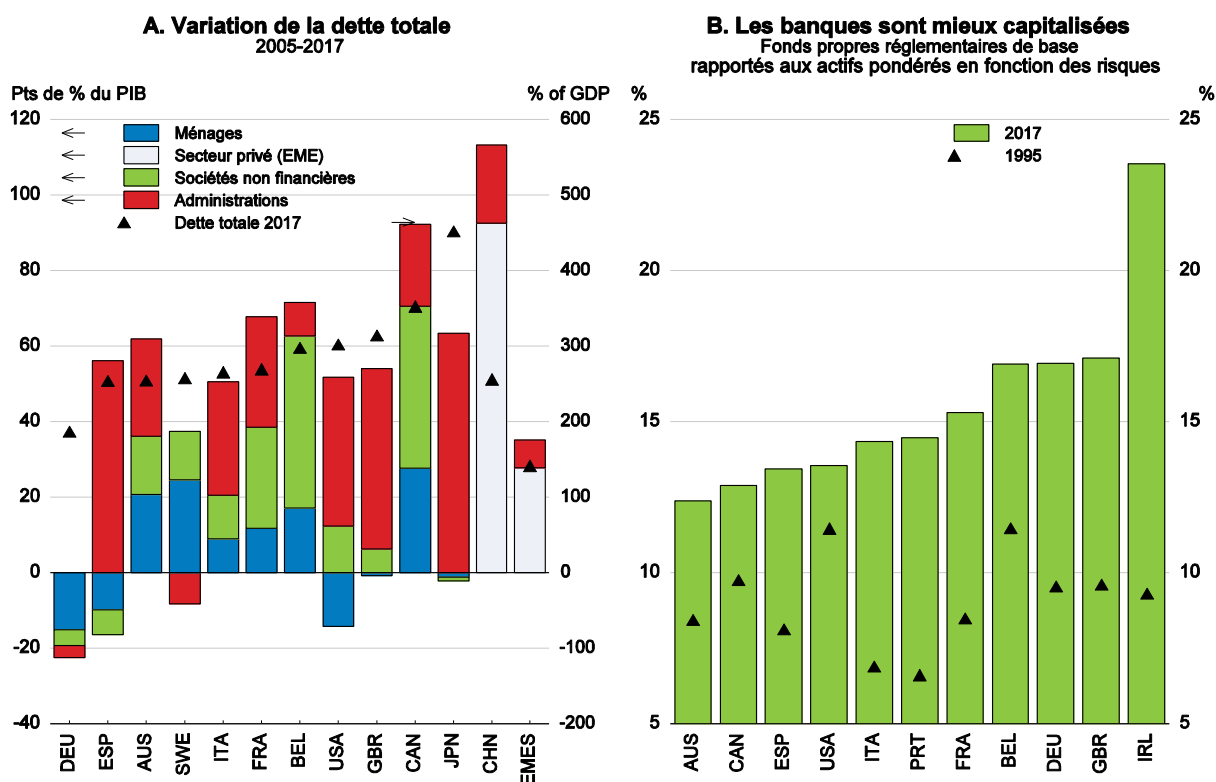
Dix ans après la crise financière, les facteurs de vulnérabilité financière perdurent

La reprise après la crise financière mondiale s'est fait attendre et n'a été possible que grâce au soutien des pouvoirs publics, d'une ampleur exceptionnelle. Mesurée à l'aune de la production par habitant, la croissance a désormais repris des couleurs dans la majorité des économies avancées et émergentes, mais les niveaux de vie peinent toujours à atteindre les valeurs que l'on aurait pu attendre avant la crise si la croissance s'était maintenue à son taux moyen sur longue période pendant la dernière décennie.

L'épisode prolongé de politique monétaire, très accommodante, qu'il a fallu mener pour sortir de la crise a également vu l'émergence de nouvelles sources de fragilité. Les actifs sont fortement valorisés sur certains marchés, dont celui du logement, et les niveaux de dette, publique et privée, sont supérieurs à ce qu'ils étaient avant la crise dans de nombreuses économies. L'offre de crédit s'est développée dans le secteur bancaire parallèle et sur les marchés obligataires, transférant les risques du système bancaire vers d'autres institutions financières et intermédiaires de crédit. Des risques subsistent de voir une normalisation plus rapide que prévu des taux d'intérêt entraîner une instabilité financière, notamment des corrections sur les prix des actifs et des difficultés à faire face à un alourdissement du service de la dette.

Les réformes coordonnées, mises en place au niveau international depuis la crise financière, devraient aider à atténuer ces risques, du moins en partie. Une meilleure réglementation prudentielle, qui prévoit notamment des exigences de fonds propres plus strictes et de nouveaux outils macroprudentiels, alliée à l'amélioration de la qualité du crédit, ont accru la capacité des banques à résister à des chocs négatifs. Le volume des créances douteuses et litigieuses évolue de même à la baisse dans les économies avancées, mais plus lentement toutefois dans certaines économies émergentes. Cela étant, la capacité à absorber des chocs de grande ampleur des intermédiaires financiers non bancaires, notamment des fonds d'investissement et des fonds indiciels cotés, actuellement en plein essor, n'a pas été établie.

Dix ans après la crise, les niveaux de dette se sont accrus mais les banques sont mieux capitalisées



Note : Panel de gauche : dette totale, 2017 ou dernière année pour laquelle des données sont disponibles. Les données relatives aux économies de marché émergentes (EME) excluent la Chine. Les ratios de dette privée sont calculés sur une base consolidée sauf pour le Canada, les États-Unis et le Japon. Les ratios de dette publique sont fondés sur les définitions des comptes nationaux, sauf pour les pays de l'UE dont les ratios d'endettement sont calculés à partir des critères de Maastricht.

Source : Base de données des comptes nationaux de l'OCDE ; Banque des règlements internationaux (BRI) ; base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE* ; base de données des indicateurs de solidité financière du FMI ; et calculs de l'OCDE.

Des inquiétudes subsistent quant à la stabilité budgétaire et financière en Europe

La résilience et l'architecture de la zone euro se sont améliorées ces dernières années, mais des inquiétudes subsistent quant à sa stabilité budgétaire et financière en raison de l'incertitude qui entoure les choix des pouvoirs publics, notamment en Italie, et les futures dispositions régissant les relations entre le Royaume-Uni et le reste de l'Union européenne (UE). La récente augmentation des primes de risque sur les obligations d'État italiennes, et la diminution connexe des cours des actions des banques italiennes, montrent à quelle vitesse les facteurs persistants de vulnérabilité peuvent refaire surface dans la zone euro. Des réformes complémentaires sont nécessaires pour réduire le risque de contagion, renforcer la résilience et consolider le cadre budgétaire. Un système commun d'assurance des dépôts mis en place à l'échelle européenne renforcerait la confiance et contribuerait à une diversification des risques. La création de nouveaux actifs européens sûrs, conjuguée à des mesures de réglementation incitant les banques à diversifier leurs portefeuilles de titres de dette souveraine, contribuerait à limiter les liens entre les banques et les États au niveau national. La mise en place d'une capacité de stabilisation budgétaire pour la zone euro l'aiderait également à absorber les chocs économiques négatifs de grande ampleur, et fournirait un instrument complémentaire pouvant être utilisé en cas de fléchissement de l'activité économique.

Les tensions sur les prix et les salaires restent étonnamment modestes

Les tensions sur les prix et les salaires continuent de s'accroître lentement dans les grandes économies avancées. La hausse des prix des produits de base a tiré vers le haut l'inflation globale, mais l'inflation sous-jacente demeure modérée, aux alentours de 2 % aux États-Unis, de 1 % dans la zone euro et de ½ pour cent au Japon. L'inflation reste également faible dans certaines économies de marché émergentes, en particulier en Chine et dans un certain nombre d'autres pays d'Asie dont les monnaies n'ont pas été mises à rude épreuve par les marchés. Néanmoins, les dépréciations de certaines monnaies et le raffermissement des cours des produits de base accentuent actuellement les tensions inflationnistes dans d'autres pays, notamment en Argentine et en Turquie.

La faiblesse de l'inflation à ce stade de la phase d'expansion économique laisse entrevoir une incertitude considérable quant à l'ampleur des capacités encore disponibles et à la force de la relation existant entre ces capacités et l'inflation. Les estimations classiques du volant de ressources inutilisées dans l'économie, telles que les écarts de production, tendent à indiquer que les capacités disponibles sont aujourd'hui limitées dans la plupart des grandes économies avancées. Les taux de chômage sont déjà inférieurs aux niveaux qui prévalaient avant la crise dans la majorité des économies avancées, et dans de nombreux cas, ils sont en deçà du niveau estimé du taux de chômage viable. Les indicateurs tirés d'enquêtes laissent également entrevoir une accentuation des contraintes de ressources, prenant notamment la forme d'une augmentation des pénuries de main-d'œuvre et d'un allongement des délais de livraison des fournisseurs. Néanmoins, les tensions sur les coûts restent plus modérées que l'on aurait pu s'y attendre, compte tenu des signes de contraintes de capacité.

La croissance des salaires s'est renforcée au cours de l'année écoulée en termes nominaux, mais le redressement de la hausse des prix à la consommation a limité les gains de salaire réel. La croissance atone de la productivité du travail et des effets de composition, liés notamment au nombre grandissant d'emplois faiblement rémunérés et de qualité médiocre, expliquent en partie l'atonie de la progression globale des salaires. Il est possible que le sous-emploi de la main-d'œuvre demeure plus important que ne le laissent à penser les chiffres officiels du chômage. Les taux d'emploi à temps partiel subsistent toujours élevés dans certains pays, en particulier en Europe, et il est possible dans d'autres d'engager des réformes pour rehausser le taux d'activité, notamment aux États-Unis. La situation tendue du marché du travail peut également inciter certains travailleurs inactifs à reprendre un emploi.

Impératifs de politique économique

Les priorités des pouvoirs publics doivent être de soutenir l'expansion, de réduire l'incertitude liée à l'action publique, de renforcer la productivité, de rendre la croissance plus inclusive et de renforcer la résilience des économies dans l'éventualité de la réalisation de différents risques. Dans l'immédiat, il faut donner un coup d'arrêt à la dérive qui s'est amorcée vers le protectionnisme et renforcer le système commercial international fondé sur des règles mondiales en s'appuyant sur un dialogue multilatéral, de manière à insuffler aux entreprises la confiance nécessaire pour investir et à prévenir la dégradation des perspectives de croissance à long terme qui résulterait d'une remise en cause de l'ouverture des marchés. Les exigences de politique macroéconomique diffèrent suivant les économies, compte tenu des problèmes différents auxquels elles sont confrontées. Dans toutes les économies, une mise en œuvre améliorée des politiques macroprudentielles contribuerait à renforcer la résilience financière et à réduire les risques découlant d'un endettement élevé. Des réformes ambitieuses destinées à stimuler l'offre sont nécessaires pour améliorer les perspectives de croissance à moyen terme, notamment des efforts visant à aider les personnes les plus exposées aux répercussions du processus d'intégration mondiale à s'orienter vers de nouveaux emplois et à acquérir de nouvelles compétences.

La prise des décisions de politique macroéconomique passe par des appréciations difficiles, compte tenu de l'incertitude considérable qui entoure l'ampleur des capacités encore disponibles, l'impact des

évolutions tendanciennes de la structure des marchés, et la mesure dans laquelle les choix faits en matière d'action publique se répercutent sur les autres pays. Cette incertitude accrue va probablement rendre les décisions des pouvoirs publics plus tributaires des données à venir. Par ailleurs, étant donné l'accentuation des risques à la baisse, il convient de mettre en balance les avantages éventuels d'une telle approche avec la nécessité de conserver des marges de manœuvre suffisantes pour pouvoir soutenir l'activité si celle-ci venait à fléchir.

Impératifs de politique macroéconomique dans les économies avancées

Une normalisation progressive de la politique monétaire s'impose

Une normalisation progressive de la politique monétaire est nécessaire dans les grandes économies, mais à des rythmes différents compte tenu de leurs perspectives divergentes en matière de croissance et d'inflation. Aux États-Unis, la normalisation de la politique monétaire devrait se poursuivre, étant donné la vigueur de l'expansion économique à court terme, et la probabilité que l'inflation soit tirée vers le bas à moyen terme par la faiblesse du chômage, même une fois que l'ampleur de la relance budgétaire aura diminué. Cela pourrait faire monter la limite supérieure de la fourchette retenue comme objectif pour le taux des Fonds fédéraux à 3¼ pour cent d'ici à la fin de 2019. L'orientation expansionniste de la politique monétaire devrait également être réduite peu à peu au Canada, en Australie et, éventuellement, au Royaume-Uni, s'il parvient à sortir sans heurt de l'Union européenne (UE) en 2019. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) devrait cesser ses achats d'actifs d'ici à la fin de 2018, et commencer démanteler progressivement sa politique de taux d'intérêt négatifs à la fin de 2019. L'accentuation de l'incertitude et les perspectives de croissance plus modérée pourraient toutefois imposer une normalisation plus graduelle. Au Japon, où l'inflation demeure très basse, la politique de relance doit se poursuivre. Une réévaluation du cadre et de la stratégie de politique monétaire pourrait cependant être de mise, compte tenu de la faiblesse persistante de l'inflation en dépit de l'expansion sensible du bilan de la banque centrale sur une période prolongée.

La politique budgétaire devrait être axée sur les enjeux à moyen terme

Les politiques budgétaires contribuent pour l'instant à soutenir la croissance dans la majorité des économies avancées. La faiblesse des taux d'intérêt et l'entrée dans une phase ascendante du cycle économique ont permis à de nombreux gouvernements d'assouplir l'orientation de leur politique économique, tout en maintenant au même niveau, voire en améliorant, leur solde budgétaire de base. Néanmoins, les déficits et les dettes publics demeurent élevés, et dans de nombreux pays plus importants qu'avant la crise financière mondiale, ce qui limite les marges de manœuvre des pouvoirs publics en cas de futur fléchissement de l'activité.

Parallèlement à la diminution des capacités disponibles, les autorités devraient éviter de donner une orientation excessivement procyclique à la politique budgétaire et se focaliser sur les enjeux à moyen terme. Les autorités peuvent encore recourir à la politique budgétaire pour améliorer les perspectives de croissance soutenue et plus inclusive à moyen terme, mais la latitude dont elles pourraient disposer à cet égard doit aussi être mise à profit en vue de constituer des marges de manœuvre budgétaires pour l'avenir. Il faut que les mesures prises en matière de dépenses et de fiscalité soient judicieusement ciblées, qu'elles renforcent les incitations en matière d'investissement et de présence sur le marché du travail, et qu'elles garantissent un partage plus large des gains de revenu et de niveau de vie. Dans certains pays, en particulier en Allemagne, des investissements publics complémentaires dans les infrastructures matérielles et numériques pourraient être engagés, compte tenu des marges de manœuvre budgétaires disponibles et des lacunes observées dans ce domaine ces dernières années.

Impératifs de politique macroéconomique dans les économies de marché émergentes

Les impératifs de politique économique diffèrent suivant les grandes économies de marché émergentes, mais les autorités doivent peser soigneusement leurs décisions dans tous les pays, pour préserver la

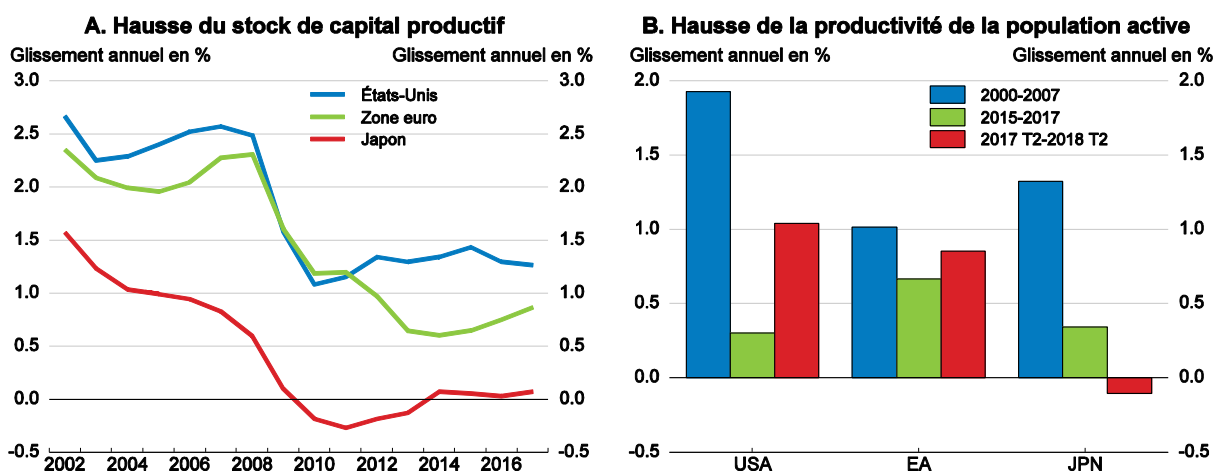
crédibilité de l'action publique et éviter de dégrader les perspectives de croissance à moyen terme. En Chine, les autorités peuvent encore assouplir la politique monétaire et renforcer l'investissement public s'il existe des risques de ralentissement brutal de la croissance à court terme. Cela dit, il faut que ces mesures soient conçues de manière à limiter toute nouvelle augmentation de l'endettement à moyen terme. Dans d'autres économies de marché émergentes, confrontées à des sorties de capitaux et à des difficultés de financement extérieur parallèlement à la normalisation de la politique monétaire dans les économies avancées, les mesures à prendre dépendent de l'ampleur du changement d'attitude des investisseurs, de la mesure dans laquelle les facteurs de vulnérabilité se sont accentués, et des marges de manœuvre dont disposent les pouvoirs publics pour atténuer ces tensions.

Les mesures complémentaires nécessaires resteront peut-être limitées dans les pays dotés d'un cadre de politique macroéconomique crédible, à condition qu'un régime de change flottant ou flexible permette une dépréciation ordonnée de leur monnaie ne causant pas de graves difficultés aux emprunteurs résidents endettés en devises, dans la mesure où cela devrait faciliter la correction des déséquilibres extérieurs. De nouvelles mesures de resserrement monétaire seront sans doute requises pour empêcher qu'une dépréciation de la monnaie n'accroisse l'inflation, mais les économies ayant une situation budgétaire solide peuvent assouplir leur politique si cela s'avère nécessaire pour étayer la demande. Les possibilités de soutenir la demande à court terme sont plus limitées dans les économies où la viabilité budgétaire est une source de préoccupation. Dans leur cas, la priorité devrait être de poursuivre les réformes, en particulier en matière de retraites et de cadre budgétaire à moyen terme. Des réformes structurelles ayant un faible coût budgétaire, telles que de nouvelles mesures visant à améliorer la facilité d'exercice des activités économiques, permettent également d'étayer la croissance et de renforcer la confiance.

Des politiques structurelles plus ambitieuses s'imposent pour entretenir la croissance et améliorer les perspectives offertes à tous

Le rythme des efforts de réforme structurelle s'est ralenti, tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes. Considérés dans leur ensemble, les pays du G20 ont mis en œuvre diverses réformes bénéfiques depuis 2014, mais elles sont loin de permettre d'atteindre l'objectif de 2 % de croissance supplémentaires de leur PIB collectif fixé pour 2018. Renforcer les efforts de réforme, tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes, contribuerait à rehausser les niveaux de vie, à améliorer les perspectives d'évolution à moyen terme de l'investissement et de la productivité, ainsi qu'à permettre une plus large distribution des fruits de la croissance. Des efforts de réforme plus poussés dans les économies de marché émergentes contribueraient également à renforcer la confiance dans les pays qui sont confrontés aujourd'hui à de sérieuses difficultés à court terme du fait des pressions exercées par les marchés de capitaux.

Des réformes s'imposent pour renforcer la croissance de l'investissement et de la productivité du travail



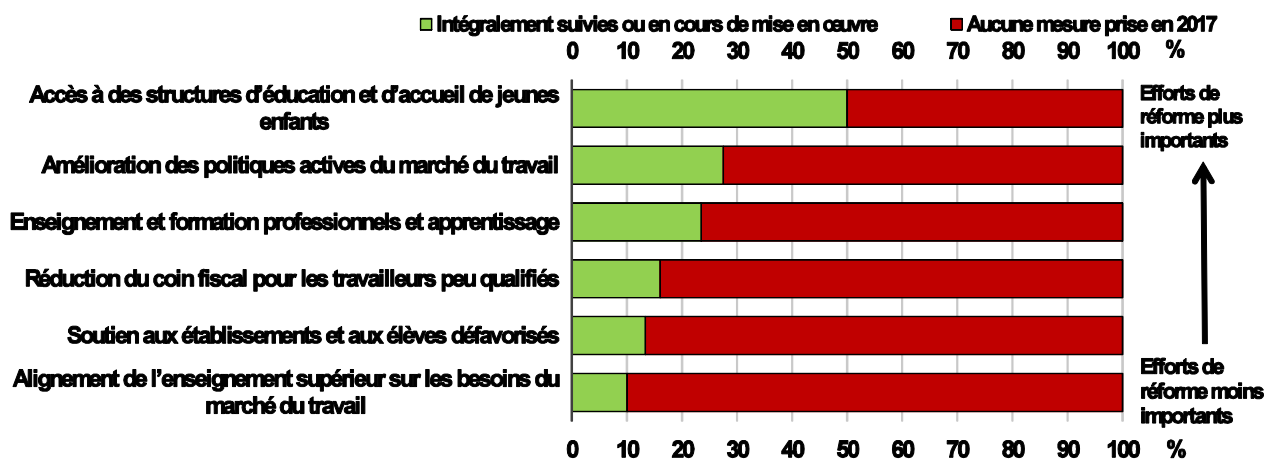
Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*.

La situation conjoncturelle actuelle, caractérisée par une croissance vigoureuse de l'emploi, est opportune pour relancer les efforts de réforme. Ces conditions contribuent à maximiser les avantages découlant des réformes, alors que l'adoption de mesures pendant les périodes de crise, qui sont souvent celles au cours desquelles sont mises en œuvre les réformes, peut au contraire alourdir leurs coûts à court terme. Dans tous les pays, des réformes plus énergiques sont nécessaires pour renforcer le dynamisme des entreprises et la diffusion des connaissances, améliorer l'acquisition de compétences et les capacités d'innovation, et aider les travailleurs à tirer parti de l'évolution rapide des marchés du travail. Une amélioration de la redistribution opérée *via* les systèmes d'impôts et de transferts doit également faire partie intégrante de tout ensemble de mesures judicieusement conçu, afin de rendre le travail financièrement attrayant, d'aider les groupes vulnérables, et de contribuer à renforcer la croissance des revenus réels parmi les ménages les plus démunis. Parallèlement aux initiatives prises pour préserver le système commercial international fondé sur des règles, il faut déployer davantage d'efforts pour atténuer l'impact de l'intégration grandissante de l'économie mondiale sur les travailleurs et les régions vulnérables. Des réformes s'imposent notamment pour améliorer les perspectives de trouver un nouvel emploi et d'acquérir de nouvelles compétences qui s'offrent aux actifs.

Les progrès récents ont été mitigés en termes de nouvelles réformes destinées à améliorer les compétences et les perspectives d'emploi des individus. Des mesures ciblées visant à améliorer l'acquisition de compétences et la formation des travailleurs peu qualifiés réduiraient les risques d'exposition à des périodes de chômage prolongées ou l'enfermement dans des emplois peu rémunérés et de qualité médiocre. De nouvelles améliorations des services d'accueil des jeunes enfants, domaine dans lequel des progrès relativement importants ont déjà été accomplis en matière de réformes, et des mesures destinées à favoriser une pleine intégration des immigrés sur le marché du travail (en particulier en Europe) renforceraient également l'offre de main-d'œuvre. À moyen terme, les pouvoirs publics pourraient prendre des initiatives complémentaires dans des domaines clés, notamment en étoffant la formation professionnelle et l'apprentissage, en facilitant la formation tout au long de la vie, et en liant plus étroitement les cursus universitaires et les programmes de formation aux besoins du marché du travail. Dans les économies de marché émergentes, un enjeu essentiel réside dans l'augmentation des taux de scolarisation. L'amélioration des niveaux de formation dans ces économies revêt une importance toute particulière pour combler plus ou moins rapidement, l'écart de niveau de vie qui les sépare des pays aux revenus plus élevés sur le long terme.

Des réformes plus énergiques s'imposent pour améliorer les compétences et les perspectives d'emploi

Proportion des recommandations d'*Objectif croissance*



Note : Ce graphique fait référence aux priorités de réforme identifiées dans l'édition 2017 d'*Objectif croissance* pour les 35 économies de l'OCDE, l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, la Chine, la Colombie, le Costa Rica, l'Inde, l'Indonésie et la Russie.

Source : OCDE, *Objectif croissance* 2018.