



# Perspectives économiques de l'OCDE

Novembre 2019



# PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

106

---

NOVEMBRE 2019

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les interprétations exprimées 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.

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

#### Note de la Turquie

Les informations figurant dans ce document qui font référence à « Chypre » concernent la partie méridionale de l'île. Il n'y a pas d'autorité unique représentant à la fois les Chypriotes turcs et grecs sur l'île. La Turquie reconnaît la République Turque de Chypre Nord (RTCN). Jusqu'à ce qu'une solution durable et équitable soit trouvée dans le cadre des Nations Unies, la Turquie maintiendra sa position sur la « question chypriote ».

#### Note de tous les États de l'Union européenne membres de l'OCDE et de l'Union européenne

La République de Chypre est reconnue par tous les membres des Nations Unies sauf la Turquie. Les informations figurant dans ce document concernent la zone sous le contrôle effectif du gouvernement de la République de Chypre.

#### Merci de citer cet ouvrage comme suit :

OCDE (2019), *Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2019 Numéro 2*, N° 106, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/77c8f557-fr>.

ISBN 978-92-64-60588-6 (imprimé)

ISBN 978-92-64-41505-8 (pdf)

ISBN 978-92-64-49543-2 (HTML)

ISBN 978-92-64-81549-0 (epub)

Perspectives économiques de l'OCDE

ISSN 0304-3274 (imprimé)

ISSN 1684-3436 (en ligne)

**Crédits photo** : Couverture © Alexandros Michailidis/Shutterstock.com.

Les corrigenda des publications sont disponibles sur : [www.oecd.org/about/publishing/corrigenda.htm](http://www.oecd.org/about/publishing/corrigenda.htm).

© OCDE 2019

---

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>.

---

# Table des matières

Éditorial	Changer les politiques pour inverser la tendance	7
1	Évaluation générale de la situation macroéconomique	11
	Introduction	12
	La croissance mondiale sera freinée par le niveau élevé des incertitudes	14
	Principaux enjeux et risques	31
	Impératifs de l'action publique	41
	Références	58
	Annexe 1.A. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions	62
2	Notes thématiques : coup de projecteur sur certaines questions macroéconomiques et structurelles	63
	Note thématique n° 1 : Remédier aux tensions commerciales actuelles : les aides publiques qui faussent le fonctionnement du marché	64
	Note thématique n° 2 : Échapper au piège de l'inflation basse	69
	Note thématique n° 3 : Rééquilibrer le dosage des politiques dans la zone euro	75
	Note thématique n° 4 : Les pouvoirs publics devront coordonner leur action au niveau mondial en cas d'aggravation du ralentissement économique	79
	Note thématique n° 5 : Les stabilisateurs budgétaires automatiques sont-ils efficaces pour préserver le revenu des ménages ?	84
3	Évolution dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres	89
	Afrique du Sud	90
	Allemagne	93
	Argentine	97
	Australie	100
	Autriche	103
	Belgique	106
	Brésil	109
	Bulgarie	113
	Canada	116
	Chili	120
	Chine	123
	Colombie	127
	Corée	130
	Costa Rica	133
	Danemark	136

Espagne	139
Estonie	142
États-Unis	145
Finlande	149
France	152
Grèce	156
Hongrie	159
Inde	162
Indonésie	166
Irlande	170
Islande	173
Israël <sup>1</sup>	176
Italie	179
Japon	183
Lettonie	187
Lituanie	190
Luxembourg	193
Mexique	196
Norvège	199
Nouvelle-Zélande	202
Pays-Bas	205
Pologne	208
Portugal	211
République slovaque	214
République tchèque	217
Roumanie	220
Royaume-Uni	223
Slovénie	227
Suède	230
Suisse	233
Turquie	236
Zone euro	239

## Annexe Statistique

243

### GRAPHIQUES

Graphique 1.1. L'activité mondiale a fortement ralenti	14
Graphique 1.2. L'incertitude est devenue la préoccupation majeure des entreprises, partout dans le monde	16
Graphique 1.3. La croissance des échanges mondiaux est très modérée	16
Graphique 1.4. Les conséquences négatives de l'augmentation des droits de douane entre les États-Unis et la Chine devraient s'intensifier	17
Graphique 1.5. Évolutions récentes des conditions financières	19
Graphique 1.6. Le nombre d'obligations d'État offrant des rendements négatifs a augmenté en Europe et au Japon	20
Graphique 1.7. La croissance mondiale devrait demeurer très modérée	21
Graphique 1.8. La croissance des échanges mondiaux va sans doute rester très modeste	23
Graphique 1.9. Les seuils de rentabilité pour les entreprises restent élevés et sont rarement ajustés	24
Graphique 1.10. L'épargne des ménages a augmenté dans de nombreux pays, en dépit d'importants gains de patrimoine	25
Graphique 1.11. Les mesures tirées des enquêtes indiquent une poursuite du ralentissement sur le marché du travail	26

Graphique 1.12. La hausse des revenus du travail des ménages devrait ralentir	26
Graphique 1.13. Évolution de la courbe de Beveridge dans quelques pays de l'OCDE	28
Graphique 1.14. La contrepartie attendue au titre de l'inflation, basée sur les marchés, est orientée à la baisse	30
Graphique 1.15. L'inflation devrait rester modérée	30
Graphique 1.16. Les restrictions aux échanges s'accroissent et l'investissement direct étranger diminue à l'échelle mondiale	32
Graphique 1.17. Les ventes des filiales d'entreprises américaines établies en Chine sont supérieures aux exportations des États-Unis à destination de la Chine	33
Graphique 1.18. Impact potentiel d'un Brexit sans accord commercial	36
Graphique 1.19. La demande d'importations est faible en Chine et la croissance des investissements en infrastructures reste modeste	38
Graphique 1.20. Évolution de la courbe des rendements et des primes d'échéance aux États-Unis	40
Graphique 1.21. Anticipations des taux directeurs sur les marchés	42
Graphique 1.22. Évolution du marché des prises en pension aux États-Unis	43
Graphique 1.23. Composition des actifs des compagnies d'assurance de certains pays européens	50
Graphique 1.24. La politique budgétaire est censée s'assouplir dans de nombreux pays de l'OCDE	51
Graphique 1.25. Sélection de certains indicateurs de changement possible d'orientation budgétaire	52
Graphique 1.26. Grandes priorités de réforme structurelle	57
Graphique 2.1. Soutien à l'agriculture, 2016-18	65
Graphique 2.2. Aides publiques aux 17 plus grandes entreprises de la chaîne de valeur de l'aluminium	66
Graphique 2.3. Dans de nombreux pays, l'inflation sous-jacente reste faible malgré la résorption des écarts de chômage	70
Graphique 2.4. Simulation du choc de chômage produit par la « grande récession » sur l'inflation dans la zone euro	71
Graphique 2.5. Effet simulé de la « grande récession » et d'une reprise hypothétique sur l'inflation sous-jacente dans la zone euro, sur la base d'une courbe de Phillips non linéaire	73
Graphique 2.6. Effets de l'application de deux stratégies différentes dans la zone euro	77
Graphique 2.7. Effet d'une action coordonnée entre les économies du G20	82
Graphique 2.8. Les effets d'entraînement d'une coopération entre pays sont conséquents	83
Graphique 2.9. La stabilisation automatique des chocs qui s'exercent sur le revenu des ménages est généralement élevée	85
Graphique 2.10. Ampleur et efficacité des composantes individuelles des stabilisateurs automatiques	86

## TABLEAUX

Tableau 1.1. La croissance mondiale reste faible	13
Tableau 1.2. Les cadres d'action des politiques de taux d'intérêt négatifs et leur impact sur les bénéfices des banques	49

## Suivez les publications de l'OCDE sur :



[http://twitter.com/OECD\\_Pubs](http://twitter.com/OECD_Pubs)



<http://www.facebook.com/OECDPublications>



<http://www.linkedin.com/groups/OECD-Publications-4645871>



<http://www.youtube.com/oecdilibrary>



<http://www.oecd.org/oecdirect/>

## Ce livre contient des...

**StatLinks** 

Accédez aux fichiers Excel à partir des livres imprimés !

En bas des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des StatLinks. Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>, ou de cliquer sur le lien depuis la version PDF de l'ouvrage.

## Légendes

\$	Dollar des États-Unis	.	Décimale
¥	Yen japonais	I, II	Semestres
£	Livre sterling	T1, T4	Trimestres
€	Euro	c.v.s.	Corrigé des variations saisonnières
mb/j	Millions de barils par jour	n.c.v.s.	Non corrigé des variations saisonnières
..	Données non disponibles		
0	Nul ou négligeable		
–	Sans objet		

# Éditorial

## Changer les politiques pour inverser la tendance

Ces deux dernières années, la croissance mondiale et les perspectives futures n'ont cessé de se détériorer, sur fond d'incertitudes persistantes sur la direction des politiques publiques et de faiblesse des flux d'échanges et d'investissement. Nous estimons la croissance du PIB mondial à 2.9 % cette année et autour de 3 % en 2020-21, une croissance inférieure aux 3.5 % prévus il y a un an, et la plus basse depuis la crise financière. Les perspectives à court terme varient d'un pays à l'autre selon l'importance des échanges pour leurs économies. Aux États-Unis, la croissance du PIB devrait ralentir à 2 % à l'horizon 2021, tandis qu'au Japon et dans la zone euro, elle devrait se situer respectivement à 0.7 % et 1.2 %. En Chine, la croissance continuera de fléchir vers 5.5 % d'ici 2021. Les autres économies émergentes devraient connaître une reprise modeste, sur fond de déséquilibres dans un certain nombre d'entre elles. D'une manière générale, les taux de croissance sont en deçà des niveaux potentiels.

Le dosage entre politique monétaire et politique budgétaire est mal équilibré. Les banques centrales ont, à juste titre, assoupli leur politique monétaire, compensant en partie les effets négatifs des tensions commerciales et empêchant une nouvelle détérioration rapide des perspectives économiques. Ainsi elles permettent d'engager des réformes structurelles et des projets d'investissement public audacieux pour élever la croissance potentielle, notamment dans des infrastructures nécessaires à la transformation numérique et la lutte contre le changement climatique. Cependant, sauf dans quelques pays, la politique budgétaire ne soutient guère l'activité économique, et en particulier peu l'investissement, alors que les prix des actifs augmentent fortement.

Mais notre préoccupation majeure est que les perspectives continuent de se dégrader, traduisant moins un choc cyclique que des évolutions structurelles qui demandent une réponse. Le changement climatique et la transformation numérique sont des évolutions profondes de nos économies. L'ordre multilatéral qui prévalait depuis les années 1990 pour réguler les échanges et les équilibres géopolitiques change. Ce serait une erreur stratégique de considérer ces évolutions comme des facteurs temporaires auxquels la politique monétaire ou budgétaire pourrait apporter des réponses : ces évolutions sont structurelles. En l'absence d'orientations stratégiques claires sur ces quatre sujets, le climat d'incertitude continuera de régner, compromettant les perspectives de croissance.

L'absence de cap stratégique face aux questions liées au changement climatique pèse sur l'investissement. Les événements climatiques extrêmes sont de plus en plus nombreux et le manque d'action des pouvoirs publics pourrait en accroître encore la fréquence. Leur multiplication pourrait, à court terme, perturber gravement l'activité économique, et causer des dommages durables aux infrastructures



et à l'environnement, et entraîner des migrations désordonnées. Les plans d'adaptation au changement climatique n'en sont qu'à leurs balbutiements, tandis que les politiques d'atténuation, avec l'abandon des combustibles fossiles, notamment sous la forme de mesures comme la taxation du carbone, se sont révélées techniquement et politiquement délicates. Les pouvoirs publics se doivent d'agir vite : faute d'orientations claires sur la tarification, les normes et la réglementation du carbone et en l'absence des investissements publics nécessaires, les entreprises différeront leurs décisions d'investissement, avec des répercussions directes sur la croissance et l'emploi.

La révolution numérique transforme la finance, les modèles économiques et les chaînes de valeur en passant essentiellement par trois canaux : l'investissement, les compétences et les échanges. Pour l'heure, il semble que seules quelques entreprises aient su exploiter l'important potentiel de gains de productivité offert par les technologies numériques, ce qui explique en partie pourquoi la transformation numérique n'a pas suffi à compenser le ralentissement de la productivité totale. Pour recueillir pleinement les fruits des technologies numériques, il faut investir dans les logiciels et les données mais aussi dans la R-D, l'organisation des entreprises et la formation, ce qui reste encore un défi pour de trop nombreuses entreprises. La transformation numérique touche également les individus et l'emploi. Elle confère un grand avantage à ceux dont les principales tâches exigent des compétences cognitives et créatives, mais pénalise ceux dont le travail comporte une forte composante de tâches répétitives, tout en générant de nouvelles modalités contractuelles qui échappent à la protection sociale classique. Or, les politiques publiques ne se sont pas adaptées assez rapidement, dans les domaines de la valorisation des compétences, la protection sociale, l'accès aux infrastructures de communication, le développement des plateformes numériques, la concurrence sur les marchés ou la réglementation des flux de données transnationaux, si bien qu'il est difficile de recueillir pleinement les fruits de la transformation numérique.

L'économie chinoise est en pleine mutation structurelle, marquée par un rééquilibrage en faveur de la consommation et des services au détriment des exportations et de l'industrie manufacturière. L'autosuffisance croissante en produits intermédiaires destinés à certains secteurs manufacturiers reflète la volonté de privilégier la production nationale plutôt que des technologies importées. La réorientation de la consommation d'énergie en vue de lutter contre la pollution et la montée en puissance des services affectent également la demande chinoise d'importations. La contribution traditionnelle de la Chine à la croissance des échanges mondiaux devrait baisser et changer de nature. La croissance de l'Inde devrait rapidement s'accélérer ; toutefois, son modèle de croissance est différent de celui de la Chine et sa croissance ne lui permettra pas de se substituer à elle comme moteur mondial des activités manufacturières.

Les échanges et l'investissement sont aussi en pleine évolution structurelle, avec l'avènement du numérique et la montée en puissance des services, mais aussi en raison des risques géopolitiques. Le durcissement des restrictions commerciales n'est pas nouveau. Depuis la crise financière internationale de 2008, quelque 1 500 nouvelles restrictions aux échanges ont ainsi été instaurées par les économies du G20. Mais ces deux dernières années ont été marquées par une forte hausse des mesures restreignant les échanges et par une érosion, dont les racines sont profondes, du système commercial mondial fondé sur des règles. Conjugée à l'augmentation des aides publiques à un large éventail de secteurs, cette évolution entraîne des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et un redéploiement des activités entre les pays, autant de facteurs qui pèsent sur la demande actuelle en réduisant les incitations à investir et compromettent la croissance à moyen terme.

Dans ce contexte, il est urgent que les États prennent des mesures plus audacieuses afin de redynamiser la croissance, et ils ont une marge d'action pour le faire. Réduire l'incertitude liée à l'action publique, repenser les politiques budgétaires et agir vigoureusement pour faire face aux enjeux nés de la transformation numérique et du changement climatique sont autant de mesures qui pourraient contribuer à inverser la tendance alarmante actuelle et permettre de relever à l'avenir la croissance et les niveaux de vie.

Premièrement, une orientation claire des politiques de transition vers une croissance durable, sur fond de révolution numérique et de défis liés au climat, enclencherait une accélération marquée de l'investissement. Les gouvernements devraient ne pas se focaliser exclusivement sur les bienfaits à court terme d'une relance budgétaire, mais garder en vue ses avantages à long terme, et pour cela repenser leurs cadres d'action pour l'investissement. La mise en place de fonds d'investissement nationaux axés sur l'avenir pourrait par exemple les aider à remédier au déficit d'investissement venant des dysfonctionnements du marché, en tenant compte des externalités positives de ces investissements pour la société dans son ensemble. Un certain nombre de pays se sont déjà dotés de fonds dédiés de ce type, mais leur gouvernance pourrait être améliorée afin d'assurer de meilleurs retours sur investissement, en termes économiques et sociaux.

Deuxièmement, une plus forte prévisibilité et une plus grande transparence de la politique commerciale joueraient un rôle majeur pour réduire l'incertitude et redynamiser la croissance. Il est par exemple nécessaire de rendre plus transparentes les nombreuses formes d'aides publiques qui faussent le fonctionnement des marchés internationaux et de se mettre d'accord sur des règles mondiales permettant d'assurer la transparence et la prévisibilité de ces aides, mais aussi d'en réduire le nombre ou d'en empêcher la propagation (Note thématique n° 1).

Troisièmement, les politiques fiscales et monétaires peuvent être actionnées plus efficacement en étant coordonnées. Les stabilisateurs automatiques peuvent être renforcés pour préserver le revenu et la consommation des ménages (Note thématique n° 5). Une coordination active dans toute la zone euro contribuerait à favoriser la croissance dès maintenant (Note thématique n° 3). De plus, si la dégradation des perspectives devait être plus forte que nous ne le prévoyons, une relance coordonnée des politiques budgétaires et monétaires au sein des pays du G20, même compte tenu de la marge d'action limitée de certaines banques centrales, serait un moyen efficace d'éviter une récession, surtout parce que cette coordination aurait pour effet de raffermir la confiance (Note thématique n° 4).

Face à la stabilisation actuelle, à de faibles niveaux, de la croissance économique, de l'inflation et des taux d'intérêt, l'heure n'est pas au relâchement de l'action publique. La situation reste intrinsèquement fragile, et les enjeux structurels – révolution numérique, échanges, changement climatique, inégalités persistantes – sont redoutables. Nous avons devant nous une unique fenêtre d'opportunité pour éviter une stagnation qui serait préjudiciable au plus grand nombre : il faut d'urgence restaurer un climat de certitude et investir au bénéfice de tous.

21 novembre 2019



Laurence Boone

Cheffe économiste de l'OCDE



# **1 Évaluation générale de la situation macroéconomique**

## Introduction

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

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

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

Tableau 1.1. La croissance mondiale reste faible

Total OCDE, sauf mention contraire

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

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

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

3. Exercice budgétaire.

4. Pourcentage de la population active.

5. Déflateur de la consommation privée.

6. Pourcentage du PIB.

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

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

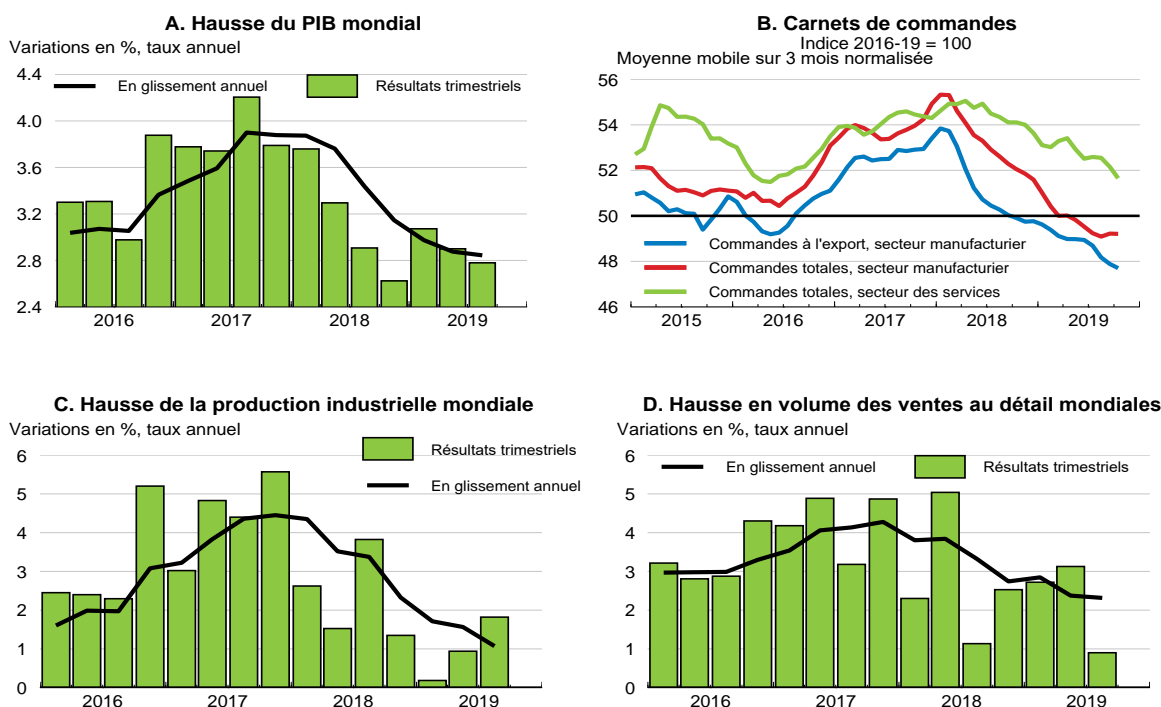
au rétablissement d'un système transparent et fondé sur des règles propre à encourager les entreprises à investir. La politique monétaire a déjà pris un tour plus accommodant cette année dans la plupart des grandes économies, et une certaine marge d'assouplissement supplémentaire existe dans les économies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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

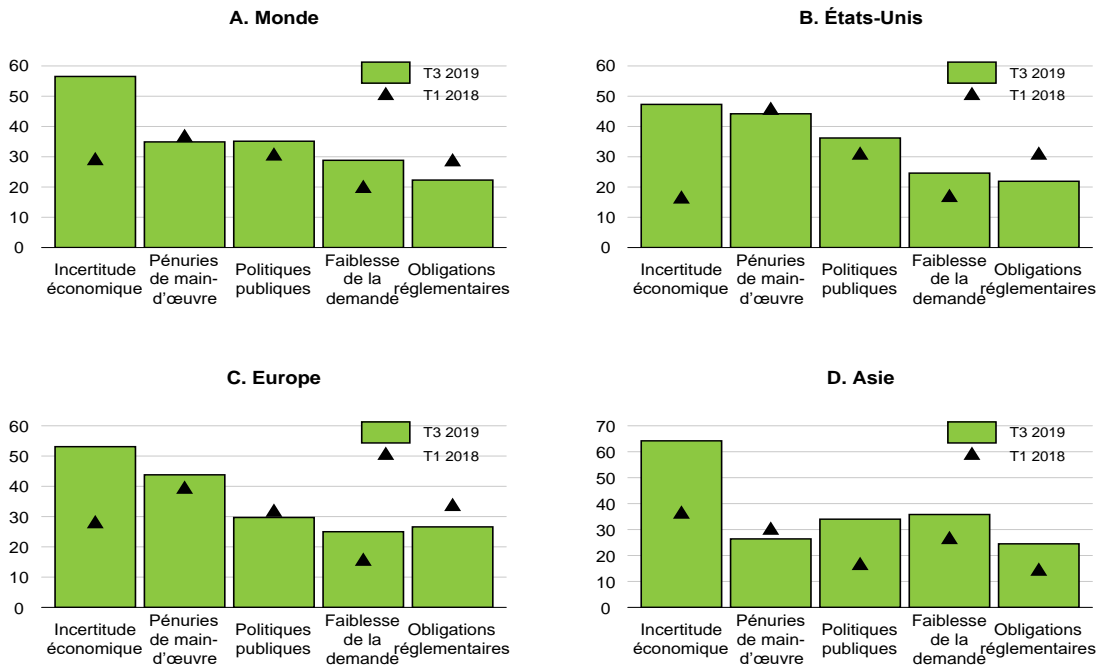
<sup>1</sup> Une importante transaction ponctuelle réalisée en Irlande et portant sur l'importation de biens de propriété intellectuelle a permis de relever de près de 1 ½ pour cent la hausse des échanges mondiaux enregistrée au deuxième trimestre de 2019, en taux annualisé. Une opération similaire avait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

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



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

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

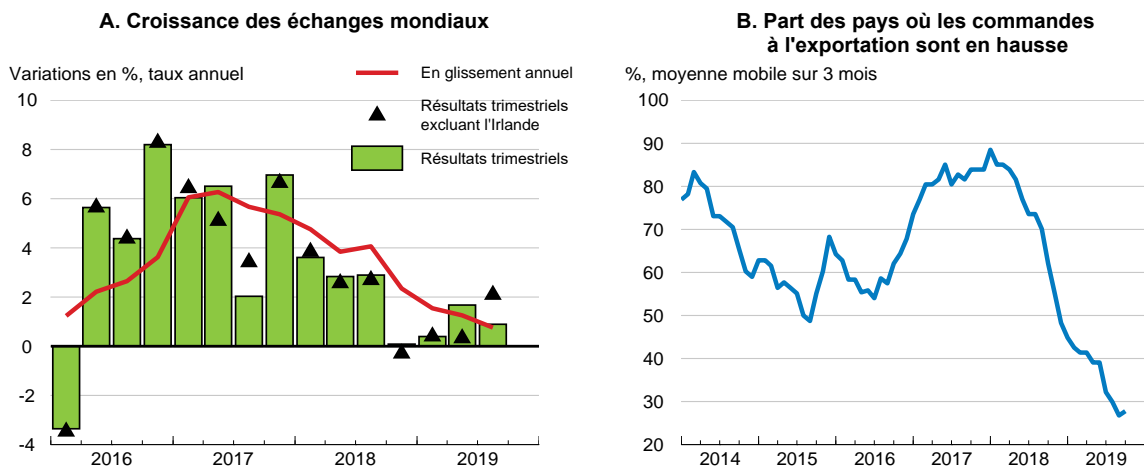


Note : Proportion d'entreprises citant les facteurs indiqués comme la préoccupation majeure de leur direction générale au cours du dernier trimestre. Résultats fondés sur des enquêtes réalisées entre mars 2018 et septembre 2019. Les facteurs indiqués sont ceux qui ont été le plus souvent cités au niveau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

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

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

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



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

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

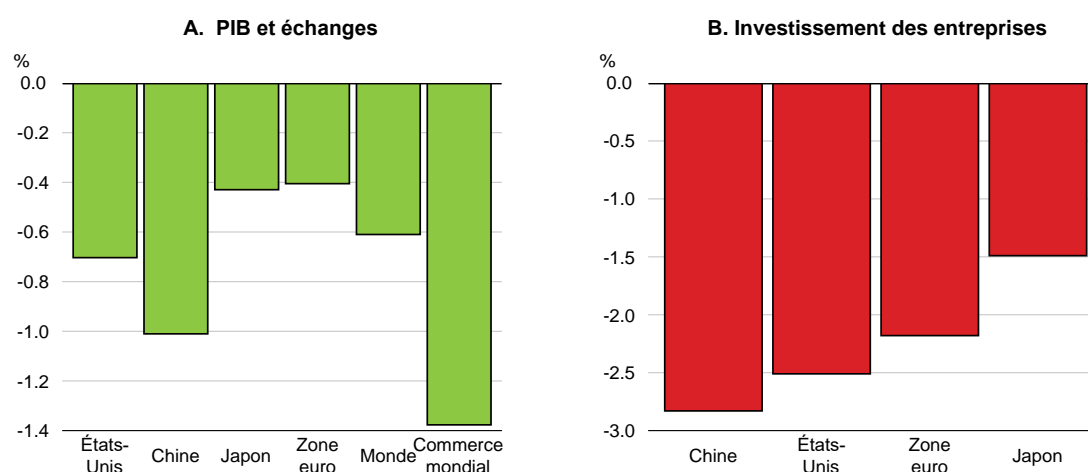
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044328>

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

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

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

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



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

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

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

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

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

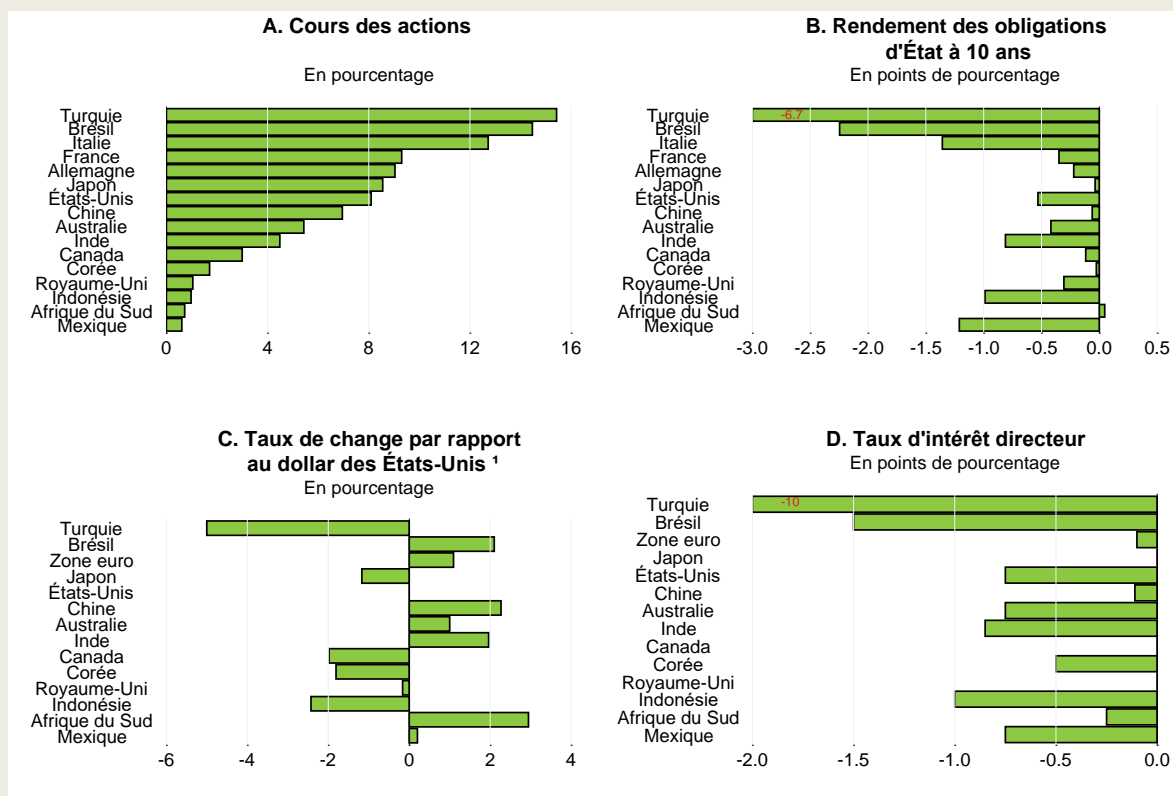
- Dans les économies avancées, les cours des actions ont augmenté par rapport aux derniers points bas atteints en mai (graphique 1.5, partie A). On a observé toutefois une chute brutale et généralisée des cours au début du mois d'août, sur fond de nouvelle aggravation des tensions commerciales mais l'augmentation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

---

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

## Graphique 1.5. Évolutions récentes des conditions financières

Évolution entre mai et novembre 2019



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

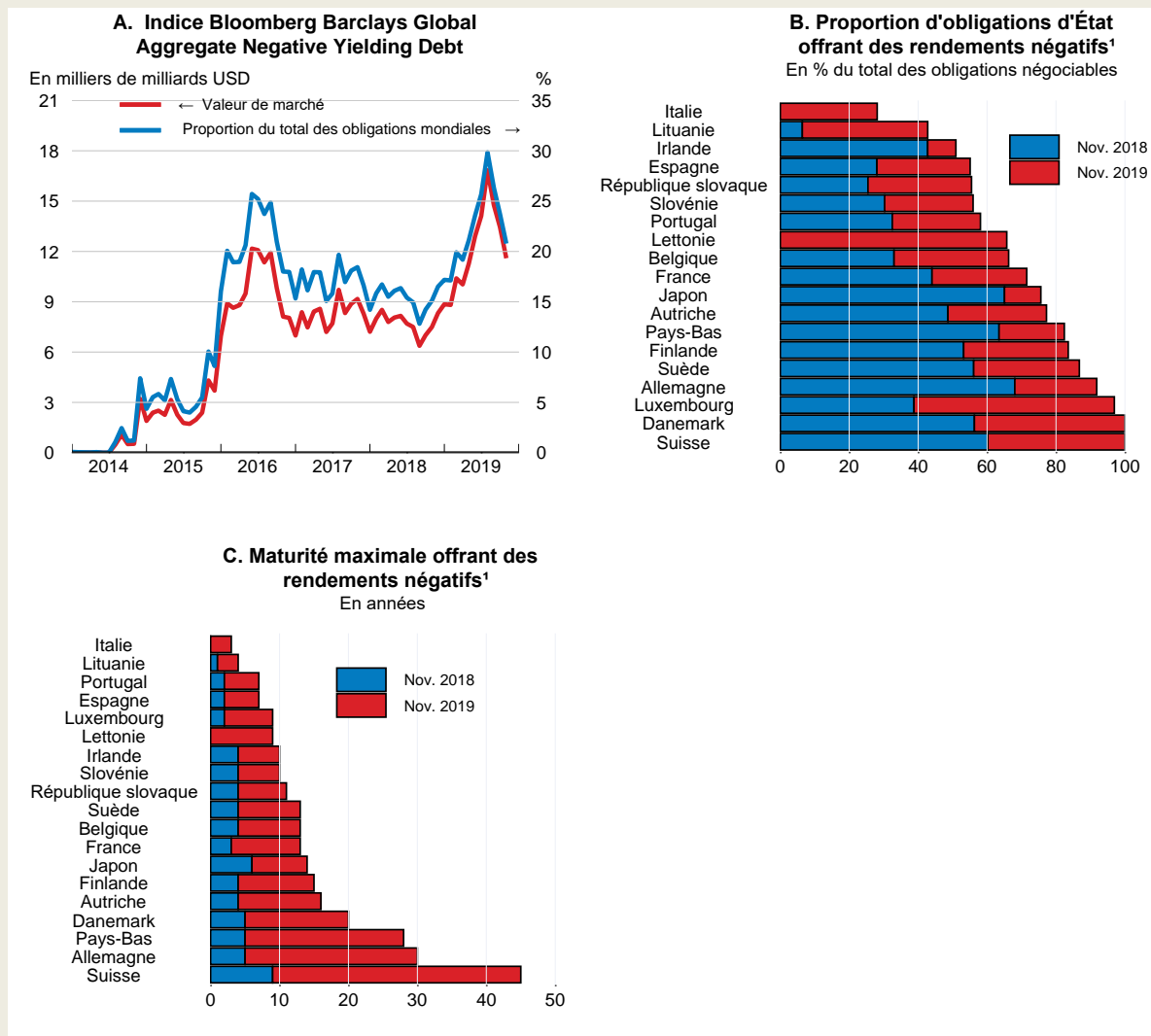
1. Une baisse correspond à une appréciation de la monnaie nationale par rapport au dollar des États-Unis.

Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

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

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

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



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

Source: Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

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

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

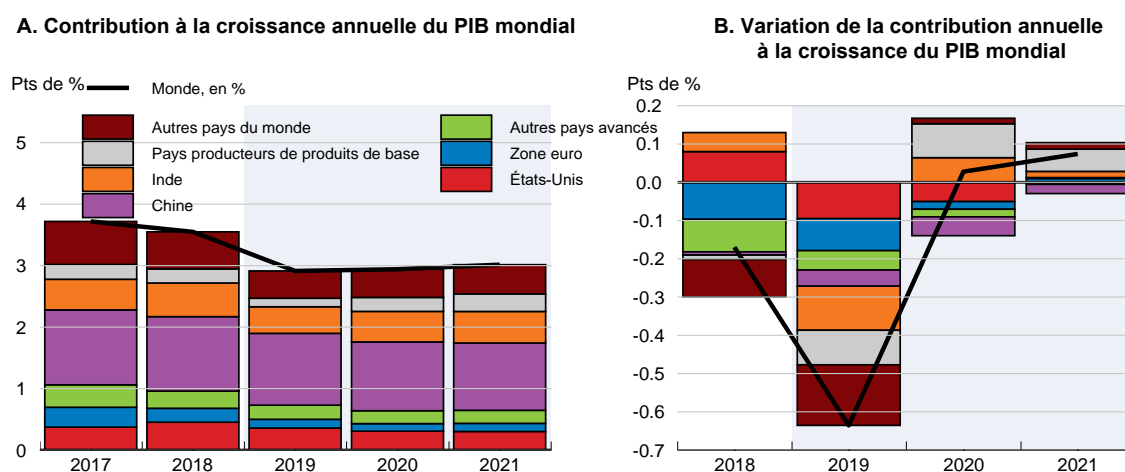
la perception des opérateurs. Dans la plupart des économies de marché émergentes, les rendements des obligations d'État à long terme en monnaie locale ont diminué, sous l'effet des baisses des taux directeurs (graphique 1.5, partie D). Les taux de change bilatéraux par rapport au dollar des États-Unis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

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

### La croissance mondiale devrait rester modeste

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

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



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

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

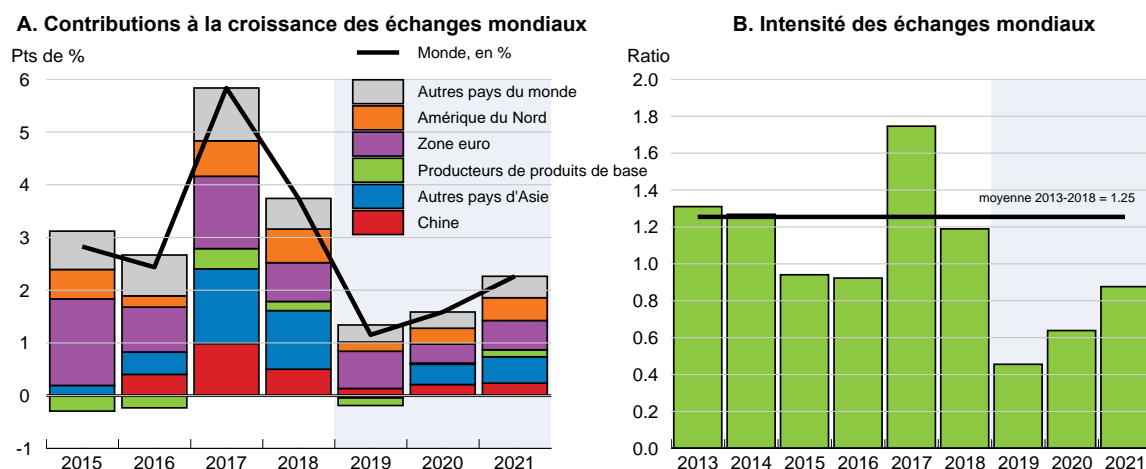
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044404>

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

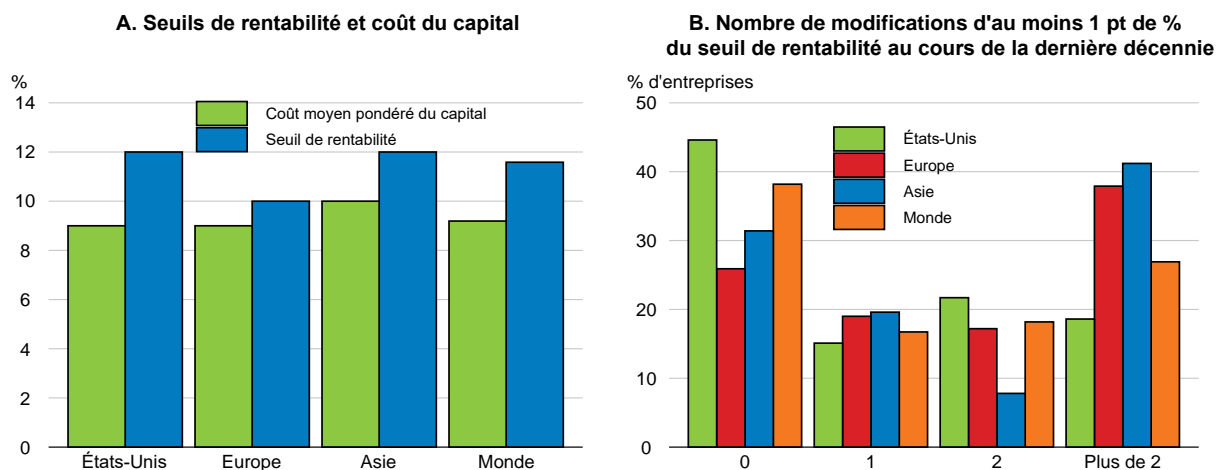


l'investissement des entreprises devrait fléchir et revenir de quelque 1.9 % par an sur la période 2018-19 à un peu plus de 1 ¼ pour cent par an en moyenne en 2020-21. Des résultats plus vigoureux sont attendus dans certaines économies de marché émergentes, en particulier l'Inde, grâce à l'impact des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

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

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

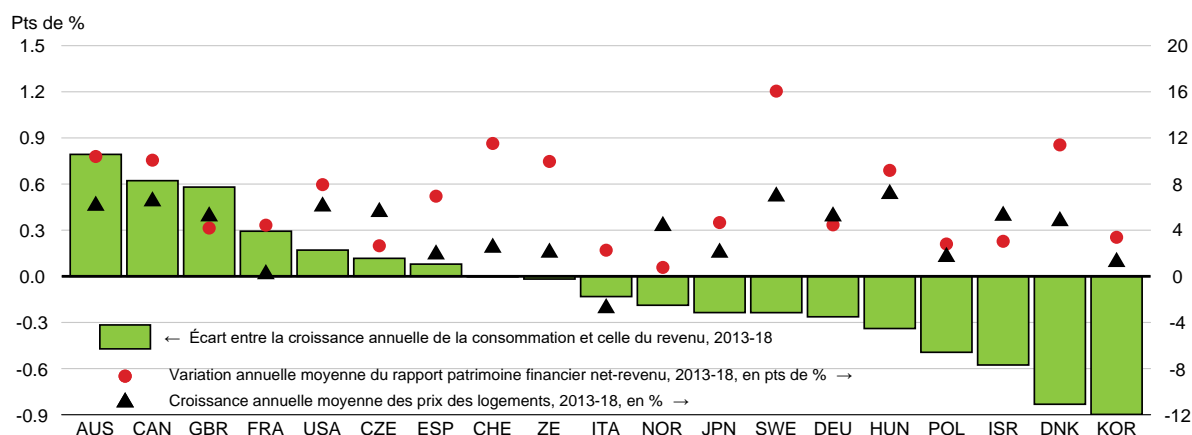
### Graphique 1.9. Les seuils de rentabilité pour les entreprises restent élevés et sont rarement ajustés



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

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

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



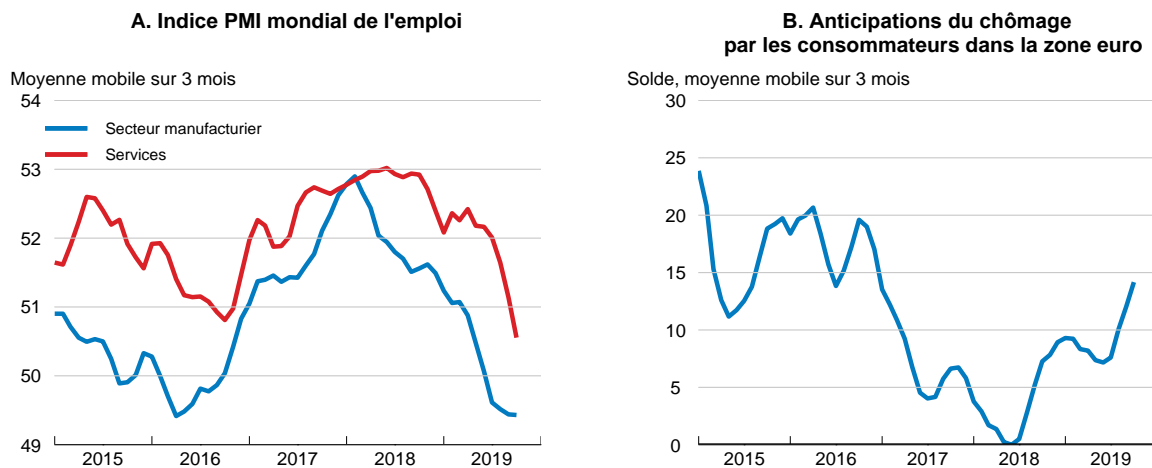
Note : Les données concernant le revenu disponible agrégé des ménages, la consommation et les prix des logements correspondent à des taux de croissance annuels moyens sur la période 2013-18. La variation du rapport patrimoine-revenu correspond à la variation annuelle moyenne du rapport entre les actifs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

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

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

Des signes de relâchement des tensions sur les marchés du travail deviennent de plus en plus manifestes. Les taux d'emplois vacants, qui partaient certes d'un niveau relativement élevé, ont commencé à reculer dans de nombreux pays (encadré 1.2), le nombre d'heures travaillées et les pénuries de main-d'œuvre ont amorcé un repli et les données issues des enquêtes montrent un ralentissement de la croissance de l'emploi. La faiblesse est particulièrement visible dans les enquêtes menées auprès du secteur manufacturier (faisant écho à la faiblesse de la production sectorielle correspondante), mais le phénomène s'étend aussi de plus en plus aux services. La baisse des indicateurs issus des enquêtes doit encore être confirmée par les données sur l'emploi, mais elle laisse entrevoir des risques de ralentissement plus brutal (graphique 1.11, partie A) et commence à affecter les anticipations, par les consommateurs, de l'évolution future du chômage dans certaines économies (graphique 1.11, partie B). Dans l'économie de l'OCDE médiane, la croissance de l'emploi devrait ralentir pour ressortir à quelque 0,6 % par an en moyenne sur la période 2020-21, soit un rythme inférieur de moitié à celui de 2018-19 (graphique 1.12, partie A). En revanche, la progression des salaires réels devrait rester largement inchangée en 2020-21, reflétant la tension sous-jacente des marchés du travail en dépit du ralentissement de la croissance de l'emploi ainsi que la légère amélioration prévue de la productivité du travail (graphique 1.12, partie B). Le ralentissement de la croissance des revenus du travail globaux des ménages qu'implique cette évolution va, à son tour, jouer un rôle important dans le fléchissement attendu de la hausse des dépenses des ménages dans les grandes économies avancées, laquelle devrait redescendre à un rythme annuel de 1 ½ pour cent en 2020-21, contre 2 % par an en 2018-19.

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

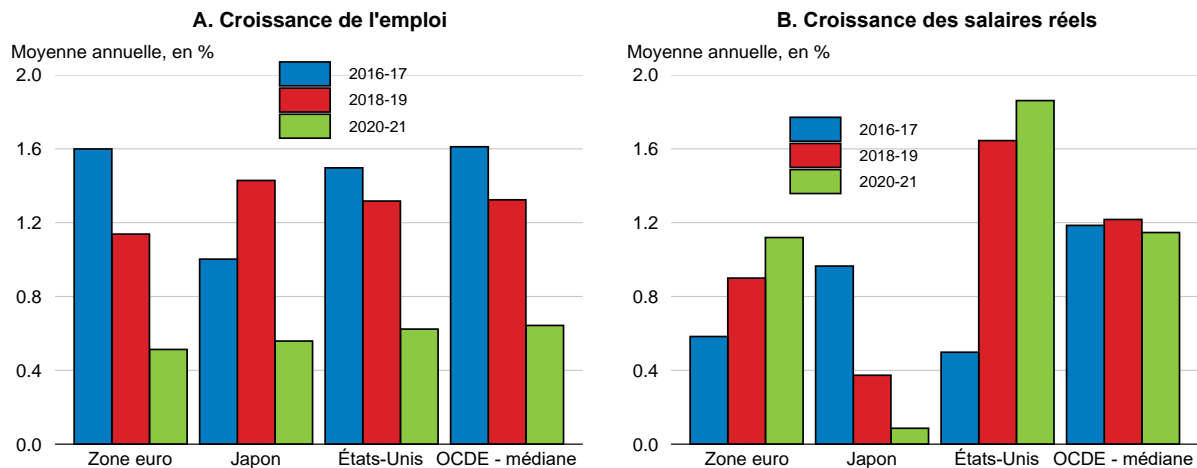


Note : La partie B présente les anticipations de variation du nombre des chômeurs au cours des 12 mois à venir telles qu'elles ressortent d'enquêtes menées auprès des consommateurs.

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

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

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



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

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

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

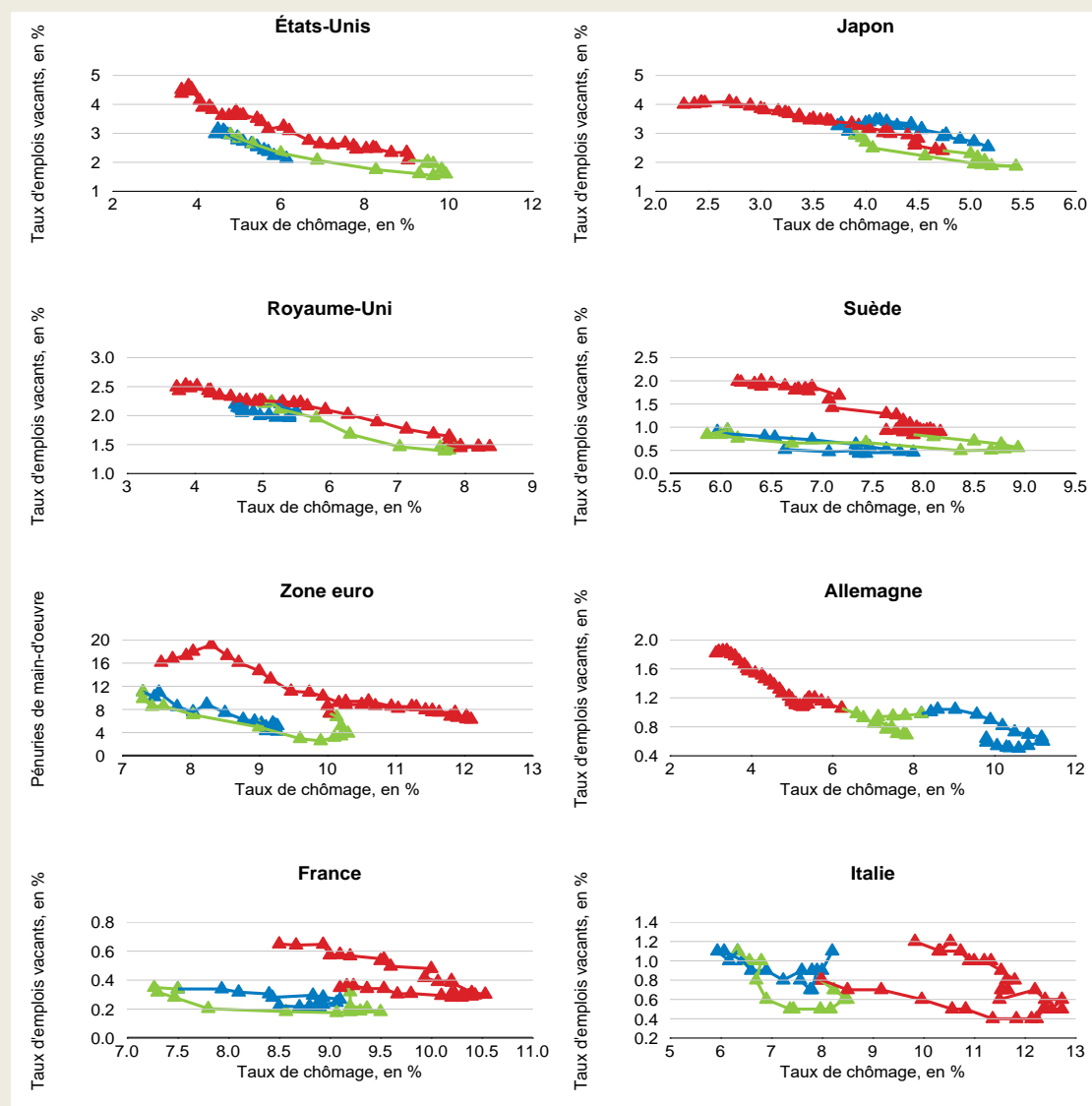
### Encadré 1.2. Évolution de la courbe de Beveridge dans une sélection de pays de l'OCDE

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

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

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

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



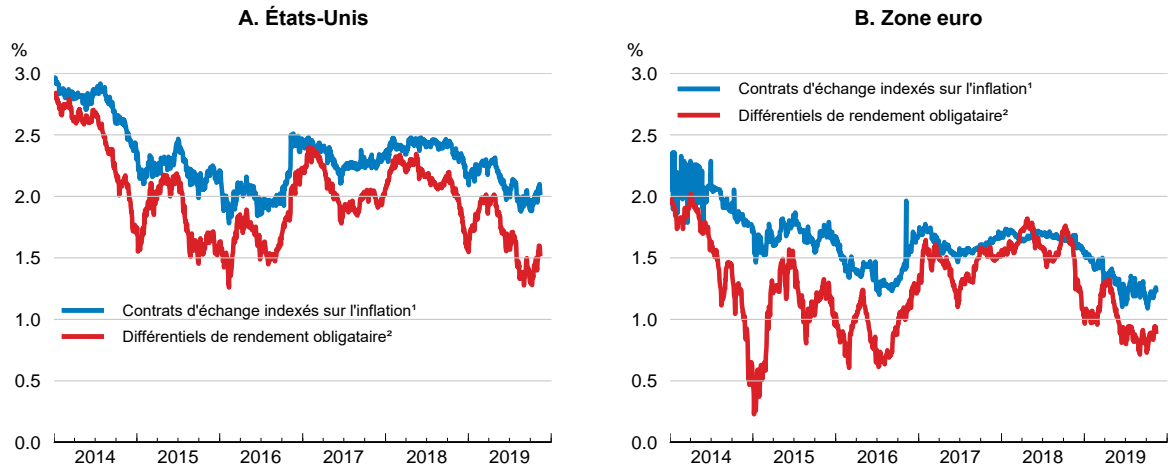
Note : Ligne bleue : période ayant précédé la crise (T3 2003-T3 2007) ; ligne verte : période de la crise (T4 2007-T4 2010) ; ligne rouge : période postérieure à la crise (T1 2011-T3 2019 ou données de la période la plus récente). Les données relatives au chômage correspondent à des estimations des taux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

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

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

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

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

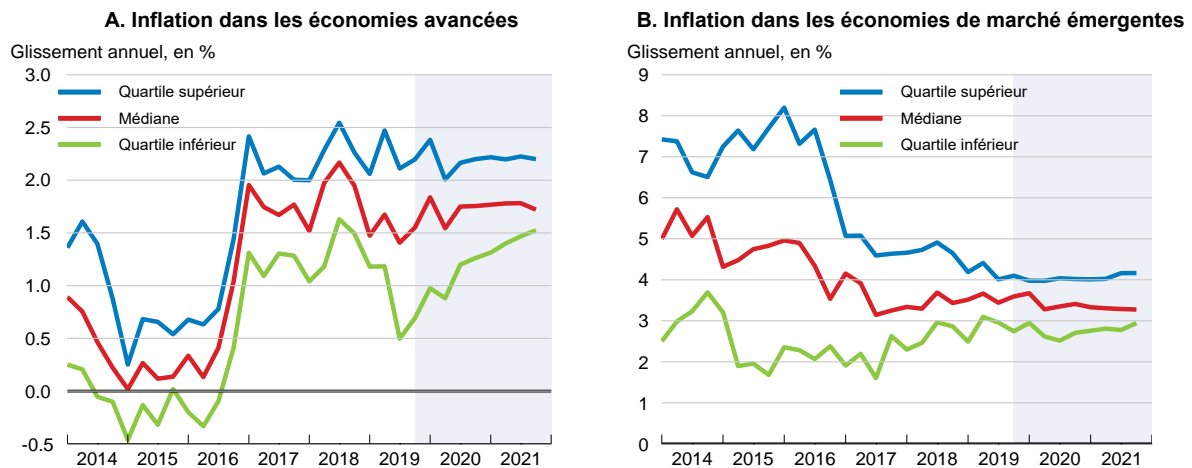


1. Contrepartie attendue au titre de l'inflation annuelle moyenne à l'horizon de 5 à 10 ans, sur la base des contrats d'échange indexés sur l'inflation à 5 ans et à 10 ans.
2. Contrepartie attendue au titre de l'inflation fondée sur le différentiel de rendement entre les obligations d'État nominales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

Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

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

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



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

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

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

## ***L'inflation restera modérée***

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

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

## **Principaux enjeux et risques**

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

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

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

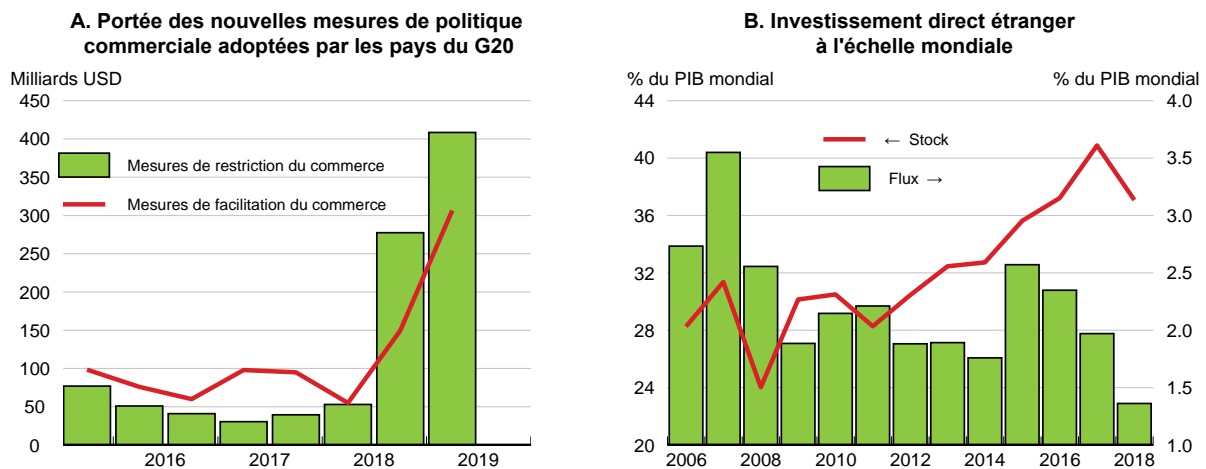


augmenté au cours de l'année écoulée, en particulier parmi certaines des principales économies, et dépasse la valeur des échanges visés par les nouvelles mesures de facilitation du commerce (graphique 1.16, partie A)<sup>5</sup>. Dans le même temps, la part des nouvelles modifications des politiques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

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

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

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



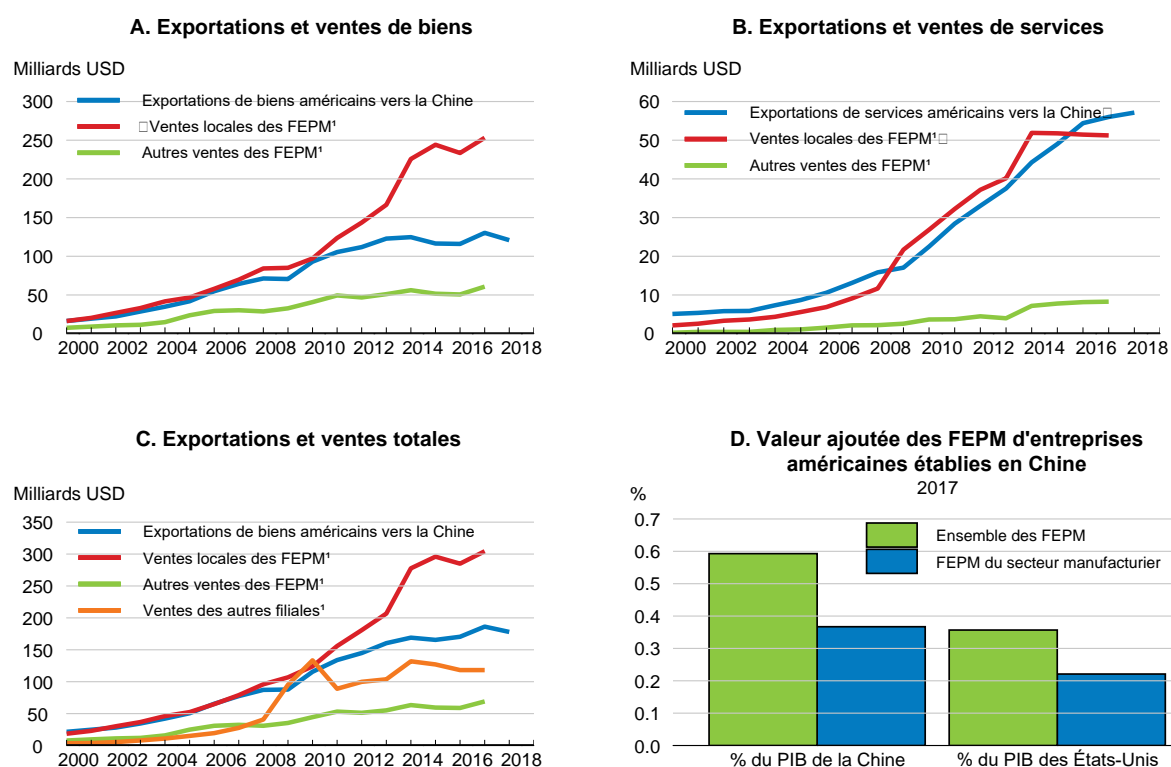
Note : Dans la partie A, les données représentées sont des moyennes mobiles sur deux périodes. Ces chiffres sont des estimations et représentent la portée des nouvelles mesures de politique commerciale adoptées au cours de chacune des périodes étudiées. La portée des nouvelles mesures de politique commerciale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

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

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

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

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



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

1. Concerne les entreprises américaines établies en Chine.

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

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

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

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

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

---

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

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

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

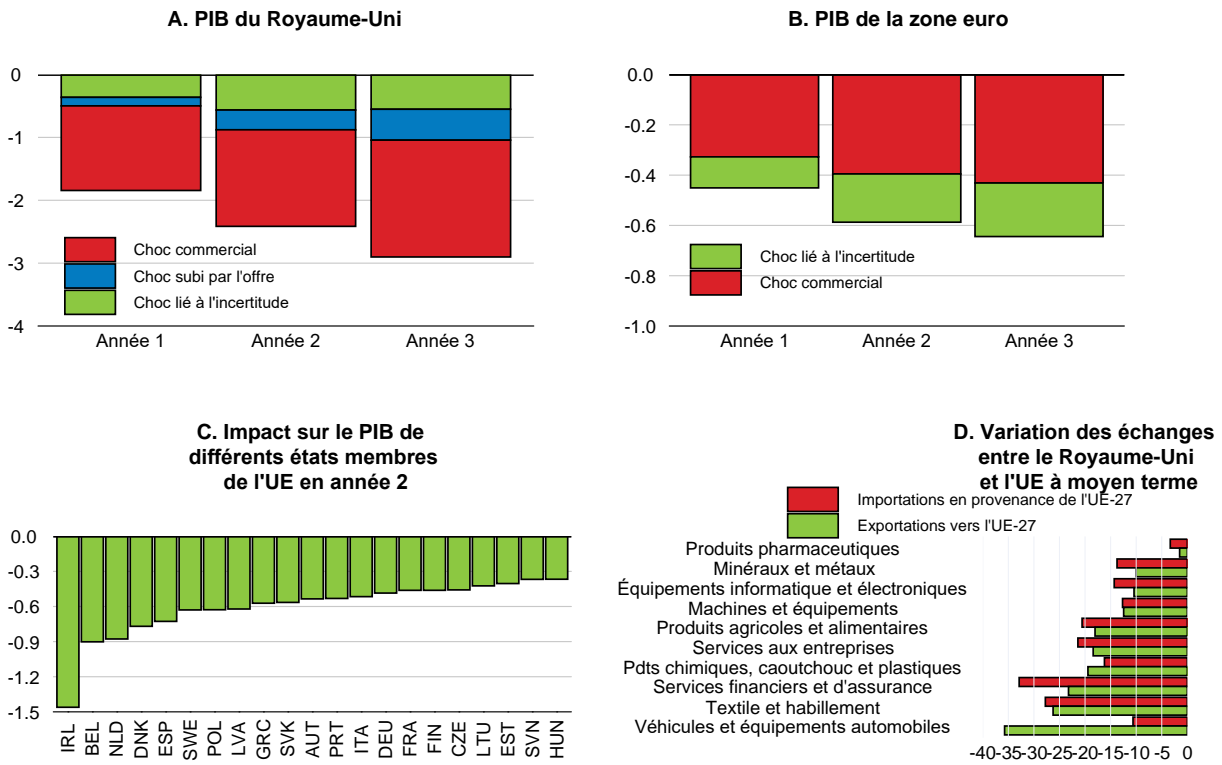
Un accord a été trouvé en octobre sur le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit), mais il doit encore être ratifié par les parlements britannique et européen. Une ratification de cet accord éliminerait les risques immédiats d'un retrait sans accord du Royaume-Uni de l'UE, mais l'incertitude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

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

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

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

Différence en pourcentage par rapport au scénario de référence



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

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

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

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

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

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

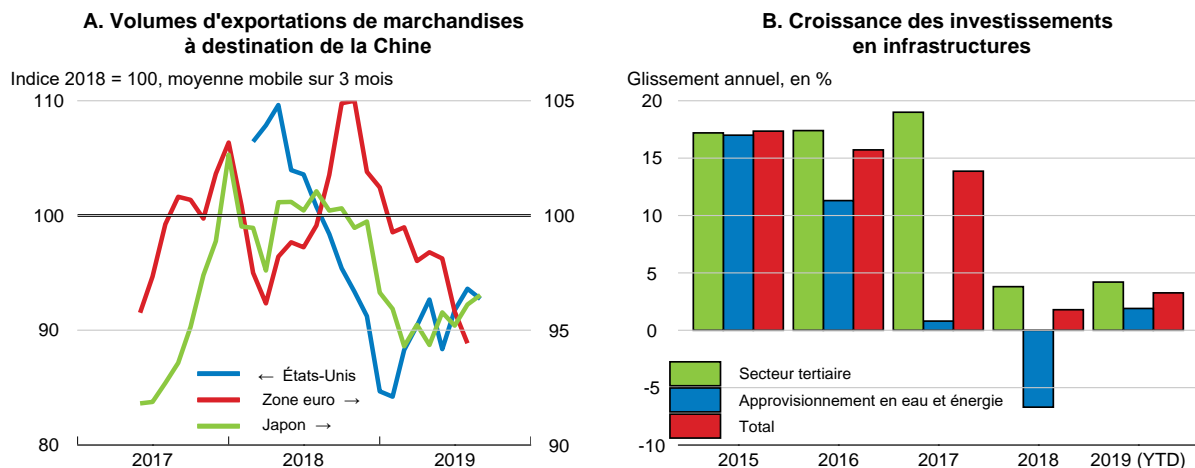
### ***Le ralentissement de la croissance pourrait être plus marqué que prévu en Chine***

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

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

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

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



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

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044632>

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

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

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

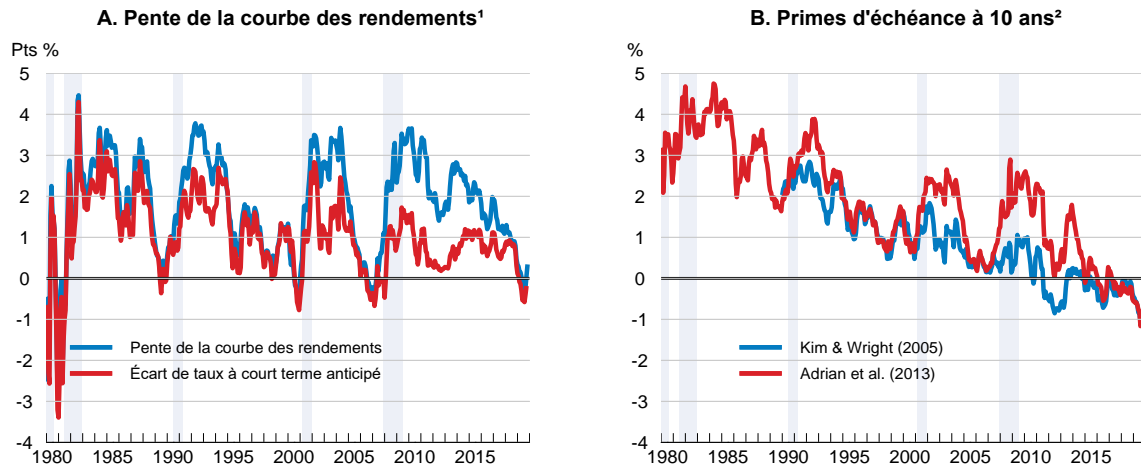
<sup>8</sup> Les primes d'échéance, dont on estime que le niveau s'est établi aux alentours ou en deçà de zéro aux États-Unis ces dernières années, ont été tirées vers le bas par une forte demande d'obligations d'État à long terme. L'effet induit sur ces primes par la réduction temporaire du portefeuille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

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

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



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



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

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

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

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

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

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

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

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

### Impératifs de l'action publique

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

### Considérations de politique monétaire

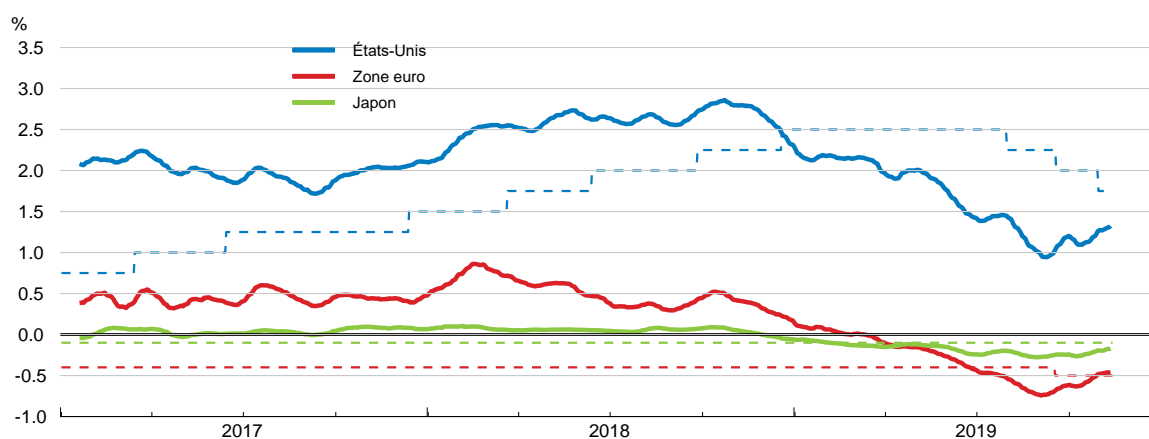
Les risques d'un ralentissement économique et d'une inflation durablement en deçà de sa cible érodant les anticipations d'inflation, se sont accrus depuis mai dernier (chapitre 2, Note thématique n° 2), incitant les banquiers centraux des grandes zones économiques à assouplir leur politique monétaire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

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

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

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

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



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

Source : Bloomberg ; et calculs de l'OCDE.

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

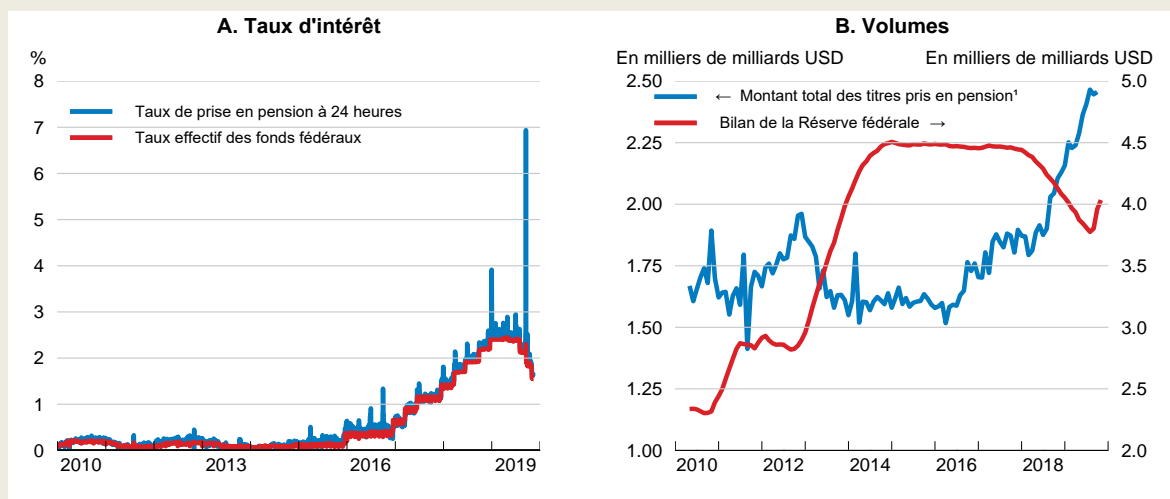
#### Encadré 1.3. Turbulences sur le marché des opérations de pension aux États-Unis

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

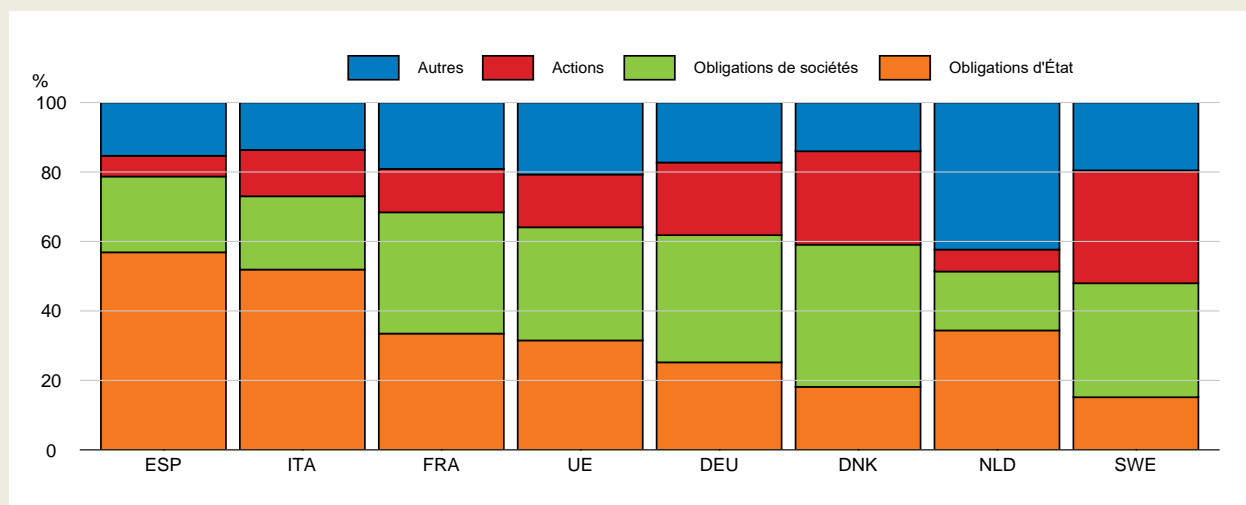
Les effets des taux de dépôt négatifs sur les bénéfices des banques pourraient être encore plus fâcheux si les banques centrales devaient poursuivre leurs achats d'actifs ou abaisser encore leurs taux négatifs. Dans la zone euro, par exemple, le coût des réserves excédentaires pour les banques augmentera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

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

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

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

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



Note : Chiffres arrêtés à la fin 2018.

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

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

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

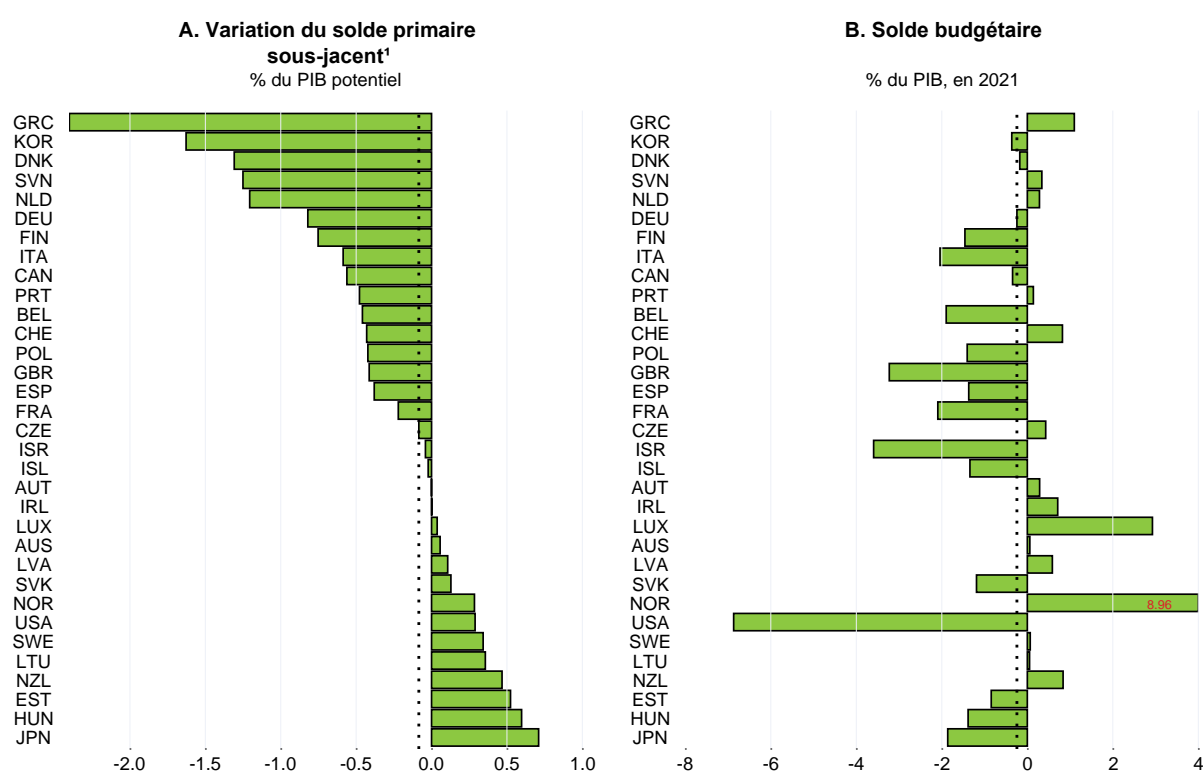
### **Considérations de politique budgétaire**

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

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

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

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



Note : Les lignes verticales en pointillés représentent les médianes.

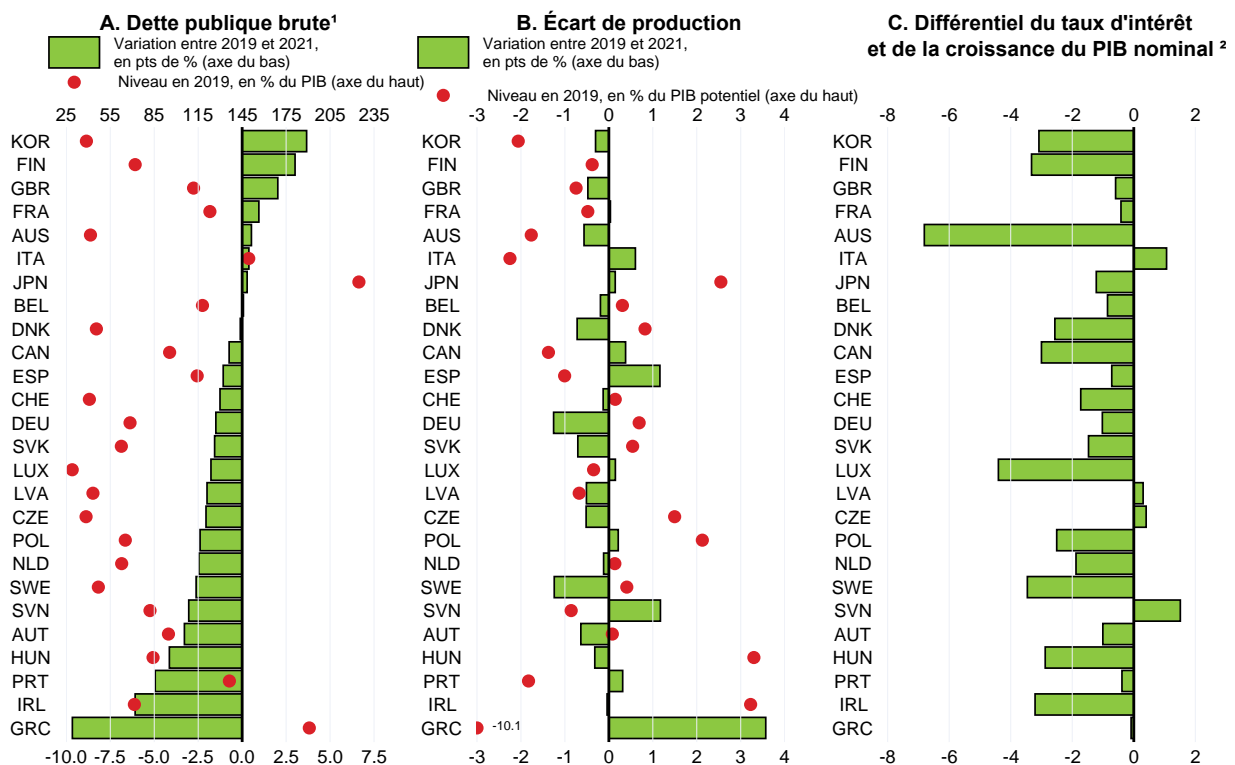
1. Variation entre 2019 et 2021.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

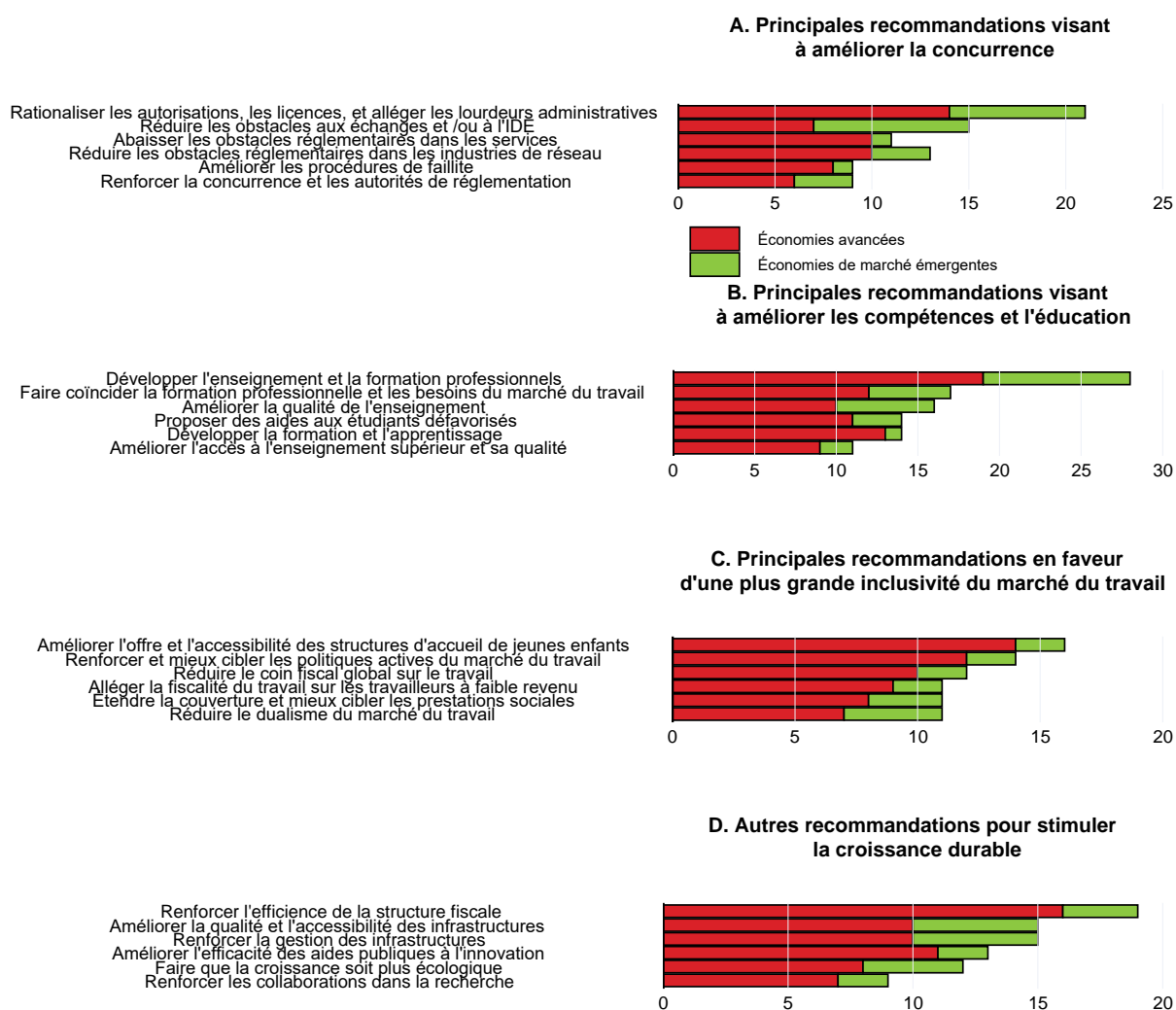


- Des efforts renouvelés visant à renforcer la concurrence et à ouvrir les marchés de produits sont essentiels pour favoriser l'innovation et la diffusion des technologies numériques et, *in fine*, les gains de productivité et l'inclusion sociale (graphique 1.26, partie A).
- Les objectifs des réformes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

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

## Graphique 1.26. Grandes priorités de réforme structurelle

Nombre d'économies



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

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

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

## Références

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **2 Notes thématiques : coup de projecteur sur certaines questions macroéconomiques et structurelles**



# Note thématique n° 1 : Remédier aux tensions commerciales actuelles : les aides publiques qui faussent le fonctionnement du marché

Les causes des tensions commerciales actuelles sont complexes, mais trouvent leur origine dans un sentiment généralisé de frustration lié au fait que les règles du commerce international n'ont pas évolué au même rythme que l'économie et la technologie, et que tout le monde ne respecte pas les règles en vigueur. Si les sujets d'inquiétude ne manquent pas – qu'il s'agisse des restrictions aux frontières, des dispositions internes qui peuvent imposer des coûts superflus aux acteurs du commerce international, ou encore des nouvelles restrictions applicables aux flux de données transnationaux qui sous-tendent les échanges à l'ère du numérique – une attention particulière a été suscitée par la question des aides publiques qui faussent le fonctionnement des marchés internationaux. Ces aides existent depuis longtemps – s'agissant de l'agriculture – ou sont plus récentes – s'agissant des produits industriels – mais il semble qu'elles soient dans les deux cas d'une ampleur considérable.

Pour traiter le problème des aides publiques qui faussent le fonctionnement du marché, il faut d'abord en comprendre la nature et l'ampleur. Que savons-nous à leur propos ?

## Agriculture

Vers la fin des années 1980, l'OCDE a défini une méthodologie pour identifier ces aides publiques et en estimer le montant dans l'agriculture, fournissant aux pouvoirs publics les informations nécessaires pour commencer à supprimer les formes de soutien ayant les effets de distorsion les plus flagrants sur les échanges – notamment en intégrant l'agriculture pour la première fois dans le champ d'application des règles du commerce international. Cela a abouti à une diminution des aides publiques, notamment dans certains pays de l'OCDE auxquels s'appliquaient la totalité des disciplines multilatérales, et à une réduction de leurs effets de distorsion sur les échanges. Néanmoins, la réforme de ce domaine de l'action publique est aujourd'hui dans une large mesure en panne dans les pays de l'OCDE, et il reste beaucoup à faire. Qui plus est, certaines grandes économies de marché émergentes ont accru leur soutien aux agriculteurs – à partir d'un faible niveau initial, il est vrai – et tendent à recourir davantage à des mesures qui faussent particulièrement le fonctionnement du marché (OCDE, 2019a).

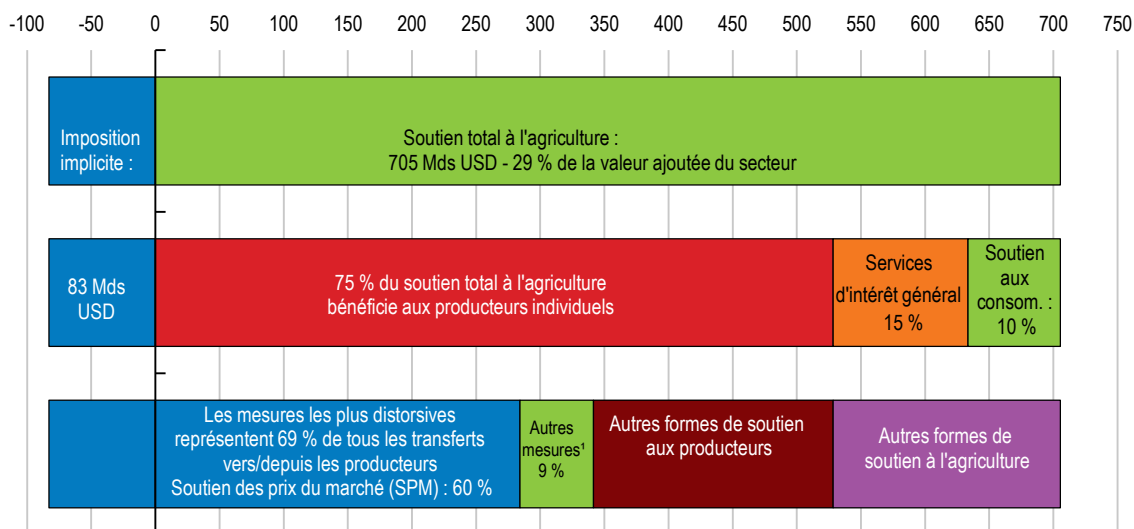
Dans le secteur agricole, les aides publiques s'établissent aujourd'hui à plus de 700 milliards USD par an pour les 53 pays<sup>1</sup> (représentant 74 % de la valeur ajoutée mondiale produite dans ce secteur) couverts par les activités de suivi des politiques agricoles de l'OCDE (Graphique 2.1). Un quart seulement de ce montant sert à financer des services d'intérêt général à l'agriculture (tels que des activités de recherche-développement) ou un soutien aux consommateurs (sous forme de bons d'alimentation, par exemple), tandis que les trois quarts restants (530 milliards USD) bénéficient directement aux producteurs individuels. En outre, sur ces 530 milliards USD d'aides, plus des deux tiers correspondent aux formes de soutien qui engendrent le plus de distorsions – notamment à des politiques agricoles destinées à maintenir

---

<sup>1</sup> Les pays couverts par ces estimations sont les membres de l'OCDE, les États membres de l'Union européenne (UE) n'appartenant pas à l'OCDE, ainsi que 12 économies de marché émergentes (l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, la Chine, la Colombie, le Costa Rica, la Fédération de Russie, l'Inde, le Kazakhstan, les Philippines, l'Ukraine et le Viet Nam).

## Graphique 2.1. Soutien à l'agriculture, 2016-18

Milliards USD par an, 2016-18



1. Autres formes de soutien qui créent le plus de distorsions.

Source : OCDE (2019a), « *Estimations du soutien aux producteurs et aux consommateurs* », Éditions OCDE, Paris ; Statistiques agricoles de l'OCDE (base de données).

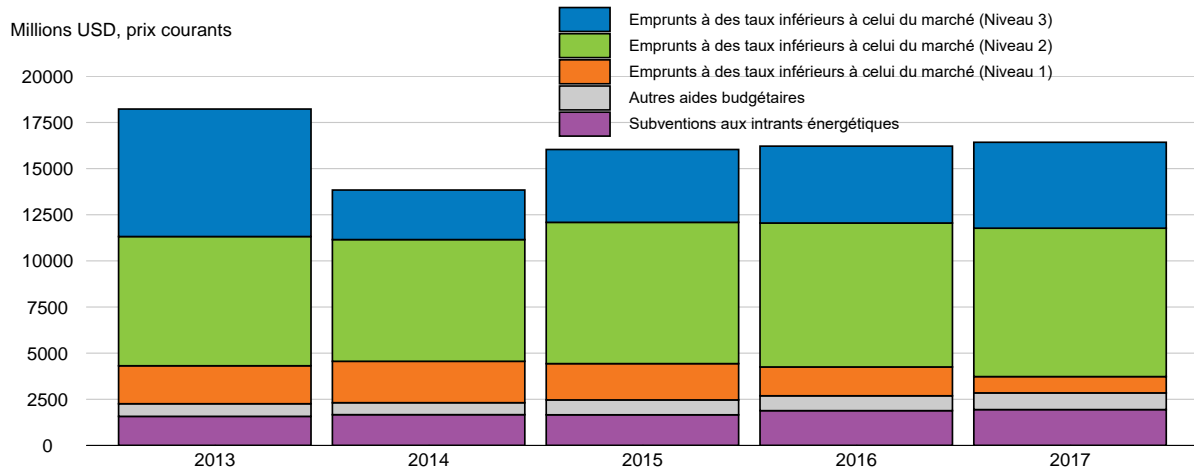
les prix intérieurs à un niveau supérieur à celui des prix du marché mondial (soutien des prix du marché), au moyen de restrictions d'accès au marché qui empêchent l'entrée d'importations compétitives moins chères. Par ailleurs, quelques économies de marché émergentes appliquent des mesures qui abaissent les prix à la production par rapport au niveau des marchés internationaux, ce qui représente une forme d'imposition implicite de leurs producteurs, à hauteur de 83 milliards USD par an.

## Secteurs industriels

Si la question du soutien à l'agriculture est relativement bien comprise, c'est seulement maintenant que l'on commence à s'intéresser aux aides dont bénéficie l'industrie. La nature et l'ampleur de ces aides sont nettement moins bien connues. D'après les données limitées dont on dispose, il semblerait qu'elles soient courantes et d'une ampleur considérable dans le secteur manufacturier et qu'elles génèrent de fortes distorsions sur les marchés internationaux. Ces aides revêtent elles aussi des formes diverses, allant des subventions aux intrants, que l'on connaît relativement bien, à des mesures moins transparentes et plus difficiles à mesurer, qui passent par le système financier – ainsi que le montrent, par exemple, des travaux récents de l'OCDE sur la chaîne de valeur de l'aluminium (Graphique 2.2 ; OCDE, 2019b).

## Graphique 2.2. Aides publiques aux 17 plus grandes entreprises de la chaîne de valeur de l'aluminium

Par type d'aide



Note : On estime les emprunts à des taux inférieurs à celui du marché de niveau 1 en comparant les taux d'intérêt effectivement appliqués aux entreprises avec un taux de marché de référence, constitué d'un taux de base sans risque et de primes correspondant au profil de risque d'un portefeuille de dettes libellées en USD, en prenant en compte l'évaluation de la solvabilité de chaque entreprise. Pour estimer les emprunts à des taux inférieurs à celui du marché de niveau 2, on retient en outre le profil de risque des dettes libellées dans la monnaie locale (le yuan chinois ou la roupie indienne, par exemple). Enfin, pour estimer les emprunts à des taux inférieurs à celui du marché de niveau 3, on prend en compte le supplément de taux d'intérêt qui aurait été appliqué en l'absence de la garantie implicite de l'État dont bénéficient certaines entreprises. Les données pour deux entreprises de l'échantillon (SPIC et QPIG) correspondent à la période 2012-16.

Source : OCDE (2019b), « Measuring Distortions in International Markets: The Aluminium Value Chain », *Documents de travail de l'OCDE sur la politique commerciale*, No. 218, Éditions OCDE, Paris.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044841>

La récente étude de l'OCDE sur le secteur de l'aluminium et de nouveaux travaux sur les semi-conducteurs (OCDE, à paraître) mettent tous deux clairement en lumière le rôle de soutien important que jouent les administrations centrales et infranationales *via* leurs entreprises publiques. Ces aides, complexes, prennent notamment les formes suivantes : des prêts de banques publiques à des taux inférieurs à celui du marché ; des injections de capitaux dans des entreprises réalisées par des fonds d'investissement publics à des conditions plus avantageuses que celles du marché (et qui ouvrent elles-mêmes la voie à d'autres formes de soutien, notamment des garanties implicites de l'État et une aide financière à des opérations d'acquisition ou de renforcement de capacités de production) ; et la vente aux industriels de divers intrants (tels que de l'électricité) par des prestataires de services d'utilité publique et d'autres fournisseurs appartenant à l'État à des prix inférieurs à ceux du marché. Ces formes de soutien, et plus généralement l'existence d'une porosité dans les relations entre les entreprises et la puissance publique, peuvent compliquer l'identification des aides au cas par cas.

Les effets de ces aides apportées à l'industrie se propagent tout le long de chaînes de valeur qui couvrent une multitude de secteurs et de pays. Les mesures qui réduisent le coût du capital, et favorisent la construction d'un nombre d'unités de production supérieur à ce justifierait la situation du marché, faussent le fonctionnement des marchés mondiaux et peuvent également bénéficier *in fine* aux équipementiers fournissant ces usines. De même, les subventions aux intrants accordées aux fonderies d'aluminium peuvent se traduire par des produits moins chers en aval, qui sont utilisés pour construire des automobiles, des avions et des lignes de transport d'électricité à haute tension. Dans un monde où les chaînes de valeur sont mondiales, les pouvoirs publics doivent tenir compte de la manière dont leurs mesures de soutien

peuvent se cumuler tout au long de la chaîne d'approvisionnement. Il s'ensuit que ce soutien importe non seulement pour tel ou tel secteur industriel, mais également pour l'ensemble du système commercial mondial, ce qui souligne la nécessité de trouver des solutions selon une approche globale de la question.

Les aides aux producteurs ne sont pas toutes préjudiciables au même titre ; les pouvoirs publics peuvent avoir de bonnes raisons d'appliquer des aides ciblées destinées à corriger des défaillances du marché (telles que les aides à la recherche fondamentale). Des informations sont nécessaires pour distinguer les mesures de soutien qui remplissent cette condition et celles qui sont source de gaspillage et faussent le fonctionnement du marché. La transparence est donc une première étape fondamentale : c'est seulement à partir d'informations appropriées qu'un travail d'analyse pourra aider à faire la distinction entre les mesures de soutien inoffensives et celles qui sont plus dommageables et, partant, à éclairer le débat sur la meilleure façon de traiter le problème des aides publiques, notamment dans le cadre des échanges. Or, les subventions aux industriels, en particulier, se caractérisent par un manque de transparence, notamment s'agissant des formes complexes de soutien, qui s'explique non seulement par une communication insuffisante d'informations par les pouvoirs publics, mais aussi par la difficulté de mesurer ces aides en l'absence d'indicateurs de marché de référence.

## Que peut-on faire concernant les aides publiques ?

Remédier efficacement au problème des aides publiques génératrices de distorsions exige des disciplines sur quatre fronts différents :

- **Transparence** (comprendre les aides en termes de « quoi, comment, quand et où ») : C'est le point de départ essentiel pour instaurer des règles du jeu équitables. L'élaboration de ces règles nécessite des informations objectives et comparables sur la nature et l'ampleur des aides publiques. Si les travaux de suivi de l'OCDE permettent de clarifier les moyens mobilisés pour le soutien à l'agriculture et de le mesurer de manière cohérente entre pays et dans le temps, il est indispensable de procéder à un exercice de transparence similaire pour les aides publiques à l'industrie.
- **Prévisibilité** (savoir qu'il n'y aura pas de renforcement des aides publiques) : Comprendre la nature et l'ampleur des mesures de soutien existantes permet d'élaborer des règles contraignantes limitant ces aides à leur niveau actuel. Cela peut être crucial pour empêcher une course préjudiciable aux subventions.
- **Réduction** (supprimer les aides aux effets de distorsion les plus flagrants et encadrer les autres) : Les mesures de soutien diffèrent en termes d'impact sur les marchés et les échanges. La priorité est de cerner celles qui ont des effets particulièrement préjudiciables sur les marchés internationaux et de les réduire. Compte tenu de la diversité des formes prises par le soutien apporté aux secteurs industriels, ce n'est pas chose aisée.
- **Prévention** (pour les secteurs et les subventions de demain) : L'encadrement et la réduction des aides actuelles permettraient d'instaurer aujourd'hui des règles du jeu plus équitables, mais des règles efficaces doivent empêcher que de nouveaux acteurs, issus de secteurs nouveaux, aient recours à de nouvelles mesures faussant les échanges.

Si certains de ces éléments peuvent être obtenus au niveau bilatéral, seules des règles multilatérales peuvent permettre d'agir sur ces quatre fronts pour l'ensemble des secteurs. La première étape, déterminante, est la transparence – et pas seulement pour l'élaboration des règles. En l'absence de transparence sur la nature et l'ampleur des aides publiques, les entreprises répuent en effet à procéder à de nouveaux investissements. Et de même que l'incertitude liée aux politiques commerciales freine la croissance mondiale, l'absence de mesures prises pour traiter certaines des causes profondes des tensions commerciales actuelles est elle-même lourde de conséquences en termes d'accentuation de

l'incertitude relative à l'environnement de demain, ce qui se traduit par une réduction de l'investissement des entreprises et, *in fine*, un affaiblissement de la croissance.

## Références

OCDE (2019a), *Politiques agricoles : suivi et évaluation 2019*, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/f8360614-fr>.

OCDE (2019b), « Measuring distortions in international markets: the aluminium value chain », *Documents de travail de l'OCDE sur la politique commerciale*, n° 218, Éditions OCDE, Paris, <https://dx.doi.org/10.1787/c82911ab-en>.

OCDE (à paraître), « Measuring distortions in international markets: the semiconductor value chain », *Documents de travail de l'OCDE sur la politique commerciale*, Éditions OCDE, Paris.

# Note thématique n° 2 : Échapper au piège de l'inflation basse<sup>1</sup>

L'inflation reste faible dans de nombreux pays de l'OCDE, en particulier dans les pays de la zone euro et au Japon, en dépit de la période de reprise prolongée et en contradiction avec un large éventail d'indicateurs, à commencer par les écarts de chômage calculés par l'OCDE, qui dénotent un faible niveau de sous-emploi (graphique 2.3). Ces résultats font mentir la courbe de Phillips standard, un outil utilisé de longue date pour l'analyse macroéconomique qui prédit qu'à mesure que le sous-emploi se résorbe, le taux d'inflation s'approche de l'inflation « attendue », généralement considérée par hypothèse comme étant ancrée sur l'objectif d'inflation de la banque centrale ou proche de cet objectif<sup>2</sup>. Bien que ce paradoxe ait plusieurs explications possibles, l'une étant que le niveau de sous-emploi est mal mesuré, cette note se concentre sur les deux possibilités suivantes : premièrement, que suite à la longue période d'inflation basse, les anticipations d'inflation aient dérapé pour s'établir à des niveaux nettement inférieurs aux objectifs d'inflation des banques centrales ; et deuxièmement, que la réponse de l'inflation au sous-emploi soit non linéaire. Ces deux possibilités prises ensemble laissent penser que certains pays, plus particulièrement le Japon et les pays de la zone euro, devront adopter de nouvelles stratégies pour échapper au piège de l'inflation basse.

## Le dérapage des anticipations d'inflation

Le Japon offre un exemple salutaire du danger qu'il y a à laisser les anticipations d'inflation s'enfoncer durablement à des niveaux très bas. Selon une étude sectorielle récente, le Japon se démarque des autres pays en anticipant par défaut que les prix vont rester inchangés, ce qui se traduit par une inflation attendue pratiquement nulle (Watanabe et Watanabe, 2018). Cette observation est confirmée par les courbes de Phillips estimées pour le Japon, et s'il apparaît que l'objectif d'inflation de 2 % fixé en 2013 a bien eu un impact sur l'inflation, cet effet a semble-t-il été temporaire et n'est guère plus perceptible après 2015.

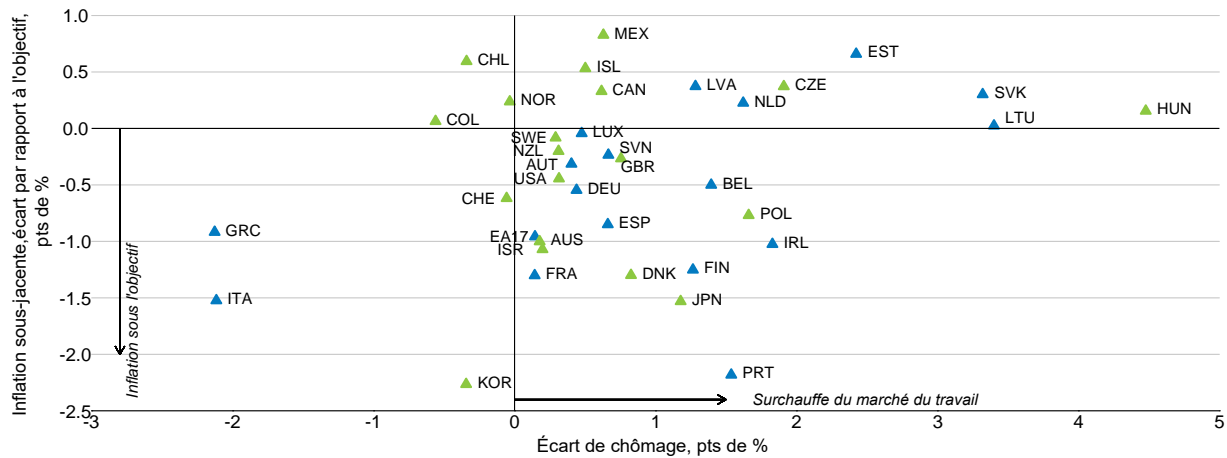
Des travaux empiriques indiquent que l'utilisation d'une variable de « dérapage » rendant compte des déviations persistantes, par excès ou par défaut, de l'inflation passée par rapport aux objectifs permet d'expliquer en partie l'évolution récente de l'inflation dans la plupart des pays de l'OCDE. Cette variable de dérapage donne de meilleurs résultats, sur le plan empirique, que les mesures tirées d'enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels, qui sont plus fréquemment utilisées dans les travaux empiriques comme variables indicatrices des anticipations d'inflation. Par ailleurs, le fait d'ajouter un effet de dérapage aux autres déterminants potentiels de l'inflation a une implication claire pour les politiques, en permettant de tester directement « le risque qu'une trop longue période d'inflation basse ne finisse par s'ancrer dans les anticipations d'inflation » (Draghi, 2014). Au vu de l'ampleur de l'effet de dérapage, on peut conclure que dans la plupart des pays de la zone euro, les anticipations d'inflation ont bel et bien dérapé en-deçà de l'objectif.

---

<sup>1</sup> Les questions abordées dans cette note sont développées de façon plus approfondie dans Turner et al. (2019), à la lumière de l'analyse empirique de courbes de Phillips estimées pour l'ensemble des pays de l'OCDE.

<sup>2</sup> Cette difficulté d'expliquer l'absence récente d'inflation est confirmée par une étude récente de la BCE qui a examiné 550 versions d'une courbe de Phillips à l'échelle de la zone euro, et constaté qu'aucune d'elles ne parvenait à expliquer la faiblesse de l'inflation observée depuis la mi-2017 (Bobeica et Sokol, 2019).

### Graphique 2.3. Dans de nombreux pays, l'inflation sous-jacente reste faible malgré la résorption des écarts de chômage



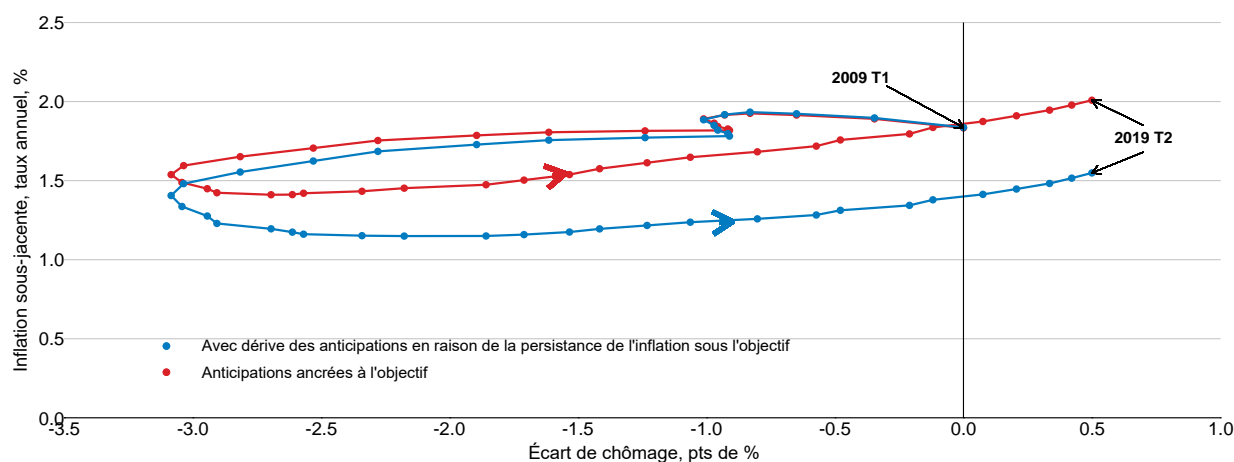
Note : Sur ce diagramme de dispersion, la déviation de l'inflation sous-jacente annuelle au T2 2019 par rapport à l'objectif d'inflation est mise en regard de l'écart de chômage moyen sur l'année se terminant au T2 2019 estimé par l'OCDE (une valeur positive de cet écart correspondant à un marché du travail en surchauffe). Le paradoxe de l'inflation faible est illustré par la prépondérance de pays dans le quadrant sud-est. Pour les pays où l'objectif d'inflation est défini par une fourchette, on a utilisé le point central de celle-ci ; et pour tous les pays de la zone euro, l'objectif d'inflation retenu est de 2 % par an, même si, officiellement, l'objectif est de maintenir le taux d'inflation pour l'ensemble de la zone euro à un niveau proche mais légèrement inférieur à 2 %. Une couleur différente (le bleu) a été employée pour les pays de la zone euro afin de les distinguer des autres pays.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044860>

Pour démontrer le rôle de la variable de dérapage, nous nous proposons de simuler la réponse de l'inflation dans la zone euro au choc de chômage survenu après la « grande récession », avec et sans effet de dérapage (graphique 2.4). Dans une première simulation, les anticipations sont ancrées sur l'objectif d'inflation, fixé à 2 % par an, tandis que dans une seconde simulation, les anticipations subissent également l'influence des déviations persistantes de l'inflation par rapport à l'objectif, cet effet de dérapage étant déterminé par estimation. Tandis que, dans les premiers temps, le déclin de l'inflation est à peu près identique dans les deux scénarios, les effets à long terme sont sensiblement différents. Dans la première simulation, l'inflation reconverge assez rapidement vers le taux cible une fois que le taux de chômage a renoué avec son niveau d'avant-crise. Mais dans la seconde simulation, qui reproduit plus fidèlement ce qui est réellement arrivé, la non-réalisation persistante de l'objectif d'inflation entraîne un dérapage des anticipations et l'inflation demeure inférieure à son taux cible, même lorsque le chômage retrouve son niveau initial.

## Graphique 2.4. Simulation du choc de chômage produit par la « grande récession » sur l'inflation dans la zone euro



Note : Le graphique compare les propriétés des courbes de Phillips estimées pour la zone euro dans deux simulations du choc d'écart de chômage survenu après la « grande récession », considéré par hypothèse comme étant exogène. Dans la première simulation, représentée par la ligne rouge, les anticipations sont ancrées sur l'objectif d'inflation, fixé à 2 % par an. Dans la seconde simulation, représentée par la ligne bleue, les anticipations s'écartent de l'objectif en raison des déviations persistantes de l'inflation sous-jacente par rapport à ce dernier, l'ampleur de cet effet étant déterminé par estimation.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044879>

## Non-linéarité des effets : ce que disent les données

En règle générale, la courbe de Phillips est modélisée sous la forme d'une relation linéaire entre un indicateur de sous-emploi des ressources économiques et l'inflation. Or, certaines recherches ont examiné la possibilité que la courbe de Phillips soit non linéaire – hypothèse qui, si elle était vérifiée, permettrait d'expliquer en partie pourquoi l'inflation est restée faible. La non-linéarité pourrait être une fonction de l'inflation elle-même, ou une fonction du sous-emploi des ressources économiques.

### *Non-linéarité liée à l'inflation*

La faible sensibilité de l'inflation au chômage, à des taux d'inflation bas, pourrait s'expliquer par la rigidité des salaires nominaux à la baisse. Si les travailleurs résistent à des réductions des salaires nominaux, les capacités excédentaires auront alors un effet plus modéré sur les prix si l'inflation est déjà basse. Il est difficile de vérifier cette forme de non-linéarité de façon convaincante dans la mesure où la plupart des pays de l'OCDE n'ont connu que relativement peu d'années d'inflation très faible. Le Japon constitue néanmoins une exception importante à cet égard, étant donné que ses antécédents d'inflation faible sont beaucoup plus anciens, et les tests confirment résolument la présence de rigidités à la baisse quand l'inflation sous-jacente est inférieure à 1 % par an. S'il s'avérait que cette forme de rigidité nominale à la baisse est généralisée dans les autres pays, cela contribuerait à expliquer pourquoi l'inflation n'a pas baissé davantage après la « grande récession » et aussi, le cas échéant, pourquoi elle tarde à repartir depuis. La remontée poussive de l'inflation pourrait s'expliquer par le fait qu'après s'être abstenues de réduire les salaires réels juste après la « grande récession », les entreprises ont rechigné à augmenter les salaires durant la phase de reprise.



### ***Non-linéarité liée au degré de sous-emploi des ressources économiques***

Une autre forme potentielle de non-linéarité de la courbe de Phillips pourrait résulter du fait que les capacités excédentaires introduisent une convexité dans l'effet du sous-emploi et réduisent la sensibilité de l'inflation aux écarts négatifs de production ou de chômage (Clark et Laxton, 1995 ; Macklem, 1997). Dans les situations dégradées, la présence de capacités excédentaires permet aux entreprises de satisfaire une demande accrue sans avoir à relever leurs prix de façon abrupte ; dans les phases de forte expansion, en revanche, les entreprises seront plus enclines à ajuster leurs prix à la hausse sous la pression des contraintes de capacités et de l'augmentation des coûts marginaux. Ainsi, à mesure que la situation économique s'affermisse, l'inflation est susceptible de devenir plus sensible au sous-emploi des ressources économiques, conférant une forme convexe à la courbe de Phillips. Il ressort d'un tour d'horizon de plusieurs dizaines d'études publiées au cours des deux dernières décennies que la pente de la courbe de Phillips est deux à trois fois plus accentuée en période d'activité économique élevée qu'en période d'activité économique faible (St-Cyr, 2018). Si l'on adapte la spécification de base d'une courbe de Phillips pour y intégrer un effet non linéaire dû à l'écart de chômage, on observe, dans les plus grandes économies de l'OCDE, une non-linéarité de la courbe de Phillips de même forme et de même ampleur.

Les courbes de Phillips linéaires étant associées à de très faibles effets de l'écart de chômage, l'observation selon laquelle ces effets sont deux à trois fois plus importants lors des phases d'expansion n'est pas nécessairement alarmante pour l'action publique. Cette conclusion est corroborée par une étude d'un tout autre type conduite par Babb et Detmeister (2017) : à partir de données recueillies à l'échelon des zones urbaines, les deux auteurs obtiennent des statistiques convaincantes tendant à montrer l'existence d'une courbe de Phillips non linéaire aux États-Unis, mais constatent par ailleurs que les implications pour l'inflation ne sont que « légèrement différentes de celles générées par la version linéaire pour les deux ou trois prochaines années ».

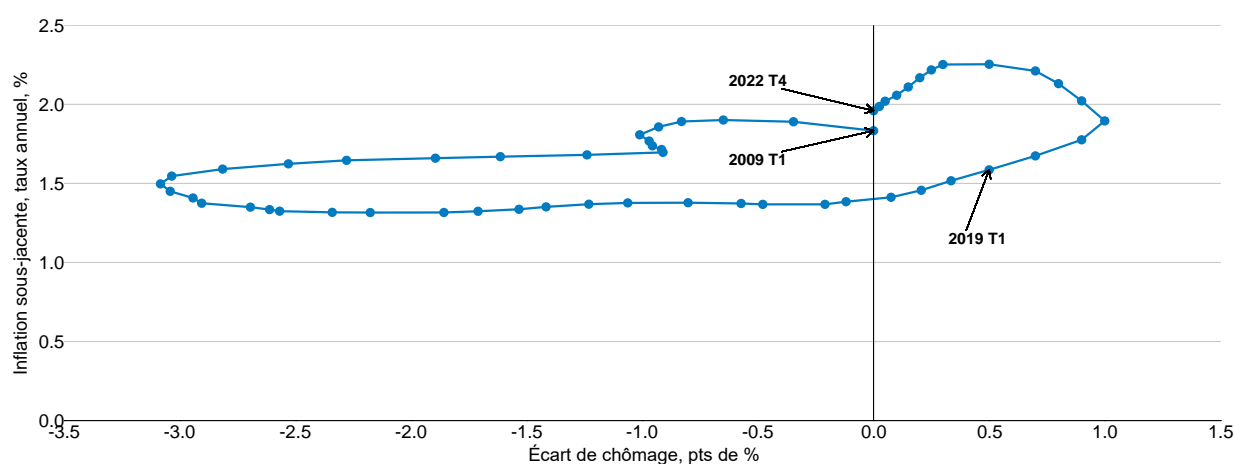
### **Résumé et conséquences possibles pour l'action publique**

La persistance d'un taux d'inflation faible, en particulier dans le contexte d'un chômage désormais proche de son niveau d'avant-crise, fait craindre que cette période prolongée d'inflation basse ne soit maintenant ancrée dans les anticipations d'inflation, notamment dans les pays de la zone euro et au Japon. Dans des modèles tenant compte de la possibilité que la non-réalisation persistante de l'objectif d'inflation ne fasse baisser les anticipations d'inflation, ces anticipations ressortent à des niveaux plus proches de 1 % que de 2 % dans de nombreux pays de la zone euro. La zone euro est particulièrement vulnérable à ces risques car les engagements en matière d'inflation s'appliquent à une région entière et non pas à des pays individuels. Compte tenu de l'absence d'intégration étroite des marchés de produits et, tout particulièrement, des marchés du travail dans la zone euro, la persistance de taux d'inflation nationaux faibles est plus susceptible de se répercuter sur les anticipations d'inflation nationales que ce ne serait le cas si les pays avaient un objectif national d'inflation explicite. Ce dérapage des anticipations d'inflation est préoccupant. Les taux d'intérêt nominaux étant tombés à des niveaux proches de leurs limites inférieures effectives, la faiblesse persistante de l'inflation maintient les taux d'intérêt réels à des niveaux plus élevés que ceux auxquels ils devraient être, ce qui pourrait expliquer l'atonie de la reprise dans certains pays. En outre, dans l'éventualité d'un autre choc négatif important sur la demande, les possibilités de réduire encore les taux d'intérêt nominaux par des mesures monétaires conventionnelles seraient extrêmement limitées.

Une courbe de Phillips linéaire intégrant un mécanisme en vertu duquel la non-réalisation persistante de l'objectif d'inflation entraîne un dérapage des anticipations d'inflation, si elle était prise à la lettre, aurait pour implication surprenante qu'un « grand boom économique », aux effets symétriques de ceux de la « grande récession », sera nécessaire pour ré-ancrer les anticipations d'inflation dans un horizon à moyen terme. Néanmoins, les non-linéarités avérées de la courbe de Phillips, qui font que l'effet inflationniste des

écarts positifs est plus important que le faible effet désinflationniste des écarts négatifs, laissent penser qu'une période de surchauffe plus modeste pourrait être requise, comme l'illustre la simulation d'une courbe de Phillips intégrant ces non-linéarités pour la zone euro (graphique 2.5). Le Japon se trouve dans une situation similaire mais plus extrême : les anticipations d'inflation y sont plus ancrées et encore plus éloignées de l'objectif officiel, de sorte que ce pays aura sans doute besoin d'une période de surchauffe plus longue pour activer les anticipations d'inflation et que les autorités devront communiquer clairement leur attachement durable à l'objectif d'inflation, comme elles le font actuellement.

### Graphique 2.5. Effet simulé de la « grande récession » et d'une reprise hypothétique sur l'inflation sous-jacente dans la zone euro, sur la base d'une courbe de Phillips non linéaire



Note : Le graphique se sert d'une courbe de Phillips non linéaire estimée pour la zone euro pour simuler la réponse de l'inflation sous-jacente au choc d'écart de chômage survenu après la « grande récession », suivie d'une période de reprise hypothétique. L'écart de chômage est traité de façon exogène. L'inflation est ancrée par les anticipations, qui sont initialement égales à l'objectif d'inflation (fixé à 2 % par hypothèse) mais subissent l'influence de la déviation persistante de l'inflation sous-jacente par rapport à l'objectif. La non-linéarité estimée admet la possibilité que les effets inflationnistes d'un écart positif du taux de chômage soient supérieurs aux effets désinflationnistes d'un écart négatif de celui-ci. Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044898>

## Références

- Babb, N. et A. Detmeister (2017), « Nonlinearities in the Phillips Curve for the United States: Evidence Using Metropolitan Data », *Finance and Economics Discussion Series*, n° 2017-070, Board of Governors of the Federal Reserve, Washington, D.C.
- Bobeica, E. et A. Sokol (2019), « Les facteurs de l'inflation sous-jacente dans l'économie de la zone euro : une perspective basée sur la courbe de Phillips », *Bulletin économique*, n° 4/2109, Banque centrale européenne.
- Clark, P. et D. Laxton (1995), « Capacity Constraints, Inflation and the Transmission Mechanism: Forward-Looking Versus Myopic Policy Rules », *IMF Working Papers*, n° WP/95/75.
- Draghi, M. (2014), « La politique monétaire dans la zone euro », Discours d'ouverture de M. Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, au Congrès bancaire européen, Francfort-sur-le-Main, le 21 novembre 2014.
- Macklem, T. (1997), « Contraintes de capacité, ajustement des prix et politique monétaire », *Revue de la*

*Banque du Canada*, vol. 1997 (Printemps), pp. 39-56.

St-Cyr, R. (2018), « Non-linéarité de la courbe de Phillips : un survol de la littérature », *Banque du Canada, Note analytique du personnel*, n° 2018-3.

Turner, D. et al. (2019), « Insights from OECD Phillips Curve Equations on Recent Inflation Outcomes », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, Éditions OCDE, Paris.

Watanabe, K. et T. Watanabe (2018), « Why has Japan Failed to Escape from Deflation », *Asian Economic Policy Review*, vol. 13, pp. 23-41.

## Note thématique n° 3 : Rééquilibrer le dosage des politiques dans la zone euro

Les projections tablent sur une période prolongée de faible croissance du PIB dans la zone euro et les risques de révision à la baisse continuant de s'amplifier, des interventions supplémentaires vont se révéler nécessaires pour soutenir la demande à court terme et renforcer les perspectives de croissance à moyen terme. Dans les années qui ont suivi la crise financière et de la zone euro, la politique monétaire a été le principal instrument d'action utilisé pour soutenir la demande. Le rééquilibrage du dosage des politiques dans la zone euro serait encore plus efficace en termes de stabilisation macroéconomique et amoindrirait les risques que fait peser la période prolongée de politique monétaire très accommodante sur la stabilité financière.

Pour illustrer ces problématiques, la présente note synthétise les résultats de simulations qui permettent de comparer d'une part, les effets de la mise en œuvre d'une politique d'assouplissement quantitatif dans la zone euro pendant une période prolongée et d'autre part, les effets d'une autre stratégie, à savoir une combinaison de politiques publiques associant recours plus énergique à la politique budgétaire, adoption de politiques structurelles plus ambitieuses et assouplissement plus faible de la politique monétaire.

Dans le scénario « assouplissement quantitatif seulement », on fait baisser par hypothèse la prime d'échéance des obligations d'État à 10 ans dans la zone euro pendant une période prolongée et on la calibre à partir des estimations, calculées par la Banque centrale européenne (BCE), de l'impact du programme d'achat d'actifs après son extension en 2015 aux achats d'actifs du secteur public (Eser et al., 2019). À son plus haut niveau, entre les années 3 et 5 dans la simulation, la prime d'échéance est inférieure de 100 points de base à sa valeur dans le scénario de référence, cet effet s'estompant lentement par la suite. Par ailleurs, on suppose que les taux directeurs dans la zone euro demeurent inchangés durant cinq ans. On tient également compte (de façon imparfaite) de l'impact des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* ou TLTRO), effectuées parallèlement au programme d'achat d'actifs ces dernières années pour soutenir les prêts des banques au secteur privé. Les taux d'intérêt sur les prêts au logement sont réduits de 100 points de base supplémentaires pendant cinq ans, en plus de l'impact du choc des primes d'échéance sur les taux d'emprunt des ménages.

Le scénario « combinaison de politiques » repose sur les hypothèses suivantes :

- Tous les pays de la zone euro augmentent l'investissement public de  $\frac{3}{4}$  pour cent du PIB durant cinq ans, ce qui compense la diminution importante et tenace de l'investissement après la crise financière (Blanchard, 2019). L'investissement public net (c'est-à-dire l'investissement diminué de la consommation de capital) dans la zone euro s'est établi à environ 0.7 % du PIB en moyenne entre 1999 et 2008, mais est tombé à zéro depuis 2013. Des pays tels que l'Allemagne, les Pays-Bas, la République slovaque et les États baltes ont la possibilité d'appliquer ce type de politique en émettant de nouveaux titres de dette. Leur déficit budgétaire nominal est nettement inférieur à 3 % du PIB, et leur niveau d'endettement se trouve sur une trajectoire descendante. D'autres pays, comme la France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique, disposent d'une marge de manœuvre plus faible pour mettre en place un assouplissement budgétaire dans la mesure où leur déficit budgétaire demeure important et où leur ratio dette publique/PIB est élevé. Dans ces pays, on retient l'hypothèse que la hausse des dépenses d'investissement public est totalement compensée par une augmentation des impôts directs, de sorte que l'impact budgétaire ex ante est neutre.

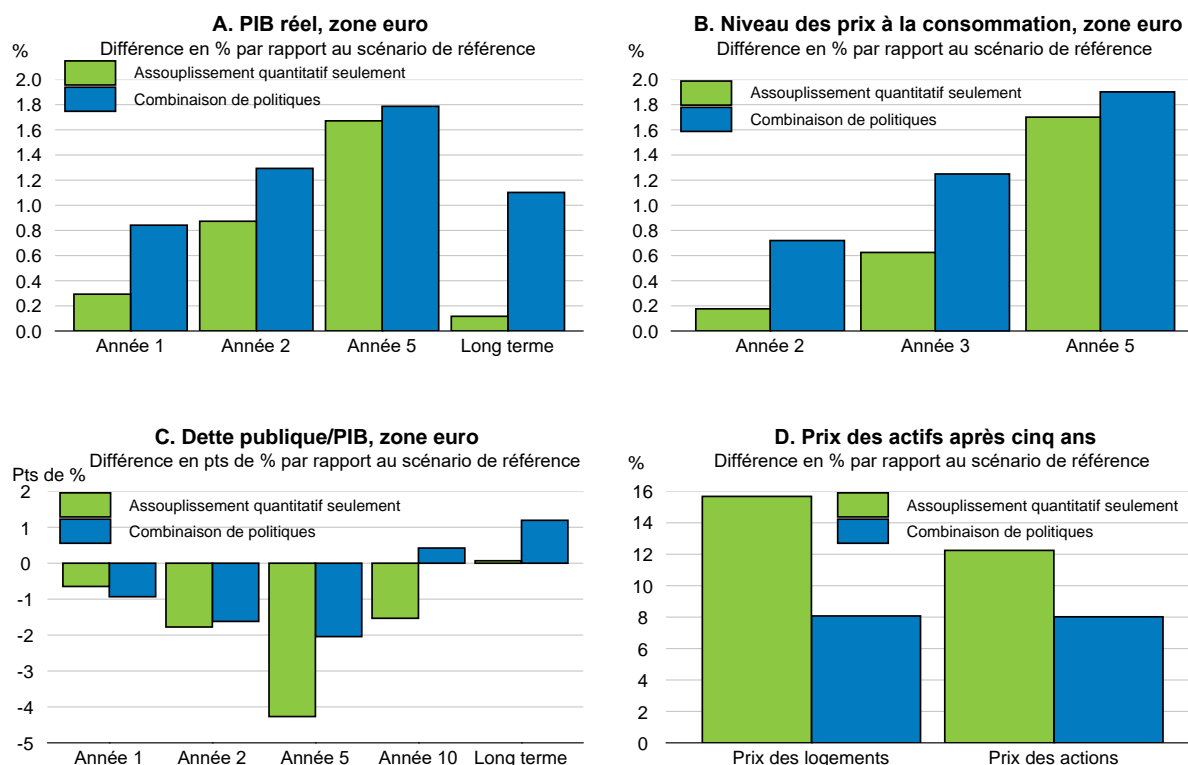
- On suppose que tous les pays engagent des réformes structurelles améliorant la productivité qui font augmenter la croissance annuelle de la productivité totale des facteurs (PTF) de 0.2 point de pourcentage pendant cinq ans, le gain de PTF de 1 % ainsi obtenu étant maintenu ultérieurement à titre permanent. Ces réformes contrebalancent en partie le ralentissement de la croissance de la PTF et de la production potentielle enregistré par la zone euro depuis la crise, en raison notamment de la diminution progressive de l'appétence à réformer (OECD, 2018).
- Un programme d'assouplissement quantitatif de moindre ampleur est mené. Par hypothèse, on diminue le niveau maximal de la prime d'échéance des obligations d'État à 10 ans de 50 points de base tandis qu'à terme le profil du choc est similaire à celui du scénario « assouplissement quantitatif seulement ». Dans ce scénario également, on suppose que les taux directeurs demeurent inchangés durant cinq ans, et l'ajustement effectué au titre des TLTRO est réduit proportionnellement. Par la suite, on fait l'hypothèse que la politique monétaire appliquée tient compte des gains à plus long terme réalisés du côté de l'offre grâce à la mise en œuvre de réformes structurelles plus efficaces, ce qui revient à dire que les indications prospectives (*forward guidance*) sont utilisées pour permettre de maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas pendant une plus longue durée.

Les simulations ont été réalisées à l'aide du modèle économétrique mondial NiGEM. Les principales caractéristiques des deux scénarios sont les suivantes :

- Au bout de cinq ans, l'impact sur la production et le niveau des prix dans la zone euro est similaire dans les deux scénarios, et à peu près équivalent aux estimations de Hammermann et al. (2019) quant à l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre par la BCE depuis la mi-2014. Le PIB dans la zone euro est plus élevé d'environ 1¼ pour cent par rapport au scénario de référence (graphique 2.6, partie A), et les prix à la consommation, de 1.7 à 1.9 % (graphique 2.6, partie B) – les effets du scénario « combinaison de politiques » étant légèrement plus importants.
- À court terme, l'impact de la stratégie de combinaison de politiques est nettement plus marqué, en raison de l'effet direct de la hausse de l'investissement public sur le PIB, du temps nécessaire à la politique monétaire pour produire tous ses effets (même dans un modèle construit sur des comportements d'anticipation) et de la capacité des politiques macroéconomiques accommodantes à favoriser certains des effets des réformes structurelles.
- Au fil du temps, l'impact de l'assouplissement quantitatif sur la production disparaît de façon progressive, tandis que le PIB de l'ensemble de la zone est supérieur d'un tout petit peu plus de 1 % à plus long terme (après 15 ans) dans le cas du scénario « combinaison de politiques », en raison du niveau plus élevé de la PTF et d'une petite augmentation du stock de capital public.
- Même avec une expansion budgétaire soutenue pendant cinq ans dans le scénario « combinaison de politiques », le ratio de la dette publique au PIB dans la zone euro reste inférieur à son niveau dans le scénario de référence pendant plusieurs années (graphique 2.6, partie C), grâce à un PIB nominal plus élevé et à un plus faible coût du service de la dette. Cependant, la baisse plus importante du rendement des obligations d'État dans le scénario « assouplissement quantitatif seulement » entraîne une diminution plus forte du coût du service de la dette.
- Les prix des actifs sont nettement plus faibles dans le scénario « combinaison de politiques » que dans le scénario « assouplissement quantitatif seulement » où l'action publique ne repose que sur la politique monétaire (graphique 2.6, partie D), ce qui a pour effet de réduire les risques d'instabilité financière. Dans les deux scénarios, les revenus des ménages et des entreprises sont plus élevés que dans le scénario de référence, mais les réactions des prix des actifs sont plus fortes dans le scénario « assouplissement quantitatif seulement », car la baisse des taux d'intérêt à long terme est plus marquée.

## Graphique 2.6. Effets de l'application de deux stratégies différentes dans la zone euro

Écarts par rapport au scénario de référence



Note : Pour des précisions sur les chocs appliqués dans les scénarios « assouplissement quantitatif seulement » et « combinaison de politiques », voir le corps du texte.

Source : Calculs de l'OCDE, fondés sur le modèle économétrique mondial NiGEM.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044917>

D'une manière générale, ces résultats indiquent qu'un dosage plus équilibré des politiques est plus efficace en termes de stabilisation macroéconomique que le recours à la seule politique monétaire. Ces questions sont particulièrement importantes dans la situation actuelle. Par conséquent, une combinaison judicieuse de mesures budgétaires et structurelles spécifiques à chaque pays, associée au maintien de taux d'intérêt bas, est indispensable dans la zone euro pour renforcer durablement ses perspectives de croissance.

Ces simulations mettent également en lumière les options que les responsables des politiques dans la zone euro auraient pu choisir en 2014-15, lorsqu'il a été décidé de faire supporter la charge de l'ajustement macroéconomique à la politique monétaire principalement. De nombreux pays parmi lesquels l'Allemagne auraient déjà pu, à ce moment-là, assouplir leur politique budgétaire, grâce à un déficit budgétaire faible et à un ratio dette publique/PIB orienté à la baisse. Si la zone euro avait opté pour un dosage plus équilibré des politiques à cette époque, cela aurait amorti une partie de l'effet stimulant qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire a sur les prix des actifs sur une longue période sans faire substantiellement augmenter la dette publique, et aurait amélioré les conditions de vie à long terme, chose que ne peut faire la politique monétaire.

## Références

Blanchard, O. (2019), « ECB Monetary Policy in the Post-Draghi Era », allocution prononcée au cours du Forum de la BCE consacré à l'activité de banque centrale, Sintra, Portugal.

Eser, F. et al. (2019), « Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on the Yield Curve », *ECB Working Paper*, n° 2293.

Hammermann, F. et al. (2019), « Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets d'actifs », *Bulletin économique de la BCE*, n° 2, 2019, Banque centrale européenne.

OCDE (2018), *Études économiques de l'OCDE : Union européenne 2018*, Éditions OCDE, Paris.

## Note thématique n° 4 : Les pouvoirs publics devront coordonner leur action au niveau mondial en cas d'aggravation du ralentissement économique

La croissance économique mondiale a sensiblement ralenti au cours des dix-huit derniers mois. Si les risques de révision à la baisse des prévisions se concrétisent, et si la croissance fléchit davantage qu'on ne le prévoit actuellement, les pouvoirs publics seront confrontés au problème de devoir réagir à un tassement sensible de l'activité alors même que leurs marges de manœuvre sur le plan intérieur sont limitées. L'analyse présentée dans cette note porte sur les effets d'un ensemble indicatif de mesures coordonnées adoptées par les économies du Groupe des Vingt (G20), à l'image de ce qui avait été entrepris dans le sillage des Sommets des chefs d'État et de gouvernement du G20 de Washington et de Londres en 2008 et 2009, au plus fort de la crise financière mondiale.

Les résultats suggèrent qu'une action coordonnée, reposant sur des mesures de relance budgétaire et monétaire prises en temps opportun et sur de nouvelles initiatives de réforme structurelle dans tous les pays, offre les meilleures perspectives de redressement de la croissance et d'amélioration des niveaux de vie au fil du temps dans l'ensemble des pays considérés. Un ensemble bien pensé de mesures macroéconomiques et structurelles se renforçant mutuellement peut amplifier les effets bénéfiques de chacune des mesures adoptées et atténuer les effets secondaires à court terme d'autres initiatives, au bénéfice des économies du G20 dans leur ensemble. Cela tient au fait qu'une action coordonnée produit des effets d'entraînement positifs *via* les échanges et le renforcement de la confiance, ce qui permet à chaque pays de réaliser *in fine* un gain de production plus important que s'il avait agi isolément.

### Moyens d'action envisageables

On pourrait penser qu'un fléchissement persistant de la croissance de la production accentue l'incertitude et suscite des interrogations quant à l'efficacité des instruments d'action dont disposent les gouvernements nationaux et les banques centrales pour réagir. En fait, il est possible que ces interrogations contribuent déjà à alimenter l'incertitude actuelle, même avec une croissance du produit intérieur brut (PIB) bloquée à un rythme faible, mais stable, en deçà de son niveau tendanciel dans de nombreux pays. Une réaction efficace à un ralentissement plus prononcé de la croissance passe à la fois par des mesures prises au bon moment et bien ciblées, destinées à renforcer la demande à court terme, et par des initiatives améliorant durablement les perspectives d'évolution des niveaux de vie à moyen et long terme. Un train de mesures équilibré de ce type favorisera la concrétisation des synergies potentielles entre des interventions complémentaires dans différents domaines de l'action publique.

Des scénarios d'illustration, construits avec le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, *National Institute's Global Econometric Model*), mettent en évidence les bénéfices pouvant être tirés de la mise en œuvre coordonnée par l'ensemble des économies du G20 de mesures macroéconomiques et structurelles de soutien à l'activité. Les différentes initiatives envisagées sont les suivantes :



- Chaque pays engage des dépenses publiques supplémentaires financées par endettement, représentant 0.5 point de PIB sur trois ans. Dans les économies avancées, on suppose que cela prend la forme d'une augmentation du volume de l'investissement public. Dans les économies de marché émergentes, ce supplément de dépenses se traduit par une hausse *ex ante* des dépenses publiques nominales de 0.5 point de PIB nominal (les modèles pour ces pays étant plus petits et moins précis). Cela débouche sur des effets multiplicateurs légèrement plus faibles dans de nombreuses économies de marché émergentes, l'inflation plus forte induite par la relance initiale de la demande réduisant le montant réel du surcroît de dépenses publiques nominales.
- La politique monétaire peut prendre une orientation plus accommodante dans les économies où les autorités disposent de marges de manœuvre suffisantes :
  - Les taux d'intérêt directeurs sont abaissés de 100 points de base pendant trois ans dans toutes les économies, sauf au Japon et dans la zone euro, où les taux d'intérêt sont maintenus à leur valeur de référence pendant trois ans, et au Royaume-Uni, où le taux directeur est réduit de 50 points de base pendant trois ans.
  - Par la suite, les autorités monétaires déterminent leur politique en tenant compte des gains réalisés à long terme du côté de l'offre, découlant des réformes structurelles renforcées évoquées ci-après. Concrètement, cela signifie que les autorités monétaires ont recours aux indications prospectives (*forward guidance*) pour favoriser le maintien prolongé des taux d'intérêt à un niveau bas, induisant ainsi un renforcement de l'investissement du secteur privé plus rapide que cela n'aurait été le cas sinon.
- On pose l'hypothèse que des réformes structurelles améliorant la productivité ont lieu dans toutes les économies.
  - Dans les économies avancées, elles consistent en des mesures qui rehaussent la croissance du progrès technique augmentant la productivité du travail (PTF), de 0.2 point de pourcentage par an pendant cinq ans, le gain de PTF de 1 % ainsi obtenu étant maintenu ultérieurement à titre permanent. Dans les économies de marché émergentes, les réformes consistent en des mesures qui rehaussent la production potentielle de 1 % en l'espace de dix ans, avec une accumulation progressive au fil du temps.
  - Une intensification des réformes structurelles peut aider les économies de marché émergentes à la fois à renforcer leur propre productivité et à se rapprocher de la frontière de productivité. Ce dernier mécanisme n'est pas intégré directement dans le scénario présenté ici, de sorte qu'il est possible que l'effet induit à long terme sur ces économies soit sous-estimé.

Des interventions coordonnées importantes de l'ensemble des économies du G20 sur fond de ralentissement rapide de la croissance contribueront également à renforcer la confiance des consommateurs et des investisseurs, ainsi qu'à réduire l'incertitude. Dans le scénario exposé ci-après, cet effet est modélisé par une réduction de 50 points de base des primes de risque sur les investissements pendant deux ans, qui s'estompe ensuite lentement. Cette approche est symétrique à la modélisation du choc lié à l'incertitude, pris en compte dans les simulations des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine dont il fait état dans le chapitre 1.

## Résultats

Les principaux éléments du scénario dans lequel tous les pays du G20 prennent simultanément des mesures (graphique 2.7) sont les suivants :

- L'effet à court terme de ces interventions coordonnées est une hausse du niveau du PIB des économies du G20 de plus de ¼ pour cent la première année du choc, et de 1¼ pour cent la

deuxième année. À plus long terme (au bout de quinze ans), l'augmentation du niveau du PIB est légèrement supérieure à 1 % dans l'économie médiane du G20 (graphique 2.7, partie C).

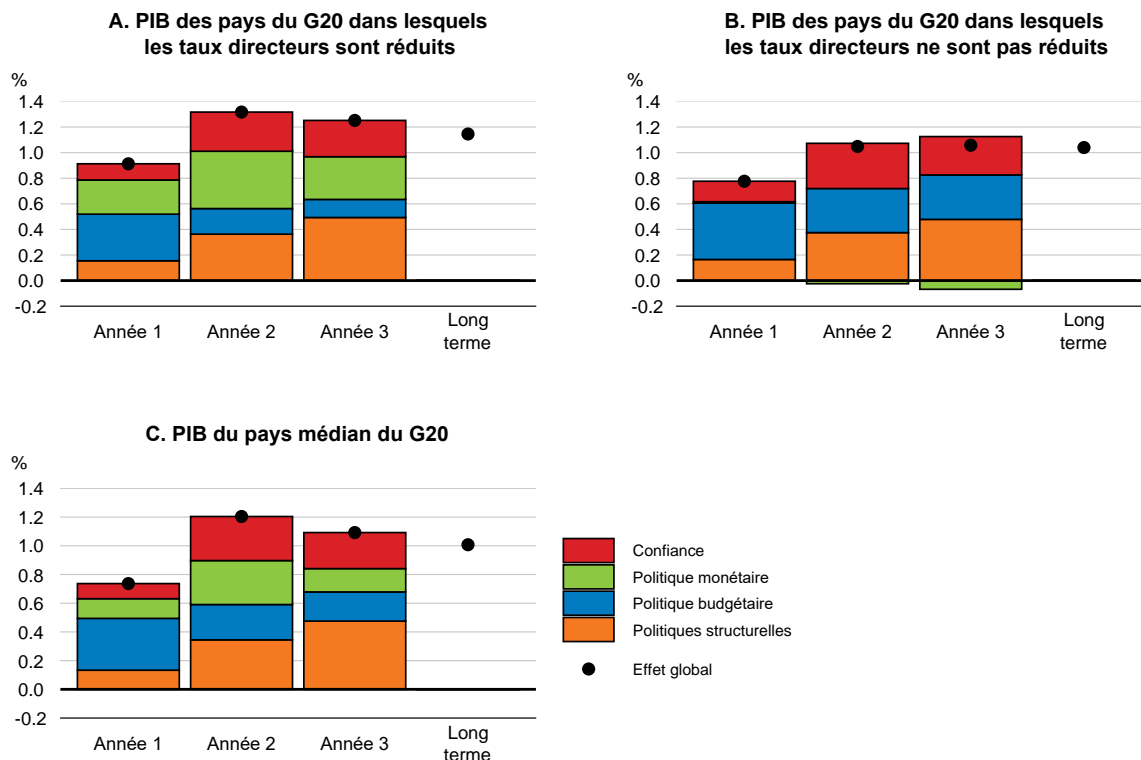
- Le renforcement à court terme de la production résulte essentiellement des gains collectifs découlant de politiques macroéconomiques plus expansionnistes, mais les mesures de réforme structurelle se traduisent également par un supplément de croissance du PIB compris entre 0.15 et 0.2 point de pourcentage, tant la première que la deuxième année, dans l'économie médiane du G20. Par la suite, l'effet des réformes structurelles sur la production s'accroît au fil du temps, alors même que l'impact des mesures de relance macroéconomique se dissipe, l'investissement et les salaires réels réagissant à l'amélioration de l'efficacité de la main-d'œuvre et le stock de capital augmentant progressivement. On observe également de légers effets positifs supplémentaires induits sur la production à long terme par l'accroissement du stock de capital du secteur public.
- L'effet à court terme produit sur le PIB est plus fort dans les économies du G20 disposant de marges de manœuvre pour abaisser les taux d'intérêt directs (graphique 2.7, parties A et B). Outre les effets positifs induits sur la demande et l'investissement, ces économies bénéficient quelque peu d'une dépréciation de leur monnaie par rapport aux économies dans lesquelles les taux d'intérêt directs restent inchangés. Néanmoins, les économies dans lesquelles les taux directs ne sont pas abaissés réalisent des gains de production importants, liés à l'effet direct du renforcement de l'investissement public et aux retombées positives des gains de confiance découlant de l'action concertée entre pays.
- L'effet plus modeste de la politique budgétaire dans les pays réduisant les taux d'intérêt directs tient à l'ampleur plus limitée des mesures de relance *ex post* en termes réels dans les économies de marché émergentes.

Il est clair que tous les pays du G20 tirent bénéfice d'une action collective par rapport à une situation dans laquelle chacun d'eux interviendrait isolément (graphique 2.8). Ces effets d'entraînement positifs ont deux sources :

- Premièrement, la situation de chaque pays est meilleure dans le scénario d'action coordonnée que dans l'hypothèse où le pays considéré serait seul à prendre des mesures, même en l'absence de gains découlant d'une amélioration de la confiance. Une action concertée amplifie les effets d'entraînement *via* un renforcement de la croissance des échanges et une hausse des prix des actifs financiers. Dans l'économie médiane du G20, les gains de production enregistrés au cours des trois premières années sont nettement plus importants lorsque tous les pays agissent ensemble que lorsqu'un seul pays intervient isolément, compte tenu de l'effet stimulant du renforcement de la demande extérieure sur les exportations et les incitations à investir (graphique 2.8). Une action collective se traduit également par une matérialisation plus rapide de l'augmentation à long terme de la production résultant des réformes structurelles ; dans l'économie médiane, l'effet induit à long terme sur la production est supérieur d'un quart environ lorsque tous les pays engagent une action coordonnée. Cela tient au renforcement de l'investissement intérieur, qui favorise un ajustement plus rapide du stock de capital à un nouveau niveau d'équilibre plus élevé à long terme.

## Graphique 2.7. Effet d'une action coordonnée entre les économies du G20

Écarts par rapport au scénario de référence, simulation d'une action collective



Note : Scénario dans lequel toutes les économies du G20 apportent simultanément des modifications à leurs politiques budgétaire, monétaire et structurelle. Voir le corps du texte pour une description précise des chocs simulés. Moyennes pondérées par les parités de pouvoir d'achat (PPA) dans les parties A et B du graphique. Les pays dans lesquels les taux directeurs ne sont pas réduits sont le Japon, la France, l'Allemagne et l'Italie.

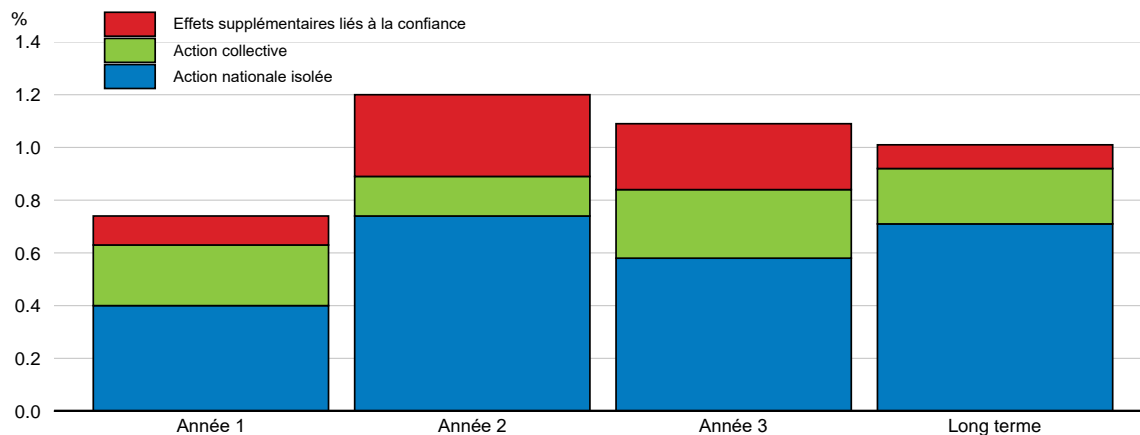
Source : Calculs de l'OCDE fondés sur le modèle économétrique mondial de l'Institut national de recherche économique et sociale du Royaume-Uni (NiGEM, National Institute's Global Econometric Model).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044936>

- Deuxièmement, chaque pays tire également bénéfice du renforcement de la confiance à l'échelle mondiale et de la réduction de l'incertitude résultant de l'action collective entreprise en vue de remédier à un problème commun. Dans le scénario d'action coordonnée décrit précédemment (graphique 2.7), le renforcement de la confiance contribue nettement aux gains de production à court terme découlant de cette action collective. Cela ajoute un sixième aux gains de production la première année et un tiers la seconde année dans l'économie médiane du G20, dans le scénario d'action coordonnée entre pays (graphique 2.8). Il en résulte également un effet positif à long terme, le renforcement de l'investissement des entreprises entraînant une augmentation supplémentaire durable (quoique modeste) du stock de capital.

## Graphique 2.8. Les effets d'entraînement d'une coopération entre pays sont conséquents

PIB de l'économie médiane du G20, écart par rapport au scénario de référence



Note : La partie bleue représente l'effet induit sur le PIB du pays médian du G20 par l'adoption de l'ensemble simulé de mesures budgétaires, monétaires et structurelles en soi. La partie verte correspond à l'effet supplémentaire d'augmentation du PIB résultant du fait que tous les pays du G20 adoptent ces mesures simultanément. La partie rouge représente les gains supplémentaires découlant de l'amélioration de la confiance liée à l'adoption simultanée de ces mesures par tous les pays.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044822>

Ces résultats suggèrent qu'une action coordonnée entre pays constituerait le contrepois le plus efficace et le plus opportun si le ralentissement de la croissance mondiale devait être encore plus marqué et prolongé qu'il n'est prévu actuellement. En pratique, soit il pourrait s'avérer impossible que tous les pays prennent les mêmes mesures, soit les pays considérés pourraient tout simplement choisir des combinaisons de mesures budgétaires, monétaires et structurelles différentes. Néanmoins, il est important que tous les pays participent à des efforts concertés de soutien de la croissance, dans la mesure où cela maximisera les gains collectifs découlant de ces mesures ainsi que les bénéfices qu'en tirera chaque économie.

## Note thématique n° 5 : Les stabilisateurs budgétaires automatiques sont-ils efficaces pour préserver le revenu des ménages ?<sup>1</sup>

La politique budgétaire contribue à stabiliser l'économie tout au long du cycle économique grâce à des ajustements automatiques des dépenses et des recettes publiques qui résultent de la législation et des droits en vigueur (les « stabilisateurs automatiques »). La hausse des dépenses de chômage, qui survient en cas d'augmentation du chômage, et la baisse des impôts directs qui accompagne une diminution des salaires, sont des exemples de ces stabilisateurs automatiques. Les pays dotés de stabilisateurs budgétaires automatiques d'ampleur et efficaces ont moins besoin de procéder à des changements discrétionnaires dans leurs dépenses et leurs recettes publiques pour stabiliser leur économie. De par leur conception, les stabilisateurs budgétaires automatiques sont temporaires et n'ont pas d'incidence sur le solde budgétaire structurel. Un recours accru aux stabilisateurs automatiques contribuerait à ce que les réponses par le budget aux cycles économiques interviennent plus rapidement, soient mieux ciblées et plus temporaires.

Cette note présente des estimations de l'efficacité globale des stabilisateurs automatiques et du rôle de différents instruments budgétaires dans la stabilisation automatique pour 23 pays de l'OCDE. On s'intéressera en particulier à la question de savoir dans quelle mesure les changements automatiques qui s'opèrent dans certaines composantes des dépenses et des recettes publiques, à la suite d'un choc négatif sur les salaires, contribuent à stabiliser le revenu disponible agrégé des ménages<sup>2</sup>. Les cadres budgétaires en vigueur ont tendance à stabiliser le revenu disponible des ménages de façon efficace dans un grand nombre d'économies avancées, principalement au moyen des impôts directs. Il existe néanmoins des différences importantes entre les pays, et la stabilisation de la consommation des ménages n'est pas nécessairement aussi efficace que celle de leur revenu disponible.

### Évaluation de la stabilisation budgétaire automatique du revenu disponible des ménages

Les stabilisateurs automatiques pris en considération dans cette note sont les impôts directs sur le revenu des personnes physiques, les cotisations de sécurité sociale et les prestations servies au titre du chômage, du logement et de la famille. Les variations de l'emploi et des salaires ont une incidence directe sur l'ensemble de ces agrégats<sup>3</sup>. La force du lien existant entre ces composantes individuelles et les variations de revenus marchands dépend de la conception des différents systèmes d'imposition et de dépenses

---

<sup>1</sup> Cette note s'appuie sur Maravalle et Rawdanowicz (2019).

<sup>2</sup> Le revenu disponible des ménages se compose de l'ensemble des revenus marchands issus de l'activité économique (principalement les salaires et les revenus d'une activité indépendante) et des prestations sociales, déduction faite des impôts directs et des cotisations de sécurité sociale.

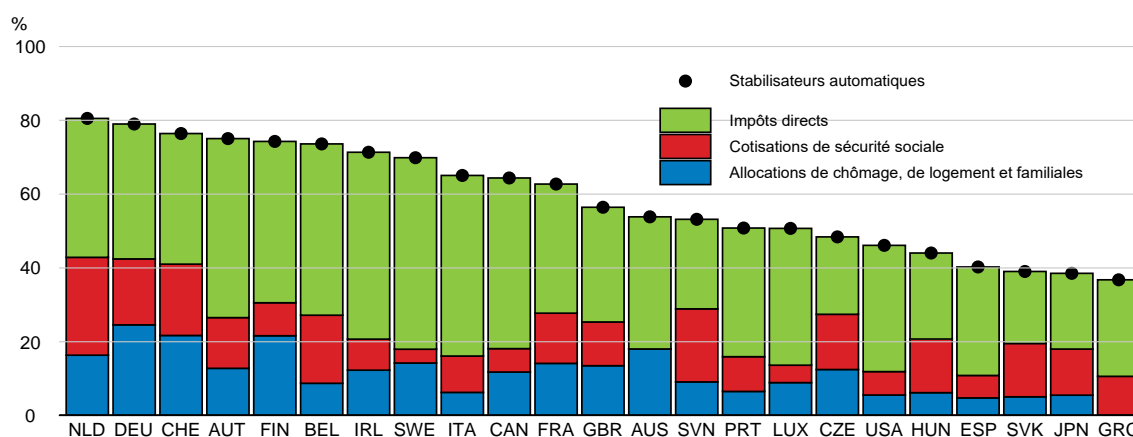
<sup>3</sup> Les changements induits dans les impôts directs, les cotisations de sécurité sociale, les prestations familiales et les allocations de logement en valeur globale reposent sur la sensibilité estimée des variations de niveau de ces composantes aux variations des revenus marchands des ménages (Price et al., 2015) et sur la sensibilité estimée des variations des allocations de chômage aux évolutions du nombre de chômeurs.

sociales, comme par exemple le degré de progressivité des impôts sur le revenu et le degré d'application de critères de ressources aux prestations sociales.

L'efficacité des stabilisateurs est évaluée pour le cas spécifique d'une diminution, dans une proportion égale, de l'emploi dans le secteur privé et du taux de salaire, qui a pour effet de réduire les revenus marchands. Dans ce contexte, les stabilisateurs automatiques sont pleinement efficaces si les changements induits dans les impôts directs, les cotisations de sécurité sociale et les trois catégories de prestations sociales compensent l'impact d'un choc négatif sur les revenus marchands et ne modifient pas le revenu disponible global des ménages. La valeur de l'indicateur ne dépend pas de l'ampleur du choc. En revanche, un choc d'une autre nature aurait une incidence sur l'efficacité mesurée<sup>4</sup>.

### Graphique 2.9. La stabilisation automatique des chocs qui s'exercent sur le revenu des ménages est généralement élevée

Part en pourcentage d'un choc sur les revenus qui est compensée par les stabilisateurs automatiques



Note : La part en pourcentage correspond à la fraction de la baisse des revenus qui est compensée par les stabilisateurs automatiques un an après le choc. Une part de 100 % signifie que les stabilisateurs automatiques compensent intégralement le choc sur les revenus et permettent de laisser stable le revenu disponible global des ménages, tandis qu'une part de 0 % signifie qu'il n'y a aucune stabilisation automatique, de sorte que le revenu disponible diminue autant que les revenus marchands. Les calculs sont fondés sur l'identité comptable du revenu disponible agrégé des ménages, c'est-à-dire la somme des salaires et des revenus issus du travail indépendant, des stabilisateurs automatiques et des autres revenus nets perçus par les ménages. Les stabilisateurs automatiques recouvrent la variation des prestations sociales (chômage, logement et famille) et (avec un signe négatif) celle des impôts directs sur le revenu et des cotisations de sécurité sociale payés par les ménages. On considère par hypothèse que l'emploi dans le secteur privé et le taux de salaire baissent de 0.5 % par rapport à la situation de référence dans chaque pays. Les variations des impôts directs, des cotisations de sécurité sociale et des allocations familiales et de logement des ménages sont tirées des élasticités de chacune de ces catégories par rapport à la base utilisée pour son calcul, telles qu'estimées dans Price et al. (2015). Les variations des allocations de chômage sont calculées à l'aide d'une équation estimée, qui met en relation les allocations de chômage et le nombre de chômeurs. Les autres composantes des prestations de sécurité sociale et les autres revenus nets perçus par les ménages sont supposés rester stables. Les simulations reposent sur la structure du revenu disponible global des ménages et la situation du marché du travail qui prévalaient en 2016.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; base de données de l'OCDE sur les dépenses sociales ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044955>

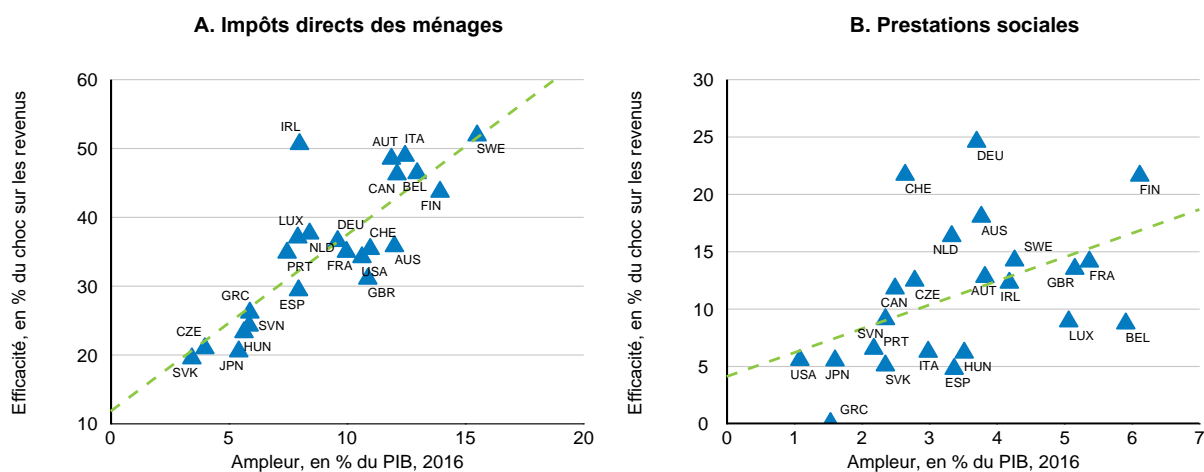
<sup>4</sup> Par exemple, pour une baisse donnée du revenu marchand global, plus cette baisse provient d'une diminution du taux de salaire plutôt que d'un repli de l'emploi, moins l'effet de stabilisation des allocations de chômage est marqué.

Il apparaît que les stabilisateurs automatiques sont efficaces pour stabiliser le revenu disponible des ménages dans l'ensemble des 23 pays de l'OCDE étudiés (graphique 2.9). Ils absorbent en moyenne un tout petit peu plus de la moitié du choc sur les revenus marchands considérés (en valeur absolue), la mesure de l'efficacité s'établissant dans une fourchette variant de près de 80 % aux Pays-Bas, en Allemagne et en Suisse, à moins de 40 % en Grèce, au Japon et en République slovaque.

Dans la plupart des pays analysés, la stabilisation du revenu disponible des ménages est assurée principalement – en valeur absolue et relative – par les impôts directs (qui diminuent dans une mesure plus importante que les revenus). L'effet de stabilisation absolu exercé par les impôts directs est particulièrement important en Autriche, en Irlande, en Italie et en Suède, et relativement faible en République tchèque, au Japon et en République slovaque. La hausse des prestations servies au titre du chômage, du logement et de la famille et la baisse des cotisations de sécurité sociale payées par les ménages contribuent également à amortir le recul du revenu disponible, dans des proportions à peu près égales en moyenne. Les prestations sociales jouent un rôle particulièrement important (en valeur absolue) dans la stabilisation des revenus en Allemagne et en Suisse – pays où la hausse en pourcentage du chômage est relativement marquée<sup>5</sup> et où la sensibilité des prestations au revenu est élevée – et en Finlande, où les allocations de chômage représentent une part importante du revenu disponible des ménages.

Les différences d'efficacité de ces stabilisateurs automatiques spécifiques résultent des différences entre pays de la sensibilité de chaque composante du revenu des ménages au cycle économique et des différences dans la structure du revenu disponible et dans la situation initiale du marché du travail. En général, l'efficacité des impôts directs et des trois types de prestations sociales est corrélée positivement à leur montant rapporté au PIB nominal (graphique 2.10).

### Graphique 2.10. Ampleur et efficacité des composantes individuelles des stabilisateurs automatiques



Note : Les lignes vertes en pointillé désignent les droites de régression linéaire.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; base de données de l'OCDE sur les dépenses sociales ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934048394>

<sup>5</sup> Pour une même diminution hypothétique de 0.5 % de l'emploi dans tous les pays, l'augmentation en pourcentage du chômage est plus prononcée en Allemagne et en Suisse, car au moment du choc, le taux de chômage dans ces deux pays était faible.

## Stabilisation du revenu contre stabilisation de la consommation des ménages

Une stabilisation budgétaire solide du revenu des ménages, obtenue grâce aux stabilisateurs budgétaires automatiques, n'implique pas nécessairement le même degré de stabilisation de leur consommation ni, de ce fait, de la croissance du PIB. Même si les chocs négatifs qui s'exercent sur l'emploi et les salaires sont compensés dans une très large mesure par la baisse des impôts et la hausse des prestations sociales, les ménages peuvent décider d'augmenter leur épargne de précaution. Il semble qu'ils soient plus enclins à adopter ce comportement lorsque la stabilisation des revenus est assurée plus par la baisse des impôts que par l'augmentation des prestations sociales. De nombreux éléments corroborent l'idée que les transferts sociaux réduisent la nécessité de l'épargne de précaution en diminuant le risque idiosyncratique que constitue le chômage sur le revenu (Kotlikoff, 1988). Il est moins sûr, en revanche, que la progressivité de l'impôt ait la même efficacité, dans la mesure où une partie de la baisse des impôts risque d'être convertie en épargne dans les tranches de revenu supérieures<sup>6</sup>. Qui plus est, la compensation des revenus marchands par la baisse des impôts peut se matérialiser après un long laps de temps, que les simulations ci-dessus ne prennent pas en compte, auquel cas la consommation des ménages accuse un fléchissement initial plus important. Par contraste, les prestations sociales, en particulier les allocations de chômage, sont versées plus rapidement aux ménages – même si elles sont susceptibles de diminuer au fil du temps.

## Références

- Kotlikoff, L. (1988), « Health Expenditures and Precautionary Saving », dans L. Kotlikoff (éd.), *What Determines Saving?*, MIT Press, Cambridge.
- Maravalle, A. et Ł. Rawdanowicz (2019), « How Effective Are Automatic Fiscal Stabilisers in the OECD Countries », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- McKay, A. et R. Reis (2016), « The Role of Automatic Stabilizers in the U.S. Business Cycle », *Econometrica*, vol. 84, n° 1, pp. 141-194.
- Price, R., T. Dang et J. Botev (2015), « Adjusting Fiscal Balances for the Business Cycle: New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for OECD Countries », *Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1275, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/5jrp1g3282d7-en>.

---

<sup>6</sup> McKay et Reis (2016) montrent que les allocations de chômage sont plus efficaces que la progressivité de l'impôt pour stabiliser le cycle économique (mais pas explicitement le revenu des ménages).





# **3 Évolution dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres**

# Afrique du Sud

La croissance économique reste faible et devrait se hisser à 1 ¼ pour cent seulement en 2020-21. La confiance est en berne en raison de l'incertitude persistante liée à l'action publique, qui bride l'investissement. Le chômage restera élevé, pesant sur la consommation privée. Les échanges sont actuellement freinés par les tensions commerciales mondiales, mais la croissance des exportations devrait se redresser parallèlement au redémarrage du commerce mondial. L'inflation augmentera légèrement en 2020 en raison du renchérissement de l'électricité, des produits alimentaires et des combustibles.

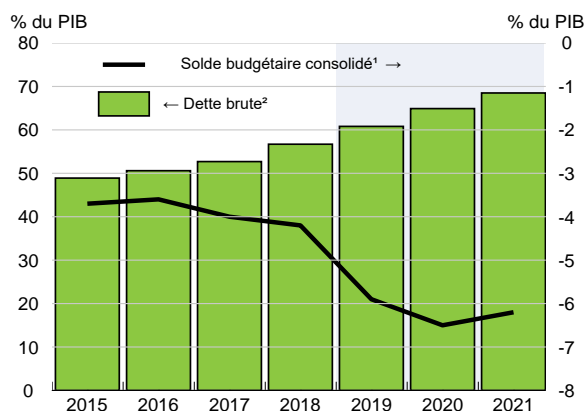
Le déficit budgétaire s'est creusé, sous l'effet d'une augmentation de la masse salariale des administrations publiques, d'une hausse des charges d'intérêt et du renflouement d'entreprises publiques. L'exposition de l'État vis-à-vis de la dette d'entreprises publiques aux performances insuffisantes (15 % du PIB) est forte, ce qui représente un risque pour la viabilité de la dette. Pour créer des marges de manœuvre budgétaires, il est nécessaire de mettre en place un cadre de gouvernance efficace pour les entreprises publiques et d'alléger leur masse salariale. Le ralentissement de l'inflation et l'ancrage des anticipations d'inflation pourraient offrir des possibilités d'assouplissement de la politique monétaire.

## La baisse des exportations et la faiblesse de la demande intérieure pèsent sur la croissance

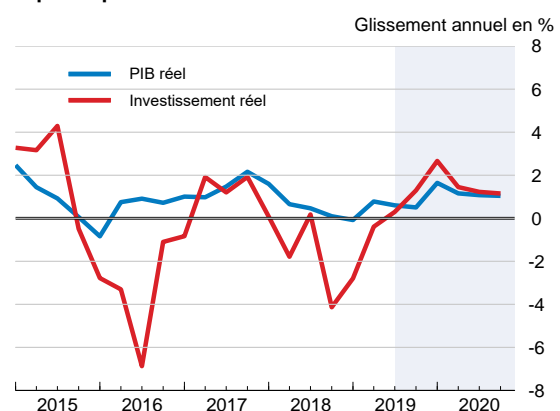
La croissance a été volatile et modeste en 2019 en raison de la faiblesse de la demande intérieure. Le remplacement et l'entretien des machines et des équipements stimuleront quelque peu l'investissement, sachant que la confiance ne devrait pas se raffermir sensiblement. Les productions minière et manufacturière s'essoufflent. En dépit d'une amélioration au deuxième semestre de l'année, le solde extérieur ne contribuera pas à la croissance.

## Afrique du Sud

La situation des finances publiques se dégrade



Le redressement prévu de la croissance du PIB passe par un renforcement de l'investissement



1. Le solde budgétaire consolidé recouvre les administrations nationale et provinciales, les administrations de sécurité sociale et des entités publiques. L'exercice budgétaire débute le 1er avril.

2. Dette de l'administration centrale, hors institutions extrabudgétaires et administrations de sécurité sociale. L'exercice budgétaire débute le 1er avril.

Source : National Treasury, Budget Review 2019, Medium Term Budget Policy Statement 2019 ; et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106.

## Afrique du Sud : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de ZAR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>Afrique du Sud</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	4 348.8	1.4	0.7	0.5	1.2	1.3
Consommation privée	2 584.4	2.1	1.8	1.3	1.4	1.5
Consommation publique	906.3	0.2	1.9	1.6	1.2	1.1
Formation brute de capital fixe	846.6	1.0	-1.4	-0.4	1.6	1.7
Demande intérieure finale	4 337.3	1.5	1.2	1.1	1.4	1.5
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 11.3	0.4	-0.3	0.6	0.3	0.0
Demande intérieure totale	4 325.9	1.9	0.9	1.7	1.7	1.5
Exportations de biens et services	1 333.0	-0.7	2.6	-2.6	1.8	2.3
Importations de biens et services	1 310.2	1.0	3.3	1.7	3.3	2.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	22.8	-0.5	-0.2	-1.3	-0.5	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	5.7	3.4	4.3	4.8	4.3
Indice des prix à la consommation	–	5.3	4.6	4.2	4.6	4.5
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	4.6	4.2	4.2	4.4	4.5
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-3.8	-3.4	-5.9	-6.6	-6.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	-2.5	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046855>

## Des réformes sont nécessaires pour stimuler l'économie

L'inflation a nettement reflué en 2019, mais elle repartira modérément à la hausse en 2020 et 2021 pour dépasser légèrement l'objectif de 4.5 % retenu par la Banque de réserve, portée par le renchérissement de l'électricité, des produits alimentaires et des combustibles. Les anticipations d'inflation devraient continuer de se modérer progressivement pour revenir vers l'objectif d'inflation. Les risques qui entourent l'inflation sont équilibrés. Les tensions du côté de la demande sont faibles, car les prix des produits alimentaires et les salaires devraient enregistrer une croissance modérée. Compte tenu de l'ampleur des capacités inutilisées et de l'ancrage des anticipations d'inflation, un assouplissement de la politique monétaire pourrait être envisageable, notamment en 2021.

La hausse de la rémunération des salariés des administrations publiques et l'augmentation des renflouements d'entreprises publiques exercent des pressions sur les finances publiques. Les négociations salariales ont systématiquement débouché sur des augmentations supérieures à l'inflation. Le gouvernement a annoncé un plan de départ en retraite anticipée pour réduire les effectifs, mais ce type de dispositif est onéreux à court terme, et ses avantages sont limités. Le gouvernement pourrait envisager d'appliquer aux salaires dans le secteur public un taux d'indexation inférieur à l'inflation pendant trois ans. La lenteur de la réforme des entreprises publiques pèse sur le climat économique et la confiance. Ces entreprises sont nombreuses à enregistrer des performances insuffisantes en raison d'une mauvaise gestion, de problèmes de corruption, de sureffectifs et d'une masse salariale non maîtrisée. Il convient de mettre en place un cadre de gouvernance efficace pour les entreprises publiques, qui définisse pour chacune d'elles des objectifs clairs en termes de rentabilité, en matière de structure capitalistique et sur le plan non financier.

Développer le tourisme et stimuler les investissements en infrastructures de transport contribueraient à la croissance à court terme et à la création d'emplois. Les restrictions réglementaires sont encore relativement importantes. Il s'agit notamment de l'intervention considérable de l'État dans l'économie, des obstacles à l'entrée sur le marché d'entreprises nationales et étrangères, de la complexité des règles relatives aux autorisations et permis, ainsi que de la protection des entreprises en place contre la concurrence. Il faut accorder une plus grande indépendance aux autorités de régulation dans les secteurs de l'énergie, des transports et des télécommunications, et accélérer l'adoption du projet de loi sur la réglementation des transports et son application.

### **La croissance devrait rester caractérisée par une faiblesse persistante**

La croissance devrait se redresser modestement en 2020 et 2021. Étayé par les dépenses publiques, l'investissement sera le principal moteur de l'expansion économique. Un renforcement des exportations devrait aussi contribuer à cette expansion. La croissance de la consommation des ménages restera faible. Parmi les risques intérieurs pesant à court terme sur la croissance du PIB figurent les mesures de délestage (sous la forme de coupures tournantes) des producteurs d'électricité et des prix de l'électricité plus élevés que prévu. De plus, la confiance des investisseurs dans l'économie demeure fragile et exposée aux évolutions de l'action publique. Un ralentissement de la croissance plus marqué que prévu en Chine – qui est le principal partenaire commercial de l'Afrique du Sud – aurait des effets négatifs sur les prix et la demande des produits de base exportés par l'Afrique du Sud.

# Allemagne

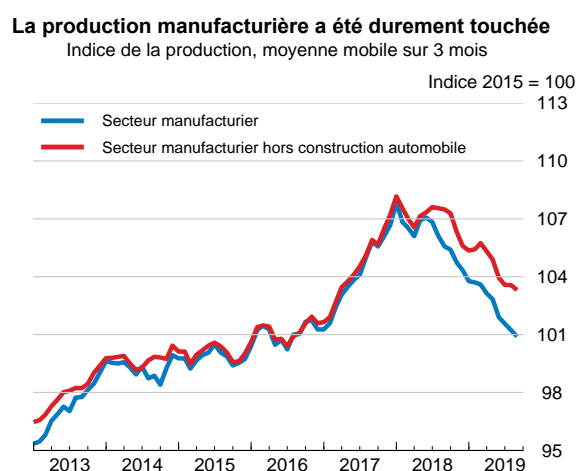
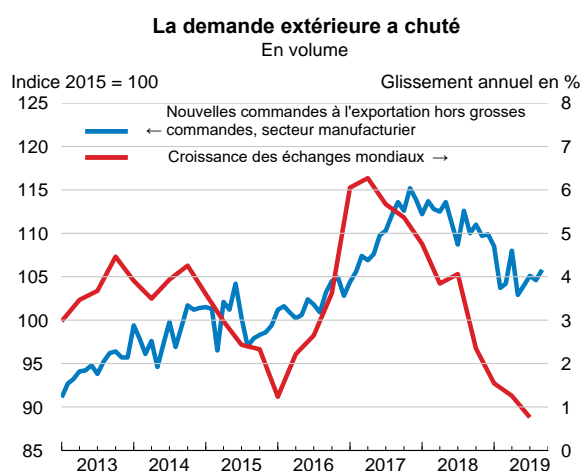
Dépendante de ses exportations, l'économie allemande a été très durement touchée par la stagnation du commerce mondial, et ses carnets de commandes à l'exportation et sa production industrielle ont chuté. Après une hausse estimée à 0.6 % pour 2019, le PIB devrait connaître un taux de croissance de seulement 0.4 % en 2020 et 0.9 % en 2021. La persistance des différends commerciaux et des incertitudes entourant le Brexit pèse sur la confiance des entreprises et l'investissement. La consommation privée et la construction devraient continuer de bien résister, mais les faiblesses du secteur manufacturier rejailliront sur le reste de l'économie. Cependant, au vu des pénuries de main-d'œuvre qualifiée et des dispositifs permettant une certaine flexibilité du temps de travail, aucune dégradation notable du marché du travail ne devrait être observée.

L'orientation expansionniste de la politique monétaire et budgétaire continuera de soutenir la croissance. Compte tenu des investissements nécessaires dans de nombreux secteurs d'infrastructures et du ralentissement de l'économie, les marges budgétaires admissibles en vertu de la règle de frein à l'endettement devraient être mises à profit pour conforter la croissance à long terme et faciliter la transition vers une économie à faible intensité en carbone.

## Les faiblesses de la demande extérieure sont compensées par les forces du marché intérieur

La faiblesse persistante des échanges mondiaux a contribué à un nouveau repli de la production industrielle et à un ralentissement de l'économie allemande. Les perspectives à l'exportation restent moroses et les nouvelles commandes se sont stabilisées à un niveau peu élevé. L'investissement des entreprises est également en recul, la confiance des entreprises du secteur manufacturier continuant de s'effriter. Si le repli initial de la production à la fin de 2018 a été en partie imputable à des ruptures temporaires d'approvisionnement, liées à l'application de nouvelles normes d'émission aux véhicules à

### Allemagne 1



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045392>

## Allemagne : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Allemagne</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	3 128.4	2.8	1.5	0.6	0.4	0.9
Consommation privée	1 646.5	1.6	1.2	1.4	1.1	1.2
Consommation publique	620.0	2.4	1.4	1.9	1.7	1.8
Formation brute de capital fixe	633.7	3.1	3.5	2.7	0.4	1.4
Demande intérieure finale	2 900.2	2.1	1.8	1.8	1.1	1.4
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 0.2	0.4	0.3	-0.5	0.1	0.0
Demande intérieure totale	2 900.0	2.6	2.1	1.2	1.2	1.4
Exportations de biens et services	1 436.3	5.5	2.3	0.8	-0.1	1.3
Importations de biens et services	1 207.9	5.7	3.7	2.3	1.4	2.3
Exportations nettes <sup>1</sup>	228.4	0.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.4
<i>Pour mémoire</i>						
PIB sans ajustements jours travaillés	3 134.1	2.5	1.5	0.5	0.8	0.9
Déflateur du PIB	-	1.1	1.5	1.9	1.9	1.9
Indice des prix à la consommation harmonisé	-	1.7	1.9	1.3	1.2	1.5
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	-	1.3	1.3	1.2	1.1	1.5
Taux de chômage (% de la population active)	-	3.8	3.4	3.1	3.2	3.3
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	-	10.4	11.0	11.0	10.9	10.8
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	-	1.2	1.9	1.0	0.3	-0.2
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	-	74.1	70.3	68.5	67.5	67.0
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	-	65.2	61.8	60.0	59.0	58.5
Balance des opérations courantes (% du PIB)	-	8.1	7.5	7.3	6.5	6.1

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

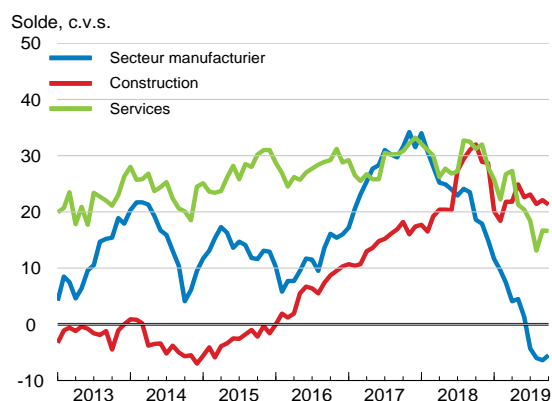
2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

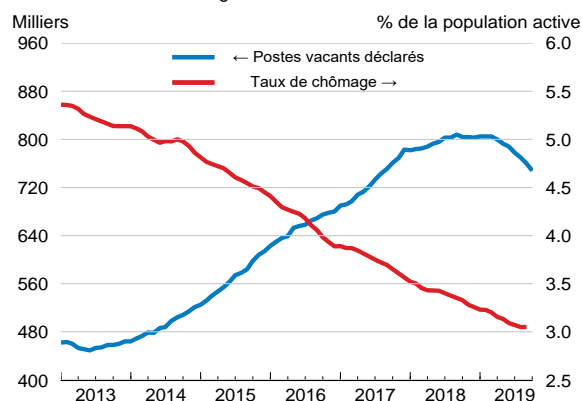
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046418>

## Allemagne 2

**Des retombées sur les marchés intérieurs sont visibles**  
Climat des affaires de l'institut ifo



**Le marché du travail reste tendu**  
Données corrigées des variations saisonnières



Source : Ifo Business Survey ; Deutsche Bundesbank ; et Statistisches Bundesamt.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045411>

moteur, la faiblesse de l'activité a désormais gagné l'ensemble des secteurs industriels. Les constructeurs automobiles se trouvent confrontés à un défi d'ordre structurel, celui de passer à la production de véhicules à faibles émissions. Enfin, bien que le niveau de confiance soit encore élevé dans les secteurs de services, la dégradation des anticipations des entreprises laisse penser qu'un certain effet de contagion gagne ces secteurs, en particulier dans les services aux entreprises en lien étroit avec l'industrie.

La croissance de l'emploi a marqué le pas au cours de 2019, mais demeure positive, et le taux de chômage reste à un niveau historiquement bas. Cela étant, le nombre d'emplois non pourvus a amorcé un recul ces derniers mois, certes en partant d'un niveau initialement très élevé. Le nombre d'entreprises ayant l'intention de recourir au dispositif subventionné du chômage partiel est reparti à la hausse. La consommation privée est portée par la hausse du revenu disponible des ménages, qui augmente du fait des mesures budgétaires et de la progression des salaires, supérieure à 3 % au deuxième trimestre. L'inflation, globale et sous-jacente, s'est établie autour de 1.5 % au premier semestre de 2019, mais s'est repliée au troisième trimestre. Malgré une érosion au fil de l'année, la confiance des consommateurs est toujours élevée. Le secteur de la construction est resté solide et les entreprises du secteur sont confiantes. Le ralentissement de l'investissement résidentiel au deuxième trimestre a été en grande partie temporaire, des conditions météorologiques relativement clémentes ayant permis de multiplier les chantiers pendant les mois d'hiver, et les carnets de commandes sont encore bien remplis.

## Il existe une marge de manœuvre budgétaire pour parer au ralentissement de l'activité

La politique budgétaire a été expansionniste cette année, avec la mise en œuvre de diverses mesures adoptées par la coalition gouvernementale, notamment l'augmentation des abattements fiscaux, des allocations pour enfant à charge et des pensions de retraite. Certaines de ces mesures auront également un effet stimulant sur la demande en 2020, mais dans une mesure moindre par rapport à 2019. En 2021, un nouveau relèvement des allocations pour enfants à charge et la réforme, nécessaire, de la contribution de solidarité (*Solidaritätszuschlag*), introduite dans les années 1990 pour financer le coût de la réunification, insuffleront une légère dynamique à l'économie.

Compte tenu d'une économie qui ralentit et d'un retard des investissements dans de très nombreux secteurs d'infrastructures, notamment l'internet haut débit, le réseau routier, les établissements scolaires, le logement, l'énergie, la gestion des déchets et de l'eau, les marges budgétaires disponibles devraient être utilisées pour conforter la croissance à long terme, favoriser la cohésion régionale et accélérer la transition vers une énergie et des transports plus écologiques et à faible intensité d'émission. Parallèlement, il faut remédier en urgence aux limitations en moyens financiers et humains qui pèsent sur la planification des projets dans de nombreuses municipalités, en améliorant la formation et le développement de capacités au niveau local. Les tensions exercées sur les capacités dans le secteur de la construction et sur le marché du travail sont également un frein à une montée en régime immédiate de l'investissement public sans augmentation de coûts, même si cette difficulté pourrait être surmontée en recourant à de la main-d'œuvre étrangère là où les pénuries d'effectifs brident l'augmentation de la production. Quoi qu'il en soit, les choses pourraient évoluer si les faiblesses économiques d'aujourd'hui devaient perdurer. Les plans de dépenses actuellement prévus sont insuffisants pour résorber l'arriéré d'investissements.



En dépit du projet de loi sur les aides financières aux régions minières et du plan climat (« paquet climat »), le budget fédéral devrait, selon les prévisions, rester à l'équilibre. Il est crucial d'utiliser la marge de manœuvre budgétaire disponible, laquelle s'est élargie compte tenu de la diminution des coûts d'emprunt pour les pouvoirs publics, car la politique monétaire est d'ores et déjà expansionniste et il n'est guère possible d'aller au-delà. La persistance de taux d'intérêt bas ne fait qu'amplifier les risques qu'un niveau d'endettement élevé et une expansion du crédit qui s'accélère font courir en termes de stabilité financière. En juillet 2019, l'autorité de surveillance financière a porté à 0.25 % le taux du volant de fonds propres contracyclique afin de renforcer la capacité de résistance du système bancaire.

### **L'affaiblissement persistant de la demande extérieure constitue un risque pour la croissance économique**

Face à une demande mondiale qui devrait rester faible au cours de la période de prévision, la production n'augmentera que modestement en 2020, avant de s'orienter progressivement à la hausse en 2021. Le chômage ne devrait monter que légèrement, la flexibilité des dispositifs subventionnés de chômage partiel permettant d'absorber une partie des ressources de main-d'œuvre excédentaires tant que le ralentissement de l'activité est temporaire. Sans compter que les employeurs répugneront à se séparer d'une main-d'œuvre qualifiée : en effet, la proportion d'entreprises percevant le déficit de personnel qualifié comme un risque pour leur développement a nettement augmenté au cours des dix dernières années. Un marché du travail solide et des mesures budgétaires de modeste ampleur permettront de soutenir la consommation intérieure, tandis que la construction résidentielle devrait progresser pour exécuter les commandes n'ayant pu être honorées, à mesure que les contraintes de capacités s'allègeront. L'inflation se maintiendra bien en deçà de 2 %.

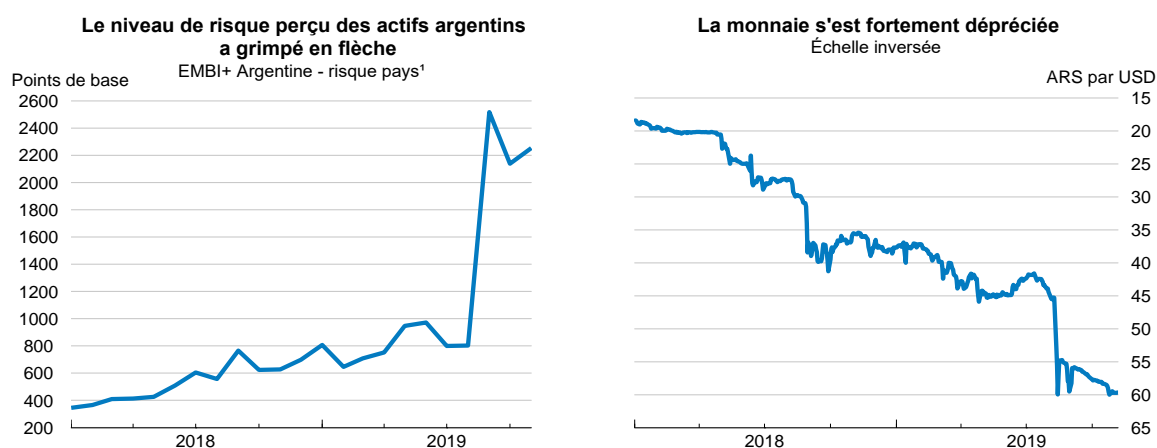
Étant une économie exportatrice, l'Allemagne est particulièrement exposée aux risques extérieurs et à un nouveau fléchissement du commerce mondial. Une aggravation des dissensions commerciales, un ralentissement plus marqué que prévu en Chine ou une poursuite des incertitudes relatives à l'issue du Brexit pourraient assombrir les perspectives et accroître le risque d'une contagion d'envergure à l'économie allemande et à son marché du travail. Les transformations structurelles à opérer chez les constructeurs automobiles constituent un autre risque de dégradation par rapport aux prévisions et pourraient entraîner des pertes d'emplois ; à l'inverse, un rebond de l'activité est probable si des facteurs temporaires devaient expliquer, pour une bonne part, le ralentissement de l'activité de ces derniers temps, et si les incertitudes commerciales venaient à être levées.

# Argentine

L'économie est en récession, sur fond de déséquilibres intérieurs et extérieurs. L'incertitude liée à l'action publique a provoqué des sorties de capitaux et une forte dépréciation de la monnaie. Les problèmes de liquidités en résultant se sont traduits par une restructuration de la dette à court terme et par le rétablissement du contrôle des changes. Le récent épisode de volatilité pèse sur la croissance et accroît le chômage.

La politique monétaire devra demeurer restrictive pour faire reculer l'inflation, qui dépasse 50 % actuellement. Un renforcement de l'indépendance de la banque centrale rendrait la politique monétaire plus efficace. Une diminution du déficit budgétaire sera essentielle pour réduire la dette publique. Toutefois, préserver le montant en valeur réelle de prestations sociales bien ciblées reste important pour atténuer l'impact de la récession sur les catégories vulnérables. Des réformes de la fiscalité, de la réglementation et des procédures administratives pourraient apporter des gains de productivité. La levée des obstacles aux échanges, dont la suppression progressive prévue des taxes à l'exportation, est indispensable pour favoriser une intégration plus poussée de l'Argentine dans l'économie mondiale.

## Argentine



1. La mesure "EMBI + Argentina – risque pays" est la différence entre le rendement de l'indice obligataire des marchés émergents EMBI (Emerging Market Bond Index) élaboré par J.P. Morgan pour l'Argentine, à l'inclusion des éventuels rehaussements de crédit tels que les garanties de paiement du principal et/ou des intérêts, et le rendement des titres du Trésor des États-Unis.

Source : Institut national de statistique et de recensement (INDEC, Instituto Nacional de Estadística y Censos) ; CEIC et Refinitiv.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044974>

## Argentine : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de ARS	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2004)				
<b>Argentine</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	8 228.2	2.7	-2.5	-3.0	-1.7	0.7
Consommation privée	5 407.7	4.0	-2.4	-6.7	-1.4	0.9
Consommation publique	1 452.6	2.7	-3.3	0.1	-1.4	-0.6
Formation brute de capital fixe	1 174.4	12.2	-5.7	-14.8	-4.2	0.1
Demande intérieure finale	8 034.7	4.9	-3.1	-6.8	-1.8	0.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	279.0	1.1	-0.5	-2.5	-0.2	0.0
Demande intérieure totale	8 313.7	6.0	-3.4	-8.8	-2.0	0.5
Exportations de biens et services	1 030.7	1.7	-0.7	6.2	-1.0	1.2
Importations de biens et services	1 116.3	15.4	-4.7	-18.2	-2.2	0.4
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 85.5	-1.9	0.6	3.9	0.1	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	26.0	40.7	51.5	46.2	41.8
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-5.0	-4.9	-1.4	0.7	0.9

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046095>

## L'économie est en récession et l'incertitude liée à l'action publique est grande

Après une embellie de l'activité et une stabilisation du taux de change, l'incertitude liée à l'action publique a grandi à l'issue des élections primaires du mois d'août. La demande d'actifs argentins sur les marchés a chuté brutalement, provoquant ainsi une dépréciation de la monnaie qui a aggravé une inflation déjà élevée. L'accès à de nouveaux financements de marché s'est tari à la fin du mois d'août et les autorités ont décidé de modifier le calendrier de paiement de certaines obligations d'État à court terme. Étant libellée à hauteur de plus de 75 % en devises, la dette publique est très sensible aux fluctuations du taux de change. Les restrictions de change, qui avaient été supprimées à la fin 2015, ont été rétablies et un marché des changes parallèle a vu le jour. Les perturbations intervenues dans les chaînes de paiement se sont traduites par une stagnation de l'investissement, tandis que la hausse de l'inflation réduisait le pouvoir d'achat des ménages. Après les élections législatives d'octobre, un nouveau gouvernement entrera en fonction début décembre. Le chômage a augmenté depuis la mi-2018. L'amélioration récente de la balance des paiements courants est susceptible de se poursuivre.

## Des politiques macroéconomiques restrictives s'imposent pour stabiliser l'économie

Sachant que la dette publique brute se trouve sur une trajectoire intenable et devrait dépasser 90 % du PIB d'ici à la fin 2019, que les paiements d'intérêts au titre des obligations en devises augmentent et que les recettes ne suivent pas le rythme de l'inflation, un nouvel assainissement des finances publiques ou une restructuration de la dette sera inéluctable pour stabiliser l'économie. Il faudrait poursuivre les efforts déployés pour accroître l'efficacité des dépenses publiques et réduire les dépenses inefficaces. Les hausses récentes appliquées à certaines prestations sociales bien ciblées contribueront à protéger les ménages modestes de la récession ; néanmoins, des réajustements périodiques seront nécessaires pour préserver leur montant réel.

Il faudra conserver une politique monétaire restrictive pour faire en sorte que l'inflation, qui s'établit à 50 % actuellement, amorce un repli. Cette forte inflation pénalise particulièrement les foyers modestes qui n'ont pas les moyens de protéger leur pouvoir d'achat. La politique monétaire pourrait gagner en efficacité si la banque centrale était formellement assurée d'une plus grande indépendance. Le contrôle des changes a permis de stabiliser le taux de change. Toutefois, il sera indispensable de limiter toute appréciation future du taux réel pour que les exportations soient le moteur de la reprise économique. Compte tenu de la faible asymétrie de devises des banques nationales et du niveau modeste de l'intermédiation financière, le secteur bancaire fait face, semble-t-il, à l'instabilité de l'environnement économique pour l'instant.

De plus grandes avancées s'imposent sur le front des réformes structurelles pour améliorer la productivité, stimuler les exportations, accélérer la croissance et renforcer l'inclusivité. La fiscalité continue à générer de fortes distorsions qui pèsent sur la productivité, et sa progressivité pourrait être améliorée afin d'améliorer la redistribution. La concurrence demeure faible dans de nombreux secteurs, en raison des restrictions à l'entrée des entreprises sur le marché argentin et aux échanges. Une baisse des prix à la consommation qui résulterait d'un renforcement de la concurrence intérieure et extérieure profiterait particulièrement aux ménages les plus pauvres. Un meilleur accès aux biens et services intermédiaires serait synonyme de gains de productivité et de compétitivité pour les producteurs nationaux, ce qui permettrait aux entreprises de créer des emplois dans l'économie formelle, qui plus est mieux rémunérés. Le développement de la formation professionnelle aiderait la main-d'œuvre à tirer parti de ces nouvelles opportunités, tandis qu'une assurance chômage plus efficace pourrait procurer une meilleure garantie de revenu aux actifs. Actuellement un tiers de la population active occupe un emploi non déclaré et ne bénéficie d'aucune protection de l'emploi.

## **Il est essentiel de réduire l'incertitude liée à l'action publique pour relancer l'économie**

La demande intérieure devrait rester modérée jusqu'à la fin 2020, dans la mesure où la stabilisation de l'économie prendra du temps et où la politique macroéconomique demeurera restrictive. Le chômage devrait continuer à augmenter compte tenu de la récession. Stimulées par un taux de change plus compétitif, les exportations devraient tirer la reprise économique, un retour à une croissance à taux positif étant prévu pour 2021. Les risques budgétaires sont considérables en raison des niveaux d'endettement élevés et des difficultés d'accès aux financements de marché. Les taux d'inflation actuels induisent des risques de dérapage de l'inflation en cas d'assouplissement de la politique monétaire. Un infléchissement des réformes structurelles porteuses de gains de productivité aggraverait la récession et une situation budgétaire fragile. À l'inverse, la détermination à poursuivre des mesures économiques rationnelles et de nouvelles avancées dans des réformes structurelles favorisant la productivité pourraient se traduire par une reprise plus rapide que prévu actuellement.

# Australie

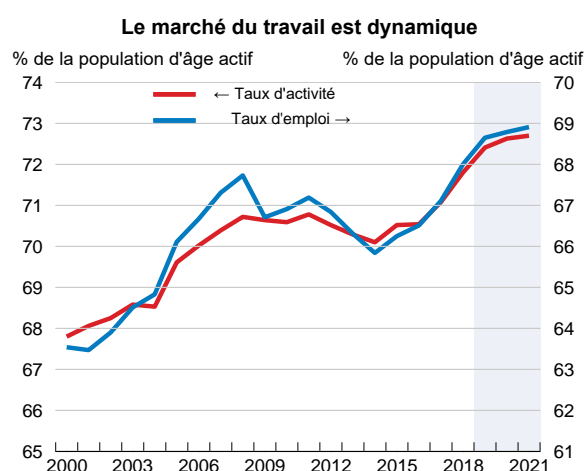
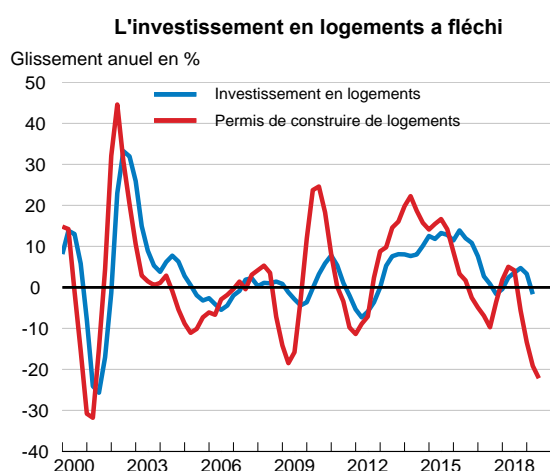
La croissance économique devrait s'établir à environ 2 ¼ pour cent en 2020-21. Si l'affaiblissement de la croissance chez les partenaires commerciaux et un recul de l'investissement intérieur en logements pèseront sur la conjoncture, les récents allègements d'impôts en faveur des ménages et l'assouplissement de la politique monétaire devraient quelque peu soutenir l'activité. La croissance en demi-teinte de la production et l'incertitude persistante nuiront au dynamisme récent du marché du travail.

La politique monétaire est accommodante et la banque centrale devrait procéder à une nouvelle baisse de son taux directeur pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation. La politique macroprudentielle devra peut-être être durcie si des taux d'intérêt plus bas alimentent la hausse des prix des logements, ce qui créerait des déséquilibres et exposerait l'économie à des risques à la baisse. La politique budgétaire, qui en l'état actuel des dispositions prévues, devrait avoir une incidence globalement neutre, pourrait devoir jouer un rôle plus actif pour amplifier la croissance économique.

## L'activité économique a été faible

La croissance économique a modéré son rythme. L'investissement en logements a ralenti à la suite des phases de recul des prix de l'immobilier survenues dans le passé, le nombre de permis de construire ne cessant de baisser fortement, augurant une fragilité persistante à terme. L'investissement des entreprises privées dans le secteur non minier a lui aussi reculé, le ralentissement de l'économie mondiale et la sécheresse ayant pesé sur les exportations et sur la confiance des entreprises. La croissance de l'emploi a été étonnamment solide au regard de la progression modeste de la production et favorise un taux d'activité plus élevé. Cependant, les dépenses de consommation privée ont manqué de dynamisme, pénalisées par une progression lente des salaires et par une ponction fiscale en augmentation sur les ménages.

## Australie



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Bureau australien de statistiques (ABS, Australian Bureau of Statistics).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044993>

## Australie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de AUD	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2016/2017)				
<b>Australie</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 705.2	2.5	2.7	1.7	2.3	2.3
Consommation privée	984.1	2.4	2.6	1.6	2.1	2.0
Consommation publique	319.4	3.9	4.1	5.3	4.2	3.7
Formation brute de capital fixe	418.0	3.6	2.5	1.1	1.1	1.8
Demande intérieure finale	1 721.6	3.0	2.8	2.2	2.3	2.3
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 2.5	-0.1	0.1	-1.5	-0.3	0.0
Demande intérieure totale	1 719.1	2.9	2.9	0.7	2.0	2.3
Exportations de biens et services	337.1	3.7	4.9	3.2	2.6	2.4
Importations de biens et services	351.0	7.8	4.1	-1.0	2.9	3.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 13.9	-0.9	0.2	1.0	0.0	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	3.5	2.2	3.2	1.3	1.1
Indice des prix à la consommation	—	2.0	1.9	1.6	1.6	1.6
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6
Taux de chômage (% de la population active)	—	5.6	5.3	5.2	5.3	5.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	4.5	3.4	3.4	3.2	2.9
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-0.8	0.0	0.2	0.2	0.1
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	43.6	43.5	41.5	41.7	42.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-2.6	-2.1	0.8	0.9	0.4

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046114>

## Il faudrait assouplir la politique budgétaire

La politique monétaire a pris un tour encore plus expansionniste, le principal taux directeur ayant été abaissé de 75 points de base au total depuis mai 2019. L'expansion du crédit aux entreprises et aux ménages demeure modeste. Toutefois, les prix des logements ont commencé à s'apprécier de nouveau sur certains grands marchés. L'endettement des ménages signifie que les autorités devront se tenir prêtes à durcir l'orientation de la politique macroprudentielle si une baisse des taux d'intérêt venait à accentuer la hausse des prix des logements sous l'effet d'une nette remontée du crédit.

La politique budgétaire ne devrait guère soutenir la croissance économique en raison de la détermination du gouvernement fédéral à dégager de futurs excédents budgétaires. Le déploiement des services publics au titre du système national d'assurance-invalidité (National Disability Insurance Scheme) et les récents allègements d'impôts en faveur des personnes percevant des revenus d'activité moyens et faibles devraient soutenir quelque peu les dépenses des ménages et réduire les inégalités de revenu durant la période considérée. Néanmoins, une politique budgétaire plus expansionniste pourrait être justifiée, sachant que la croissance économique est nettement inférieure à son potentiel et que la charge de la dette publique est relativement faible. Le gouvernement devrait songer à réaliser de nouveaux investissements publics dans des infrastructures vertes et à anticiper des projets d'équipement « prêts à l'emploi » dans le cadre de son Programme d'investissement dans les infrastructures. Il devrait parallèlement donner priorité à des réformes fiscales favorables à la croissance, notamment en poursuivant le transfert de charge fiscale opéré en réduisant comme les impôts directs et les prélèvements inefficients, notamment les droits de

timbre sur les transactions immobilières, pour augmenter la taxe sur les biens et services (GST ou Goods and Services Tax) et les impôts fonciers.

### **La croissance économique devrait être stable**

L'activité va croître à un taux stable. La croissance des exportations s'essoufflera parallèlement au ralentissement de l'économie des principaux partenaires commerciaux. L'investissement des entreprises continuera d'en être affecté, même si l'investissement dans le secteur minier a désormais atteint son point le plus bas et remontera progressivement au cours de la période considérée. Compte tenu des perspectives de croissance du PIB, le taux de chômage ne devrait pas reculer beaucoup plus et l'inflation restera inférieure à l'objectif. En conséquence, la banque centrale devrait se voir contrainte de prendre de nouvelles mesures de relance monétaire.

Les risques qui pèsent sur les perspectives économiques sont orientés à la baisse. En tant que petite économie ouverte, l'Australie est particulièrement exposée au ralentissement de la croissance mondiale. L'investissement s'est modéré en Chine, premier partenaire commercial de l'Australie, et les tensions commerciales menacent encore un peu plus l'activité économique dans la région. L'endettement élevé des ménages pourrait amplifier la propagation d'un choc économique. À l'inverse, un relâchement des tensions commerciales à l'échelle mondiale pourrait entraîner un regain de confiance des consommateurs et des entreprises et avoir des effets positifs sur les dépenses.

# Autriche

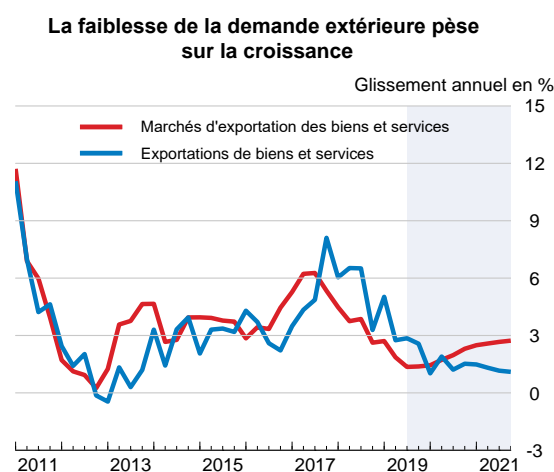
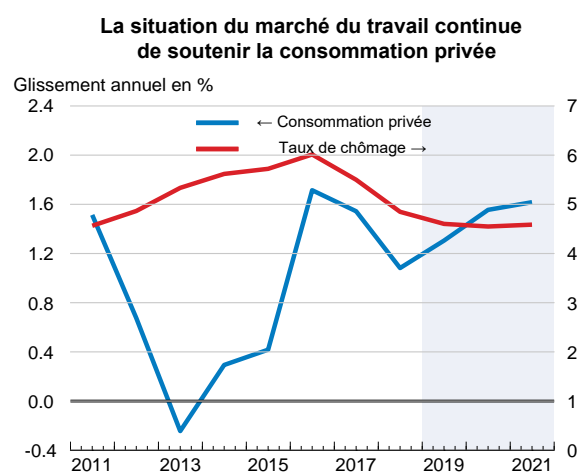
La croissance économique devrait fléchir légèrement au cours de la période 2020-21, dans la mesure où le ralentissement mondial et les tensions commerciales affaiblissent la croissance des exportations et l'investissement des entreprises. L'emploi continuera d'augmenter et les tensions sur le marché du travail stimuleront la croissance de l'emploi et des revenus. La demande intérieure sera le principal moteur de croissance. L'inflation restera modérée.

Du fait d'une majoration des droits à retraite, le solde budgétaire se dégradera légèrement en 2019-21, la politique budgétaire étant, pour le reste, globalement neutre. Les autorités devraient laisser jouer les stabilisateurs automatiques et réfléchir à des mesures plus énergiques pour stimuler davantage la croissance à long terme. Les pouvoirs publics devraient remédier à la faible productivité du secteur des entreprises en favorisant une plus grande concurrence dans les services.

## La croissance a modéré le rythme

Sur fond d'érosion de la confiance des industriels, la croissance de l'investissement des entreprises s'est essouffée. Le fort ralentissement des grands marchés d'exportation a également affaibli la croissance des exportations. Cependant, d'après de récents indicateurs du climat économique, les secteurs de la construction et des services continuent de résister. Le chômage de longue durée a fini par amorcer une légère décrue. Les tensions sur le marché du travail ont soutenu la progression salariale et la demande intérieure.

## Autriche



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045012>



## Autriche : Demande, production et prix

Autriche	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché*</b>	357.4	2.6	2.3	1.5	1.3	1.3
Consommation privée	186.9	1.5	1.1	1.3	1.6	1.6
Consommation publique	70.3	1.1	0.8	0.1	0.2	0.9
Formation brute de capital fixe	82.5	3.9	3.9	2.9	1.7	1.5
Demande intérieure finale	339.7	2.0	1.7	1.5	1.3	1.5
Variation des stocks <sup>1</sup>	3.8	0.1	0.1	0.1	0.3	0.0
Demande intérieure totale	343.4	2.1	1.8	1.6	1.6	1.4
Exportations de biens et services	187.8	5.2	5.6	3.3	1.4	1.3
Importations de biens et services	173.8	4.9	4.3	3.4	2.0	1.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	14.0	0.3	0.8	0.1	-0.2	-0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.1	1.7	1.6	1.4	1.4
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	2.2	2.1	1.5	1.6	1.7
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4
Taux de chômage (% de la population active)	—	5.5	4.8	4.6	4.5	4.6
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	7.3	7.7	7.7	8.0	7.9
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-0.7	0.2	0.3	0.4	0.3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	101.9	96.6	94.7	93.0	91.4
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	78.1	73.9	72.0	70.3	68.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	1.5	2.3	1.4	0.7	0.6

\* Basé sur des données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés; peut différer des données annuelles officielles qui n'incluent pas de corrections pour les jours ouvrés.

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046133>

## Les pouvoirs publics devraient alléger la fiscalité du travail, encore lourde, et stimuler des gains de productivité grâce à des réformes structurelles

Les autorités doivent faire en sorte que la structure des recettes publiques soit plus porteuse de croissance et de cohésion sociale, par exemple en allégeant encore la fiscalité du travail applicable aux bas salaires et en finançant ces allègements à l'aide d'écotaxes. Le nouveau gouvernement pourrait aussi contribuer à renforcer la viabilité des finances publiques en améliorant l'efficacité économique des services publics, en exploitant mieux les économies d'échelle et en harmonisant les compétences en matière de dépenses et de collecte fiscale entre l'État fédéral, les *Länder* et les administrations locales. Des examens des dépenses publiques de qualité, menés en toute indépendance, pourraient en outre permettre d'améliorer la conception et la prestation des services publics. Afin d'atténuer les tensions exercées par le vieillissement démographique, les pouvoirs publics devraient viser un relèvement de l'âge effectif moyen de départ en retraite.

Afin de mieux exploiter les gains de productivité qui découlent de l'essor du numérique, il faudrait lever les obstacles à la concurrence qui subsistent dans les secteurs de services et dans les échanges et l'investissement dans les technologies numériques. Les programmes de formation continue à ces technologies pourraient également être améliorés en associant plus directement les organisations

patronales à leur élaboration et leur gestion. Garantir une offre de financement en fonds propres aux entreprises jeunes et innovantes leur permettrait de se développer et irait dans le sens d'une plus forte dynamique des entreprises. Lutter contre les disparités entre les hommes et les femmes, s'agissant des perspectives de carrière et des salaires, en instituant dans tout le pays un droit légal à des services de qualité pour la garde des enfants et à la scolarisation à temps plein, favoriserait un meilleur partage de la croissance. Enfin, la multiplication des possibilités d'apprentissage de la langue allemande concourrait à une meilleure intégration des migrants et réfugiés peu qualifiés et de leur famille.

### **L'incertitude entourant les échanges constitue un risque à la baisse pour cette économie exportatrice**

La croissance de la production devrait être globalement stable à environ 1.3 % en 2020-21. La consommation des ménages restera le principal moteur de l'expansion, sachant que la morosité de l'environnement extérieur pèse sur les exportations. L'investissement ralentira lui aussi, alors même que les conditions financières demeurent favorables. La croissance de l'emploi devrait se poursuivre, quoiqu'à un rythme plus lent, et stabiliser ainsi le taux de chômage à environ 4.6 %.

Compte tenu de ses liens étroits avec l'industrie automobile allemande et de sa forte intégration aux chaînes de valeur mondiales, l'Autriche serait exposée si les faiblesses économiques de l'Allemagne et de la zone euro étaient plus profondes que prévu actuellement. Les exportations et l'investissement pourraient néanmoins réserver de bonnes surprises si les différends commerciaux et les incertitudes se dissipaient.

# Belgique

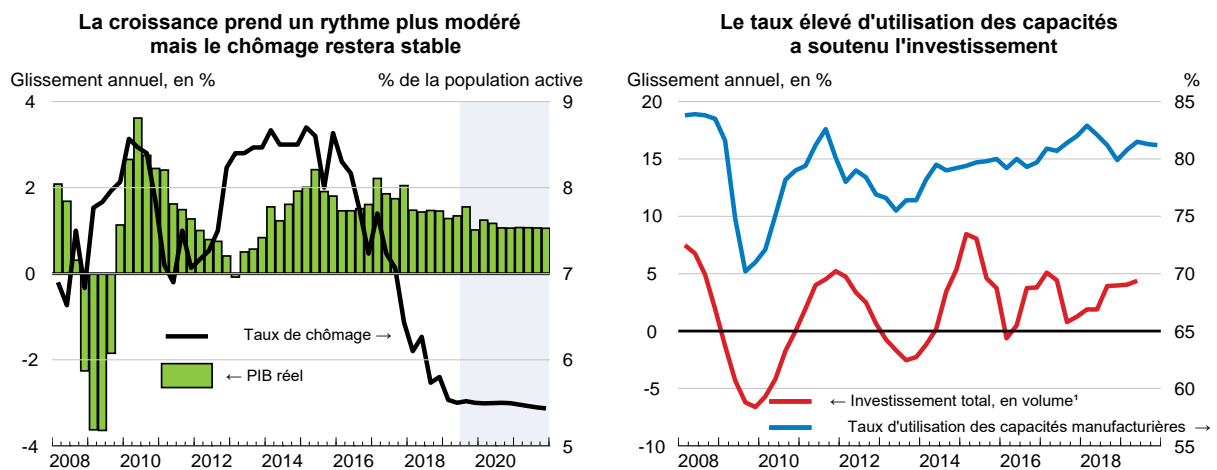
La croissance économique devrait être modérée, autour de 1 % en 2020-21. Des facteurs contraires sur le plan extérieur pèseront sur les exportations et l'investissement des entreprises, en dépit de conditions financières accommodantes. La consommation privée gagnera en résilience à la faveur des réductions d'impôts et de la revalorisation des salaires, qui feront progresser le revenu disponible des ménages. Le marché du travail devrait demeurer tendu, compte tenu d'un taux de chômage estimé à 5.4 % à la fin de 2021.

La politique budgétaire soutiendra modérément la croissance en 2020-21, ce qu'il convient de faire en cette période de ralentissement de l'économie. Cela étant, la dette publique demeure élevée en pourcentage du PIB, et il conviendrait que le gouvernement tienne ses objectifs de prudence budgétaire à moyen terme. La souplesse des conditions financières a alimenté l'expansion du crédit, laquelle pourrait nécessiter d'appliquer aux emprunteurs de nouvelles mesures macroprudentielles contraignantes. La concurrence dans certains services professionnels et les mesures d'incitation à la création d'entreprise devraient être renforcées, et il faudrait améliorer l'efficacité des aides publiques à l'innovation et des mesures de reconversion de la main-d'œuvre pour accélérer les gains de productivité.

## La croissance économique a fléchi

Dans le climat actuel marqué par des incertitudes croissantes, des tensions commerciales et une croissance atone dans la zone euro, la confiance des entreprises s'est érodée, pénalisant l'investissement. Il reste toutefois que la consommation intérieure demeure le principal moteur de la croissance. La consommation privée continue de bénéficier des allègements passés de la fiscalité des revenus. Avec la fin de la modération salariale et l'augmentation des tensions sur le marché du travail, les coûts de main-d'œuvre ont progressivement commencé à augmenter. L'inflation a marqué récemment un repli à la faveur d'une baisse des prix de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente progresse peu à peu.

## Belgique



1. Moyenne mobile sur quatre trimestres.

Source : Base des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Banque nationale de Belgique.

## Belgique : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Belgique</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	430.4	2.0	1.5	1.3	1.1	1.1
Consommation privée	221.1	1.8	1.5	1.1	1.4	1.3
Consommation publique	100.0	0.3	0.9	1.9	1.4	1.1
Formation brute de capital fixe	99.9	1.3	4.0	3.8	1.7	1.4
Demande intérieure finale	421.0	1.3	1.9	1.9	1.5	1.3
Variation des stocks <sup>1</sup>	4.2	-0.1	0.3	-5.9	0.0	0.0
Demande intérieure totale	425.2	1.2	2.2	-3.9	1.4	1.3
Exportations de biens et services	341.6	5.3	1.2	1.2	0.9	1.2
Importations de biens et services	336.5	4.4	2.1	1.3	1.3	1.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	5.1	0.7	-0.7	-0.1	-0.3	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.7	1.5	1.6	1.1	1.4
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	2.2	2.3	1.3	1.1	1.5
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.5	1.3	1.5	1.4	1.5
Taux de chômage (% de la population active)	–	7.1	6.0	5.5	5.5	5.5
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	5.2	4.8	5.1	5.2	5.2
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-0.7	-0.7	-1.7	-2.0	-1.9
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	120.6	118.6	117.9	118.1	118.0
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	101.8	100.0	99.3	99.5	99.4
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	1.2	-1.0	-1.2	-1.5	-1.8

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Y compris la divergence statistique. La divergence statistique représente 5.3% du pourcentage de variation en 2019.

3. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046152>

## De nouvelles réformes s'imposent pour une plus forte croissance de la productivité

Le déficit budgétaire devrait augmenter pour s'établir à 1.7 % du PIB en 2019, contre 0.7 % en 2018, certaines mesures ponctuelles relatives à l'imposition des sociétés ayant pris fin. La politique budgétaire devrait s'assouplir en 2020-21, ce qui permettra de soutenir la croissance en cette période de ralentissement. Il est important que le gouvernement tienne ses objectifs budgétaires à moyen terme pour permettre une diminution progressive durable du ratio dette/PIB et afin qu'il soit possible d'utiliser les recettes imprévues pour continuer de réduire le ratio d'endettement. Des mesures d'envergure seront nécessaires pour parvenir à un solde structurel à l'équilibre à moyen terme.

L'orientation accommodante de la politique monétaire dans la zone euro soutient également l'activité économique mais pourrait aussi, *in fine*, être porteuse de certains risques. La forte croissance du crédit bancaire en faveur des entreprises, qui s'est établie à 6.9 % en 2018, a incité la Banque nationale de Belgique (BNB) à introduire certaines mesures macroprudentielles, notamment à fixer le volant de fonds propres contracyclique au taux de 0.5 % en juin 2019. Par ailleurs, la BNB a mis en place des seuils de

prêt en octobre 2019, par exemple des quotités d'emprunt applicables à une fraction importante des nouveaux crédits, que les banques sont censées respecter pour réduire les risques. Il s'agit là d'une décision appropriée. Au cas où les mesures actuelles se révéleraient inefficaces, il conviendrait de déployer d'autres instruments macroprudentiels plus stricts, comme le plafonnement des quotités d'emprunt de façon obligatoire et des ratios de service de la dette.

Une croissance à long terme plus vigoureuse exigera de doper les gains de productivité, qui demeurent timides, en particulier dans le secteur des services. Malgré des réformes récentes, la complexité des procédures de délivrance d'autorisations et de permis continue de faire peser de lourdes charges administratives sur les créations d'entreprises, ce qui fait baisser les taux d'entrée sur le marché. De même, les réglementations restrictives applicables à plusieurs types de services professionnels entravent la concurrence. Les aides publiques à la R-D sont d'un montant important, mais des aides directes permettraient de mieux soutenir la recherche à long terme dans des domaines susceptibles de générer d'importantes retombées.

### **La consommation continuera de soutenir la croissance, mais les risques de divergence par rapport aux prévisions sont importants**

Le rythme de croissance du PIB devrait être modéré en 2020 et 2021. De même, la hausse de l'investissement des entreprises et des exportations marquera le pas en 2020, dans le droit fil de la détérioration de la situation économique mondiale. La consommation privée restera le principal moteur de la croissance, portée par les mesures passées d'allégement de la fiscalité du travail, par des créations d'emplois solides et par la progression des salaires. L'inflation montera progressivement à 1.6 % à la fin de 2021. Les principaux risques entourant les prévisions tiennent à un nouveau ralentissement dans la zone euro et aux incertitudes entourant le Brexit, qui pourraient nuire à l'activité économique, notamment en Flandre, région qui entretient des liens commerciaux étroits avec le Royaume-Uni. De plus, la lenteur de la formation du nouveau gouvernement pourrait retarder les réformes. En revanche, la croissance pourrait être plus vigoureuse si les réductions d'impôt dopaient la consommation privée plus que prévu.

# Brésil

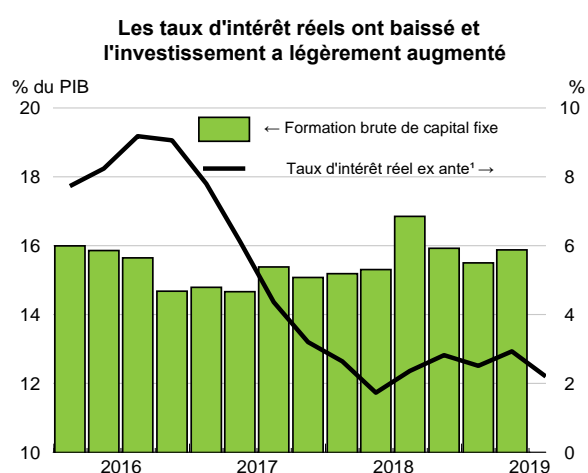
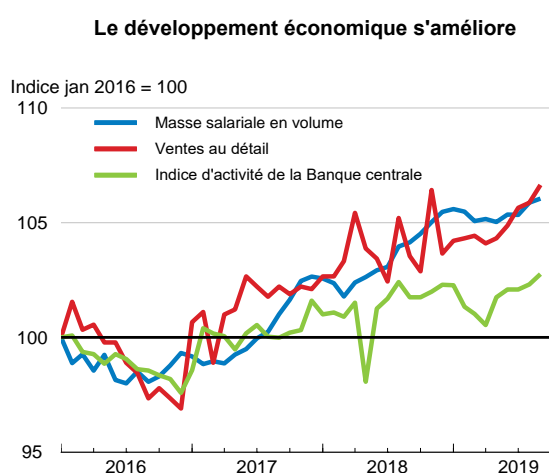
L'économie se redresse progressivement. La réforme des retraites a été approuvée et l'amélioration des perspectives de progrès sur le plan des réformes structurelles dope la confiance et soutient l'investissement, qui bénéficie par ailleurs d'une embellie des conditions financières. L'inflation faible, conjuguée à l'assouplissement des modalités de retrait de fonds sur les comptes individuels d'assurance chômage, stimuleront la consommation. Pour autant que le programme de réformes continue d'avancer, la croissance devrait s'accélérer en 2020. Toutefois, le chômage, élevé, ne diminue que lentement et les nouveaux emplois sont de qualité médiocre, une grande partie étant créée dans le secteur informel.

La politique monétaire a été à juste titre assouplie, les prévisions tablant sur le maintien de l'inflation au-dessous de l'objectif visé en 2020 et 2021. L'assouplissement peut encore se poursuivre quelque peu. Pour assurer la viabilité des finances publiques et le respect des règles budgétaires, il faudra procéder à quelques ajustements supplémentaires en matière de dépenses obligatoires, sans compromettre les transferts sociaux et les investissements publics qui sont efficaces. L'accroissement de la productivité passe par une amélioration du climat des affaires, laquelle requiert une réforme de la fiscalité et de la réglementation et une diminution des obstacles aux échanges. La préservation des actifs naturels imposera des efforts de mise en œuvre de la législation plus résolus.

## L'expansion s'accroît

La reprise se confirme sous l'effet d'un ensemble de facteurs internes. Les avancées du processus d'approbation des réformes économiques par le Congrès stimulent la confiance, et l'investissement reprend de la vigueur après deux trimestres de déclin. La consommation privée et le commerce de détail se raffermissent. L'inflation et l'inflation sous-jacente sont inférieures à l'objectif fixé, et les conditions financières sont devenues plus favorables. Conjugués à la croissance modérée des salaires, ces facteurs soutiennent la consommation privée, bien que la réduction du chômage ne soit pas encore très visible. Plus particulièrement, la qualité globale des nouveaux emplois reste médiocre, un nombre disproportionné d'emplois étant créés dans le secteur informel.

## Brésil 1



1. Le taux d'intérêt réel ex ante correspond à la différence entre le taux SELIC et les anticipations d'inflation pour les 12 mois à venir (IPCA).  
Source : CEIC ; Banque centrale du Brésil.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045050>

## Brésil : Demande, production et prix

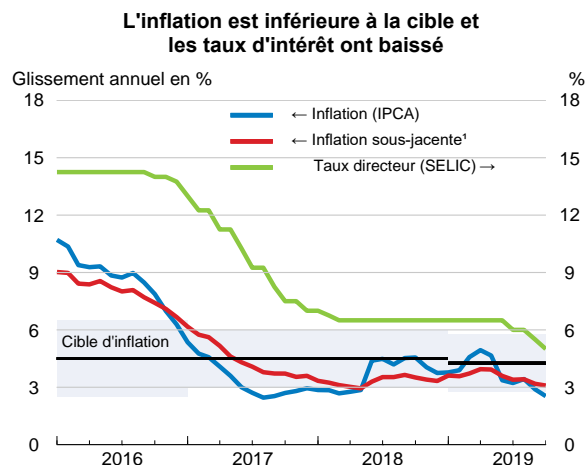
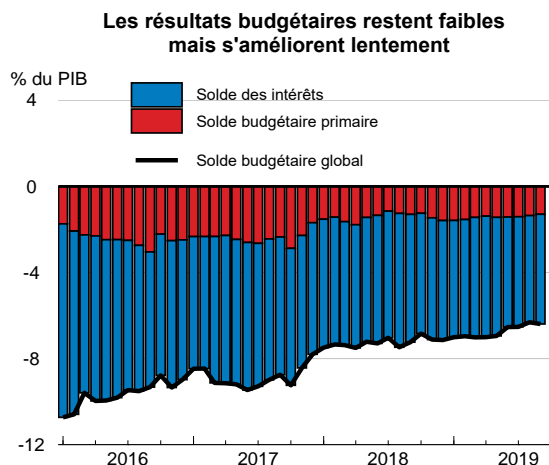
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Brésil</b>	Prix courants milliards de BRL	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2000)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	6 265.0	1.1	1.1	0.8	1.7	1.8
Consommation privée	4 024.0	1.3	1.9	1.3	1.3	1.5
Consommation publique	1 273.5	-0.9	0.0	-0.3	0.6	0.8
Formation brute de capital fixe	974.5	-2.6	4.1	2.9	5.2	5.2
Demande intérieure finale	6 272.0	0.3	1.9	1.3	1.8	2.0
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 33.6	0.6	-0.4	-0.3	0.1	0.0
Demande intérieure totale	6 238.4	1.0	1.5	1.0	1.9	2.0
Exportations de biens et services	784.8	5.7	3.4	0.5	2.4	3.2
Importations de biens et services	758.3	5.5	7.6	1.7	4.1	4.4
Exportations nettes <sup>1</sup>	26.6	0.1	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	3.5	3.0	3.9	3.1	3.5
Indice des prix à la consommation	—	3.4	3.7	3.7	3.1	3.6
Déflateur de la consommation privée	—	2.8	2.8	3.6	3.0	3.4
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-7.8	-7.1	-6.2	-5.6	-5.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-0.7	-1.2	-2.4	-2.5	-2.6

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046171>

## Brésil 2



1. Il s'agit de la moyenne des trois mesures de l'inflation sous-jacente publiées par la Banque centrale du Brésil.

Source : Banque centrale du Brésil ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045069>

## Les perspectives budgétaires restent délicates, mais la politique monétaire est accommodante

Le projet de réforme des retraites a été approuvé par le Congrès et il devrait contribuer à la maîtrise de la hausse des dépenses de retraite. Cependant, les perspectives des finances publiques demeurent délicates, de sorte qu'il n'existe plus de marge de manœuvre budgétaire pour soutenir la reprise naissante. La dette publique brute reste élevée, à presque 80 % du PIB, et le déficit primaire de 1.4 % du PIB est loin de l'excédent de 1.5 % qui serait nécessaire, selon les estimations, pour stabiliser la dette publique.

Le déficit continue d'être alimenté par les postes de dépenses obligatoires, notamment les salaires, les retraites et d'autres prestations de sécurité sociale. Les dépenses discrétionnaires ont été réduites afin de pouvoir mener à bien l'assainissement requis, mais il sera difficile de les compresser davantage maintenant qu'elles ne représentent plus que 6 % des dépenses totales. Il devient crucial de réformer les dépenses obligatoires et les règles d'indexation pour assurer le respect des règles budgétaires. Jusqu'à présent, la règle de dépenses adoptée en 2016 n'a pas généré l'élan politique attendu pour donner corps à ces réformes. En particulier, les autorités doivent impérativement réduire la masse salariale considérable du secteur public et mettre de l'ordre dans les nombreuses dépenses fiscales.

Par ailleurs, les tendances récentes des dépenses ont amoindri la qualité des dépenses publiques. La hausse des prestations de sécurité sociale, indexées sur le salaire minimum, a profité essentiellement aux ménages de la classe moyenne et réduit le volume de ressources disponible pour des prestations sociales mieux ciblées qui feraient reculer la pauvreté, laquelle se concentre principalement parmi les enfants et les jeunes. Le relèvement des seuils de revenu relatifs au programme de transferts monétaires conditionnels *Bolsa Família*, dont le coût ne représente que 0.5 % du PIB, permettrait d'élargir son champ d'application et de rehausser le niveau des prestations. Cela ferait sortir de la pauvreté un plus grand nombre de personnes, réduirait les inégalités de revenus et renforcerait les incitations à l'assiduité scolaire et à la réalisation d'exams médicaux, réduisant ainsi les inégalités en matière d'éducation et de santé. L'investissement public a lui aussi souffert d'un effet d'éviction, alors qu'il pourrait avoir des retombées positives considérables.

La politique monétaire pourrait être assouplie davantage à court terme, dans la mesure où l'inflation devrait rester inférieure à l'objectif visé en 2020. Les taux d'intérêt réels ont déjà atteint un niveau historiquement bas. L'expansion du crédit améliore les liquidités des ménages, et cette tendance sera encore renforcée en 2020 par les nouvelles règles d'accès aux comptes individuels d'assurance chômage. Néanmoins, le crédit aux entreprises continue de décliner. Les réformes envisagées pour renforcer la concurrence dans le secteur financier s'annoncent prometteuses pour favoriser la baisse des coûts d'emprunt.

La hausse de la productivité sera le principal moteur de la croissance à long terme, mais actuellement, elle pâtit du faible niveau de concurrence qui prévaut dans de nombreux secteurs. La mise en place de réglementations intérieures favorables à la concurrence et l'approfondissement de l'intégration dans l'économie mondiale, notamment par le biais de la ratification de l'accord commercial entre l'UE et le Mercosur, permettraient de remédier à ce problème et, parallèlement, réduiraient le coût des biens intermédiaires et d'équipement. Améliorer l'exécution des contrats en rendant le système judiciaire plus efficace, et réduire les coûts de conformité fiscale en remettant à plat le système fragmenté de fiscalité indirecte, en vue de l'instauration d'un régime harmonisé de taxe sur la valeur ajoutée, amèneraient également des gains de productivité. La préservation de ressources naturelles précieuses, telles que la forêt amazonienne, pour les générations futures imposera de renforcer le contrôle de l'application des lois existantes, en faisant fond sur les progrès accomplis dans ce domaine par le passé.



## La croissance devrait s'accélérer

Si la dynamique de réforme se poursuit, la croissance devrait s'accélérer en 2020 et 2021. Le chômage diminuera lentement, notamment par le biais de la création d'un nombre accru d'emplois dans le secteur formel. La consommation privée sera soutenue par la modestie de l'inflation, l'accélération de la croissance des salaires et l'amélioration des conditions de liquidité, et l'investissement devrait bénéficier des conditions financières favorables, du rehaussement de la confiance et des réformes structurelles porteuses de gains de productivité.

Les risques sont principalement liés à la mise en œuvre des réformes. À cause du morcellement du paysage politique, il est difficile de dégager un consensus politique autour des réformes essentielles, qui nécessite généralement de disposer d'une « supermajorité » au Congrès. En l'absence d'une réduction des dépenses obligatoires, la règle de dépenses risque d'être enfreinte dès 2020, ce qui entraînerait une hausse des coûts de financement, un fléchissement de la confiance et un ralentissement de la croissance, voire le retour de la récession. Une aggravation de la crise dans l'Argentine voisine pourrait porter préjudice aux exportations de produits manufacturiers. En revanche, un élan de réforme plus vigoureux serait de nature à améliorer le climat des affaires et à accélérer la croissance. L'aggravation des tensions commerciales mondiales pourrait détourner une partie des échanges commerciaux au profit du Brésil à court terme, mais au prix d'un affaiblissement de la demande future d'importations de la part de la Chine et des États-Unis, les deux principaux partenaires commerciaux du pays.

# Bulgarie

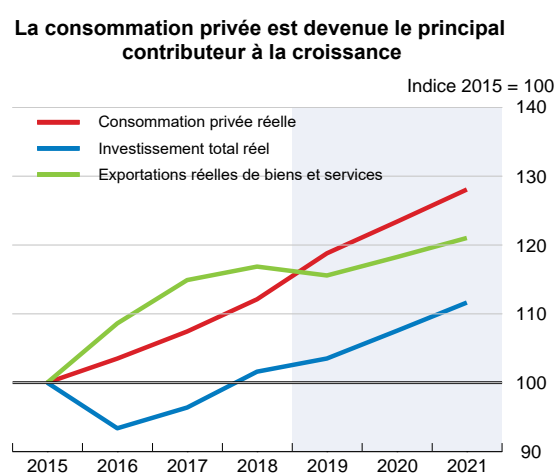
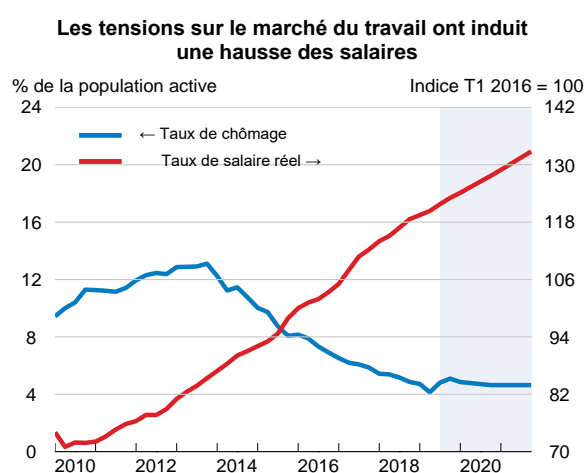
La croissance économique a été vigoureuse mais devrait fléchir quelque peu en 2020 et en 2021. Les exportations ont été touchées par le ralentissement de la demande chez les principaux partenaires commerciaux. Une croissance de la consommation privée et de l'investissement, supérieure à celle des exportations, est attendue à l'avenir. La consommation privée – premier moteur de la croissance – devrait continuer à se développer grâce à la progression des salaires réels.

Le système de caisse d'émission mis en place avec l'euro s'est traduit par des taux d'intérêt historiquement bas, ce qui alimente la progression du crédit à la consommation, du crédit hypothécaire et des prêts aux entreprises. L'inflation restera supérieure à 2 % compte tenu de la forte croissance des salaires, qui s'explique par un marché du travail sous tension. En raison de dépenses ponctuelles, l'investissement public devrait augmenter et soutiendra la croissance en 2020.

## La croissance économique reste solide

L'activité économique devrait se développer à un taux de 3.4 % en 2019 et le chômage s'est replié à son niveau le plus bas d'après-crise. La croissance a été portée par une forte augmentation de la demande intérieure, la consommation privée progressant de 6 points en 2019, à la faveur d'une progression sensible des salaires réels compte tenu d'un marché du travail sous tension et d'une revalorisation d'ampleur assez considérable des traitements dans le secteur public. L'expansion du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires a été soutenue, favorisée par un accroissement de la demande sous l'effet des fortes revalorisations salariales et de taux d'intérêt historiquement bas. Touchées par le ralentissement de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux du pays, les exportations se sont contractées. L'inflation est restée à un niveau élevé durant le premier semestre de l'année, mais a amorcé ensuite un fléchissement, en raison d'un ralentissement des prix des denrées alimentaires et de hausses plus légères des tarifs réglementés de l'énergie.

## Bulgarie



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045088>

## Bulgarie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de BGN	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Bulgarie</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	95.1	3.5	3.1	3.4	2.8	2.8
Consommation privée	57.4	3.8	4.4	6.0	3.9	3.8
Consommation publique	14.9	4.3	5.3	3.4	4.5	3.3
Formation brute de capital fixe	17.6	3.2	5.4	1.9	3.9	3.8
Demande intérieure finale	89.9	3.8	4.7	4.7	4.0	3.7
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.5	0.6	1.1	-1.2	0.1	0.0
Demande intérieure totale	90.4	4.4	5.8	3.4	4.0	3.7
Exportations de biens et services	60.9	5.8	1.7	-1.1	2.3	2.3
Importations de biens et services	56.2	7.4	5.7	0.2	4.1	3.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	4.7	-0.7	-2.4	-0.9	-0.9	-0.7
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	3.9	4.0	6.0	3.1	3.4
Indice des prix à la consommation	–	2.1	2.8	3.0	2.5	2.3
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	-0.5	2.1	2.1	2.5	2.3
Taux de chômage (% de la population active)	–	6.2	5.2	4.7	4.7	4.6
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	-0.8	1.2	0.4	-0.7	-1.9
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	1.1	1.8	-0.1	0.0	0.0
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	35.6	31.8	31.7	31.6	31.4
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	25.3	22.3	22.2	22.0	21.9
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	3.5	5.4	5.2	4.1	3.3

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046190>

## Des dépenses publiques plus efficaces et des réformes structurelles rehausseraient la productivité

Les conditions monétaires sont expansionnistes en raison d'une monnaie nationale fermement arrimée à l'euro, et l'on estime que l'augmentation des investissements publics a insufflé une dynamique positive à la croissance en 2019, à la faveur de dépenses ponctuelles dans le réseau d'infrastructures et l'équipement militaire. Les volants de réserve budgétaires devraient être suffisants pour faire face à un ralentissement plus marqué que prévu, sachant que la dette publique est faible et que le gouvernement prévoit un budget proche de l'équilibre en 2020-21. Il sera important de ne pas sous-utiliser les crédits budgétaires, s'agissant des dépenses d'investissement, et d'augmenter l'investissement public plus que prévu actuellement si la croissance n'était pas aussi vigoureuse qu'attendu. Une plus grande efficacité des dépenses publiques, notamment dans l'éducation, la santé et les retraites, sera primordiale pour amplifier la croissance potentielle, surtout au vu du vieillissement rapide de la population.

La forte émigration et le vieillissement de la population résidente ont provoqué une contraction de la population active, ce qui a aggravé les pénuries de main-d'œuvre et l'inadéquation entre l'offre et la demande des compétences et contribué à une hausse rapide des salaires réels. Si la récente progression des salaires est allée de pair avec une population active en hausse, on estime que la population en âge de travailler continuera à diminuer au rythme de 1 % par an environ. Il est donc urgent, pour les pouvoirs publics, de mettre en œuvre des réformes du marché du travail et des mesures sociales pour favoriser

une meilleure insertion dans l'emploi des catégories laissées pour compte : les femmes, les seniors, les jeunes et les minorités. Il sera en outre indispensable d'infléchir le ralentissement observé dans la croissance de la productivité du travail pour compenser les évolutions démographiques. Cette inflexion supposera de vastes réformes structurelles, allant de l'amélioration des compétences au renforcement du cadre de l'investissement, de la concurrence et de l'innovation.

### La croissance devrait se modérer

La croissance devrait se modérer légèrement pour s'établir à un peu moins de 3 % en 2020 et en 2021. La poursuite de l'expansion économique dépendra d'une progression de la consommation privée et de l'investissement, à la faveur d'une revalorisation des salaires, du crédit bon marché et d'une hausse de l'investissement public. Les exportations devraient se développer sans atteindre, toutefois, les niveaux élevés observés avant 2018. Les risques extérieurs sont prédominants, mais des risques intérieurs, liés à la compétitivité en particulier, existent. Le principal risque intérieur tient à une revalorisation par trop forte des salaires, qui pourrait provoquer une remontée de l'inflation et éroder la compétitivité. Des investissements publics plus faibles que prévu constitueraient un autre facteur de fragilisation de la croissance. L'expansion du crédit au secteur privé devrait se poursuivre après une période de croissance plutôt atone depuis la dernière crise économique. Toutefois, cette expansion pourrait être plus lente que prévu en cas de durcissement des conditions financières à l'échelle mondiale, malgré l'amélioration de la rentabilité et de la qualité des actifs sur le marché bancaire national.

# Canada

L'économie va traverser une période de croissance atone. Le ralentissement du commerce extérieur et l'incertitude persistante liée à la politique commerciale pèsent sur les exportations et sur l'investissement des entreprises. Le marché du travail est dynamique, et les revenus en bénéficient, mais la croissance de l'emploi va ralentir. Le taux de chômage va cesser de diminuer, mais restera faible.

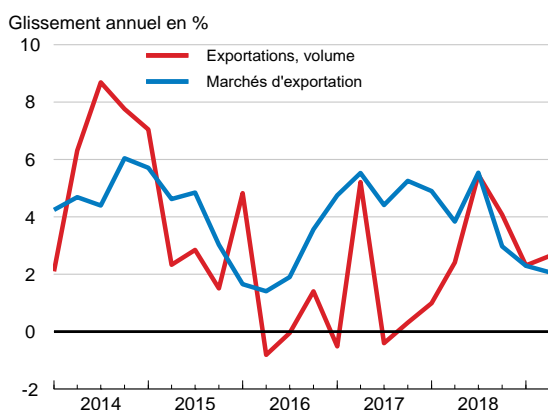
La Banque du Canada devrait abaisser modestement ses taux au cours des prochains trimestres afin de soutenir la demande, ce qui contribuera à maintenir l'inflation à proximité du point médian de la fourchette cible. Un léger assouplissement budgétaire structurel stimulera l'activité économique. Des risques subsistent sur le marché du logement où l'on perçoit des signes annonciateurs d'un rebond, après une période de stabilisation favorisée par des mesures macroprudentielles. Il faudrait accroître l'offre de logements à des prix abordables et mieux entretenir le parc de logements sociaux existants, tout en ciblant mieux l'accès à ces logements.

## L'expansion économique a ralenti

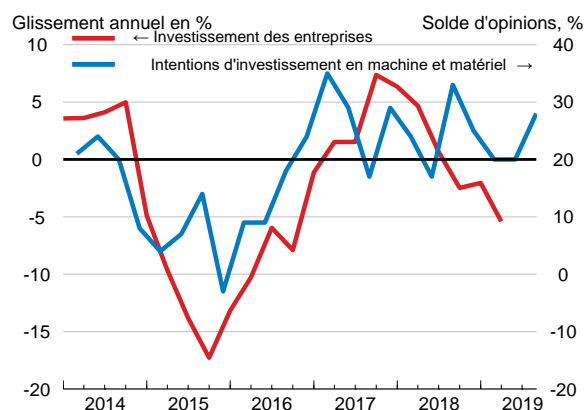
L'accentuation de l'incertitude liée à la politique commerciale au niveau mondial et le fléchissement de la croissance observé chez certains partenaires commerciaux ont freiné les exportations. Les restrictions de la production de pétrole imposées par les pouvoirs publics en Alberta ont encore affaibli la progression des exportations, qui ont toutefois enregistré un rebond temporaire depuis que ces mesures ont été assouplies. La demande intérieure reste peu vigoureuse. L'investissement des entreprises a décliné en raison des baisses enregistrées dans le secteur gazier et pétrolier et des incertitudes grandissantes. Les intentions des entreprises quant à l'investissement en machines et matériel ont beaucoup varié. L'investissement résidentiel s'est cependant redressé à la faveur de la reprise de l'augmentation des prix des logements.

## Canada 1

**Le ralentissement mondial a pesé sur les exportations**



**L'investissement a reculé et les intentions d'investissement sont volatiles**



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045107>

## Canada : Demande, production et prix

Canada	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de CAD	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2012)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	2 028.2	3.0	1.9	1.5	1.6	1.7
Consommation privée	1 187.8	3.5	2.1	1.7	1.5	1.5
Consommation publique	426.3	2.1	2.9	2.0	1.4	1.3
Formation brute de capital fixe	464.6	3.0	1.2	-2.4	1.0	2.1
Demande intérieure finale	2 078.7	3.1	2.0	0.9	1.4	1.5
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 1.8	0.8	-0.3	0.1	-0.1	0.0
Demande intérieure totale	2 076.9	3.9	1.8	1.0	1.3	1.5
Exportations de biens et services	632.4	1.1	3.2	2.5	2.3	2.7
Importations de biens et services	681.2	4.2	2.9	0.7	1.1	1.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 48.7	-1.1	0.0	0.6	0.4	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	2.5	1.7	2.1	2.0	1.9
Indice des prix à la consommation	—	1.6	2.2	1.9	1.9	2.0
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.6	1.9	2.1	2.0	2.0
Taux de chômage (% de la population active)	—	6.3	5.8	5.6	5.8	5.8
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	1.5	1.4	1.6	1.9	2.1
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	94.3	93.7	95.5	95.2	94.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-2.8	-2.6	-1.6	-1.1	-0.8

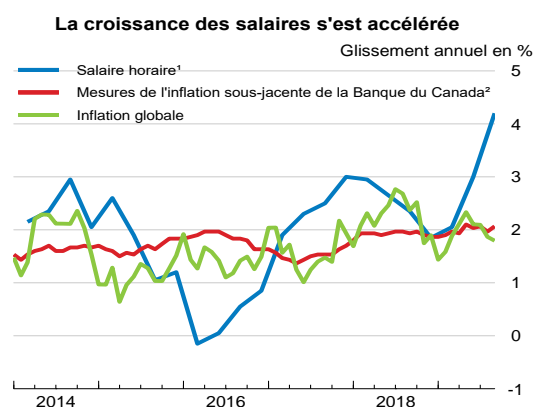
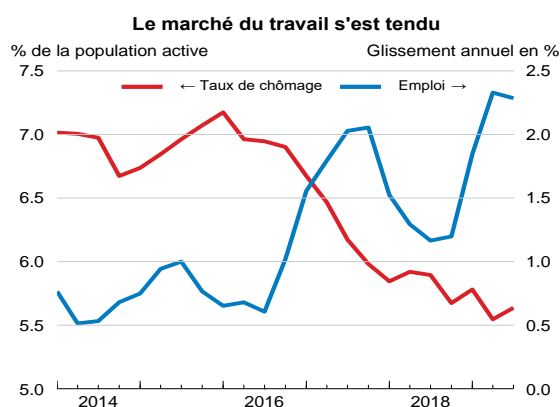
1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046209>

## Canada 2



1. Médiane des mesures de la croissance du salaire horaire tirées de l'Enquête sur la population active, des comptes nationaux, des comptes de productivité et de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail.

2. Moyenne des trois mesures de l'inflation fondamentale privilégiées par la Banque du Canada, à savoir l'IPC-tronq (moyenne tronquée), l'IPC-méd (médiane pondérée) et l'IPC-comm (composante commune).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Refinitiv ; et Banque du Canada.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045126>

La croissance de l'emploi s'est sensiblement accélérée, sur fond d'augmentations marquées de la population et du taux d'activité, et le taux de chômage a continué de descendre jusqu'à des points historiquement bas. La croissance des salaires monte en régime. Les dépenses de consommation progressent cependant moins vite que les revenus, car les ménages lourdement endettés deviennent plus prudents, et l'expansion du crédit a ralenti. La hausse des prix à la consommation s'est accélérée au cours de l'année, l'inflation ayant seulement reflué il y a peu, en partie du fait de la baisse des prix de l'énergie. La moyenne des mesures de l'inflation sous-jacente utilisées par la Banque du Canada est restée stable aux alentours de 2 %. Une nette majorité des entreprises table maintenant sur une inflation située dans la moitié inférieure de la fourchette cible à moyen terme de 1-3 % au cours des deux prochaines années.

## L'action publique devrait soutenir l'économie

Indépendamment du ralentissement de la croissance et de la dégradation de la situation économique mondiale, la Banque du Canada a maintenu son taux directeur inchangé à 1.75 % depuis la fin de 2018. Les prévisions laissant entrevoir une atonie persistante de l'expansion économique, un manque de vigueur des échanges mondiaux et un assouplissement des conditions financières au niveau mondial, le taux directeur devrait être abaissé une première fois d'ici à la fin de 2019, puis une seconde au premier semestre de 2020, et ramené à 1.25 %. Malgré les mesures visant à restreindre le budget 2020 de l'Ontario et le Budget fédéral pour 2021, on estime que l'orientation globale de la politique budgétaire procurera un léger soutien à l'économie, grâce à une contraction de l'excédent primaire sous-jacent global dans les deux prochaines années. L'assouplissement est approprié compte tenu du ralentissement de la croissance.

L'activité dans le secteur du logement s'est redressée et on décèle des signes annonciateurs d'un rebond des prix, favorisé par une croissance démographique soutenue, le dynamisme du marché du travail et la baisse des taux des emprunts hypothécaires. Ce redressement fait suite à une stabilisation du marché après de fortes hausses des prix des logements. La dette des ménages demeure élevée par comparaison avec les autres pays, mais le mouvement de désendettement devrait s'amorcer, et la croissance du crédit aux ménages a ralenti. Dans la mesure où l'orientation de la politique monétaire devrait s'assouplir, une grande attention devra être accordée aux évolutions sur le marché du logement. Il conviendrait de durcir de nouveau la politique macroprudentielle si nécessaire. En outre, pour remédier à la faible accessibilité financière du logement et aux longues listes d'attente pour l'obtention d'un logement social, il faudrait accroître l'offre de logements à des prix abordables et mieux entretenir le parc de logements sociaux existants, tout en ciblant mieux l'accès à ces logements.

## La croissance demeurera atone

L'incertitude grandissante au niveau mondial persistera pendant une durée plus longue qu'on ne s'y attendait précédemment, et les échanges resteront moroses. L'investissement et la confiance des entreprises ne devraient se redresser que progressivement au Canada. Les exportations et les importations demeureront en demi-teinte. La consommation privée soutiendra la croissance, mais les ménages resteront peu enclins à dépenser leurs revenus en raison de l'incertitude, du ralentissement sur le marché du travail et d'un mouvement de désendettement. Le taux de chômage demeurera bas, l'inflation proche du point médian de la fourchette cible, et la croissance des salaires se poursuivra à un rythme modéré.

Le niveau élevé d'endettement des ménages demeure un facteur de vulnérabilité majeur sur le plan intérieur. Un ralentissement marqué de l'activité économique pèserait sur les revenus des ménages et pourrait entraîner un recul des dépenses de consommation ainsi qu'un nouveau tassement de la demande de logements. À l'inverse, si les prix des logements se redressaient plus sensiblement que prévu, il pourrait en résulter une nouvelle accumulation de déséquilibres. Un autre risque réside dans la possibilité que l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) ne soit pas ratifié, ou que les conditions d'accès au marché des États-Unis deviennent moins favorable. S'agissant des risques de divergence à la hausse par rapport aux prévisions, dans l'hypothèse d'une montée des cours du pétrole qui doperait les revenus, la croissance économique serait plus soutenue.



# Chili

La croissance économique devrait s'affermir peu à peu au cours des prochaines années mais restera plus faible que prévu antérieurement en raison des récents troubles sociaux et de la persistance de circonstances extérieures défavorables. Les conditions financières accommodantes et une réforme de l'impôt sur les sociétés en 2020 favoriseront l'investissement. La faiblesse des taux d'intérêt réels et la progression des salaires devraient soutenir la vigueur de la consommation privée. La croissance plus solide et des flux d'immigration nourris favoriseront l'emploi. Le déficit de la balance courante restera stable.

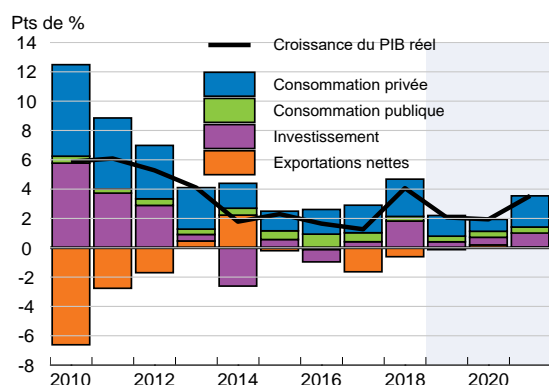
La politique monétaire demeurera à juste titre accommodante, avant le début d'un lent resserrement, à mesure que l'inflation approchera de l'objectif de 3 % et que l'écart de production se comblera. La politique budgétaire doit se situer dans un juste équilibre entre la nécessité d'augmenter les dépenses sociales et le maintien de la prudence, pour être conforme à la règle budgétaire. La croissance inclusive passera par des réformes pour renforcer les mesures sociales et les politiques actives du marché du travail et stimuler la dynamique des entreprises.

## La croissance est tirée par la demande intérieure

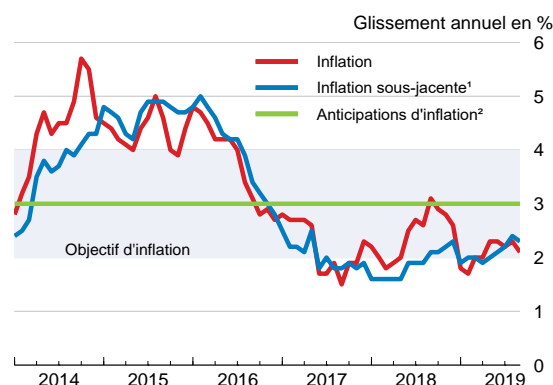
L'activité économique a ralenti en 2019, sur fond de chocs climatiques pesant sur les activités minières, de fléchissement de la production industrielle et d'une croissance des exportations marquant le pas. Les récents troubles sociaux pèsent sur la consommation et l'investissement. L'investissement a augmenté davantage que prévu, en partie grâce à la vigueur du secteur de la construction. Le marché du travail demeure atone, mais les indicateurs sont contradictoires. Ainsi, tandis que les statistiques administratives mettent en évidence une croissance solide de l'emploi formel, le taux de chômage n'a pas reculé car le marché du travail n'a pas été assez flexible pour s'adapter à la récente vague d'immigration. La situation extérieure s'est dégradée, l'intensification des différends commerciaux et l'incertitude entourant la politique commerciale ayant frappé de plein fouet les échanges mondiaux. Signe, en partie, de la baisse ininterrompue des prix des services, l'inflation reste proche de 2 %, niveau qui correspond à la limite inférieure de la fourchette retenue comme objectif.

## Chili

**L'investissement et la consommation sont les moteurs de la croissance**  
Contributions à la croissance du PIB réel



**L'inflation reste faible**



1. L'inflation sous-jacente exclut les prix de l'énergie et des carburants.

2. Anticipations d'inflation à 23 mois.

Source : Banque centrale du Chili (BCC, Banco Central de Chile) ; et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106.

## Chili : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de CLP	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2013)				
<b>Chili</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	169 469.5	1.5	4.0	2.2	2.4	3.5
Consommation privée	107 417.2	3.0	4.0	2.2	1.3	3.4
Consommation publique	23 361.9	4.4	2.2	2.7	2.9	2.9
Formation brute de capital fixe	38 544.7	-2.7	4.6	4.1	3.7	4.4
Demande intérieure finale	169 323.8	1.9	3.9	2.7	2.1	3.5
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 887.1	1.0	0.9	-0.5	-0.3	0.0
Demande intérieure totale	168 436.7	3.0	4.8	2.3	1.8	3.5
Exportations de biens et services	47 722.4	-1.2	5.1	-2.3	1.5	3.0
Importations de biens et services	46 689.6	4.8	7.6	-1.8	0.8	2.8
Exportations nettes <sup>1</sup>	1 032.8	-1.6	-0.6	-0.1	0.2	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	4.8	2.0	2.6	3.0	2.6
Indice des prix à la consommation	—	2.2	2.4	2.4	2.5	3.0
Déflateur de la consommation privée	—	2.7	2.0	2.3	3.0	3.0
Taux de chômage (% de la population active)	—	6.7	7.0	6.8	6.7	6.2
Solde de l'administration centrale (% du PIB)	—	-2.7	-1.7	-1.7	-1.6	-1.4
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-2.2	-3.1	-3.6	-3.4	-3.1

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046228>

## Une croissance plus soutenue et mieux partagée passera par la poursuite des réformes

La banque centrale a judicieusement ramené son taux directeur de 3 % en début d'année à 1.75 % actuellement, pour faire en partie face au fait que l'inflation et l'activité ont été plus faibles que prévu. La politique monétaire devrait rester accommodante tant que l'objectif d'inflation de 3 % n'aura pas été atteint et que le marché du travail n'aura pas regagné en vigueur.

La politique budgétaire est globalement adaptée, l'assainissement graduel prévu étant conforme à la règle budgétaire. La réforme fiscale programmée, actuellement en cours d'examen à l'assemblée législative, devrait stimuler les recettes en relevant l'impôt sur le revenu des personnes physiques et l'impôt sur le patrimoine immobilier applicable aux ménages à haut revenu. Cette réforme devrait en outre doper l'investissement grâce à une simplification du code des impôts pour les PME et à l'accélération des calendriers d'amortissement. Les mesures d'action publique, récemment annoncées, visant à accroître encore les dépenses sociales, principalement les régimes de retraite financés sur fonds publics, et un relèvement du salaire minimum pour les plus vulnérables, ont pu être mis en œuvre de manière appropriée tout en respectant la règle budgétaire et soutiendront la consommation privée.

Une croissance plus vigoureuse et plus inclusive nécessitera de soutenir la dynamique des réformes structurelles. Aujourd'hui encore, il est indispensable de réduire la segmentation du marché du travail entre stabilité d'un côté, et précarité de l'autre, d'intégrer la récente vague d'immigrés, de simplifier la délivrance des autorisations et la réglementation, et de renforcer la concurrence dans les industries de réseau. Le gouvernement s'est fixé un programme en faveur de la promotion de l'investissement des entreprises, qu'il convient de saluer : ce programme passe essentiellement par des modifications administratives

devant faciliter l'attribution de licences et les procédures applicables aux grands projets, une application du droit de la faillite élargie aux petites entreprises, la reconnaissance juridique de l'accès aux fonctionnalités de signature électronique et l'assouplissement des règles d'embauche de travailleurs étrangers. Un nouvel effort de développement des structures d'accueil des jeunes enfants doperait l'emploi féminin rémunéré, qui reste faible, et permettrait de combler l'écart de salaire qui persiste entre les hommes et les femmes. Enfin, l'assouplissement de la réglementation relative aux contrats de travail à durée indéterminée, assorti d'une extension de l'assurance chômage, aiderait à lutter la segmentation du marché du travail et les inégalités.

### **Le redressement prévu de la croissance est entouré d'une incertitude considérable**

La solidité des fondements macroéconomiques et une politique budgétaire viable devrait contribuer à soutenir la croissance, malgré l'impact négatif des troubles sociaux survenus au dernier trimestre 2019 et des circonstances extérieures défavorables. Les conditions de financement accommodantes, les cours élevés du cuivre, l'optimisme des chefs d'entreprise et la réforme fiscale prévue devraient soutenir l'investissement. Le faible niveau des taux d'intérêt réels et la hausse des salaires continueront à alimenter la consommation privée, même si la consommation des administrations publiques et les exportations resteront modestes. Toutefois, ces projections sont soumises à une incertitude considérable en raison des troubles sociaux actuels, aux causes desquels il faut s'attaquer pour améliorer le bien-être des ménages et renforcer la confiance des entreprises. L'incapacité à mettre en œuvre les réformes sociales ambitieuses qui sont nécessaires ou un retard en la matière se traduiraient par une croissance plus faible que prévu actuellement. L'environnement extérieur en demi-teinte, imputable aux tensions commerciales et à des facteurs d'instabilité régionale, constitue encore un risque à la baisse par rapport aux prévisions. En revanche, le déploiement plein et entier de l'ambitieux programme de réformes structurelles prévu pourrait doper l'investissement plus que prévu.

# Chine

La croissance économique devrait ralentir pour s'établir à 5.5 % en 2021, avec la poursuite du rééquilibrage de l'économie et la persistance de fortes tensions commerciales. La concentration des exportations en début de période a contribué à soutenir l'activité en 2019, mais le relèvement des droits de douane va peser sur la croissance à l'avenir. Les importations marqueront un peu plus le pas du fait du fléchissement de la demande d'intrants importés, entraînant une augmentation de l'excédent courant. La croissance globale de l'investissement a cessé de ralentir, grâce aux projets d'infrastructure engagés par les pouvoirs publics et au dynamisme persistant des investissements dans l'immobilier, même si l'expansion de l'investissement dans le secteur manufacturier manque de vigueur. La consommation privée enregistrera une croissance régulière, soutenue par des gains de revenu disponible relativement importants. L'inflation ralentit malgré l'envolée des prix de certains biens de consommation.

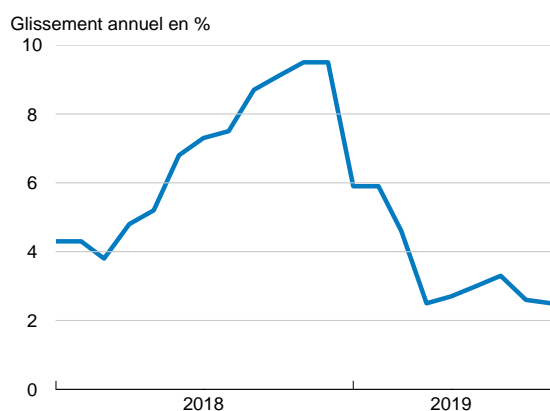
Les conditions monétaires se sont durcies du fait des restrictions imposées au secteur bancaire parallèle, mais elles sont actuellement assouplies afin de soutenir l'activité économique. Les réductions quasi générales des coefficients de réserves obligatoires des banques ont été complétées par un nouveau mécanisme de détermination du taux de base bancaire et une légère réduction du taux de la facilité de crédit à moyen terme, destinés à réduire les coûts d'emprunt. Grâce à un certain nombre de baisses d'impôts, la politique budgétaire continuera de soutenir la consommation, sur fond de dégradation de la confiance des consommateurs. Les investissements dans les infrastructures resteront vigoureux, et le financement de projet devrait bénéficier de l'assouplissement des exigences de fonds propres.

## La croissance reste robuste

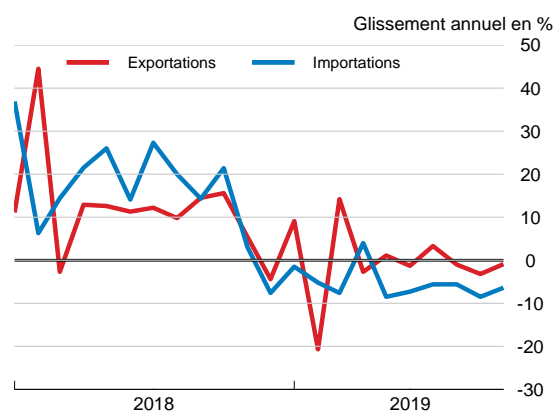
La croissance s'est affaiblie en raison de l'accentuation des tensions commerciales et des incertitudes à l'échelle mondiale, mais la concentration des exportations en début de période au second semestre de 2019, motivée par l'anticipation de nouvelles augmentations de droits de douane, soutient la production industrielle. Le rééquilibrage de l'économie de l'investissement vers la consommation a réduit la demande de biens d'équipement et de matières premières importés. L'augmentation de la production intérieure d'intrants contribue également à ralentir la demande de produits importés. De ce fait, l'excédent des paiements courants s'est accru. La consommation est restée soutenue grâce à la progression constante des revenus disponibles. Après avoir atteint un point bas, les investissements dans les infrastructures commencent à remonter grâce à l'augmentation des quotas d'obligations spéciales et à l'assouplissement des règles d'émission d'obligations d'entreprise. La croissance de l'investissement des entreprises reste stable, en particulier dans les services, bien que le rythme de progression des investissements dans le secteur manufacturier ait nettement ralenti. La hausse des investissements immobiliers est stable, portée par la forte demande de logements privés et la poursuite des activités de reconstruction des bidonvilles à grande échelle. Les mises en chantier de logements marquent cependant le pas, laissant présager un ralentissement de la croissance future de l'investissement résidentiel. Cette tendance pourrait contribuer à réduire le taux de logements vacants, mais pourrait aussi faire grossir la bulle immobilière dans les villes où la demande est robuste.

## Chine 1

**La croissance de l'investissement dans le secteur manufacturier s'est stabilisée à un bas niveau**



**La croissance des échanges a fortement baissé**



Note : Toutes les données sont exprimées en termes nominaux.  
Source : CEIC.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045164>

## Chine : Demande, production et prix

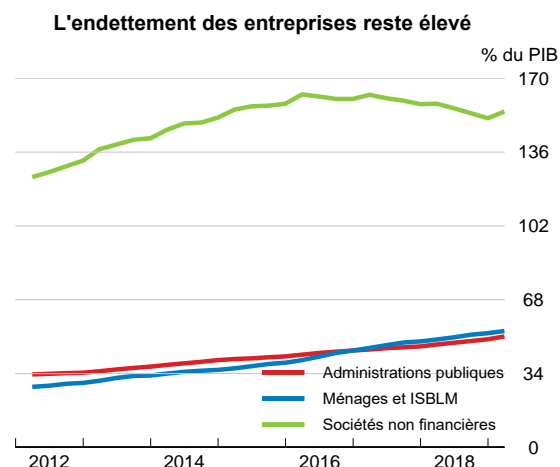
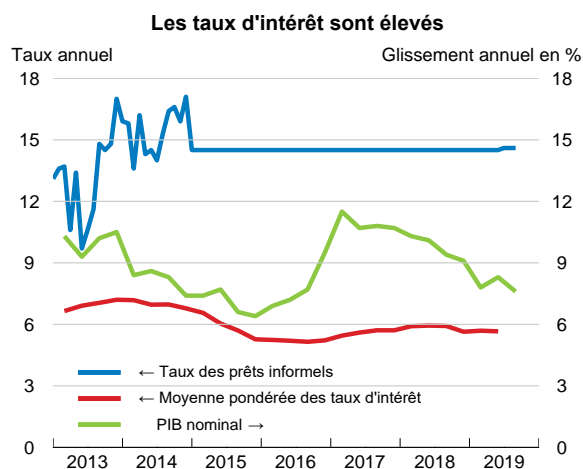
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Chine</b>	Prix courants trillions de CNY	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	74.0	6.8	6.6	6.2	5.7	5.5
Demande intérieure totale	72.3	5.9	7.1	5.2	5.9	5.5
Exportations de biens et services	14.6	11.4	3.6	3.7	1.8	2.5
Importations de biens et services	12.9	6.9	5.7	-1.7	2.0	1.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	1.7	1.1	-0.3	1.1	0.0	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	3.8	2.9	1.5	1.5	2.1
Indice des prix à la consommation	—	1.5	1.9	2.5	2.2	1.9
Solde financier des administrations publiques <sup>2</sup> (% du PIB)	—	-3.0	-3.1	-3.3	-3.6	-3.8
Balance budgétaire principale <sup>3</sup> (% du PIB)	—	-2.9	-2.6	-2.8	-3.0	-3.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	1.6	0.4	1.4	1.4	1.3

- Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.
- Prend en considération les soldes de l'ensemble des quatre comptes budgétaires (compte général, compte de fonds, caisses de sécurité sociale et comptes des entreprises publiques).
- Le solde budgétaire global est le solde officiel défini comme la différence entre les recettes et les dépenses. Les recettes comprennent : les recettes du budget général, les recettes du fonds central de stabilisation et l'ajustement budgétaire infranational. Les dépenses comprennent : les dépenses du budget général, le renflouement du fonds central de stabilisation et le remboursement du principal de la dette infranationale.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046247>

## Chine 2



Source: CEIC ; et Banque des règlements internationaux (BRI).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045183>

## La relance budgétaire et l'assouplissement modéré de la politique monétaire soutiendront la croissance

La croissance continuera de bénéficier de la relance budgétaire, marquée par l'accélération récente des approbations de nouveaux projets et la mise en œuvre, au cours des années à venir, de projets à grande échelle concernant le réseau routier, les chemins de fer, les télécommunications – notamment le déploiement de la cinquième génération de communications mobiles (5G) – et l'énergie, ainsi que la poursuite de la reconstruction des logements délabrés. Dans un contexte de déclin de l'efficacité de l'investissement, il faudrait accorder davantage d'attention à la tarification du risque pour améliorer l'affectation du capital. La suppression des garanties implicites dont bénéficient les entreprises d'État et d'autres entités publiques serait utile. Des facteurs ayant un impact négatif sur la confiance pourraient limiter les effets des baisses d'impôts destinées à stimuler la consommation. L'allègement des restrictions relatives aux achats de voitures et d'autres mesures pourraient donner un coup de fouet temporaire à la consommation (et aggraver les problèmes de pollution), mais pour stimuler pleinement la consommation, il faudrait accélérer les réformes structurelles. L'urbanisation et l'adoption de politiques publiques plus inclusives, en particulier, sont nécessaires. La suppression des disparités d'accès aux services publics, liées au système d'enregistrement des ménages, améliorerait l'égalité des chances. Il conviendrait d'assurer un niveau minimum de services publics grâce à une meilleure allocation des ressources, de façon à renforcer l'égalité des chances, quel que soit le lieu de naissance des individus. Il est impératif que les services publics de base, comme l'éducation et la santé, soient financés par l'État central pour garantir un niveau suffisant de prestation de services.

La politique monétaire a été quelque peu durcie ces dernières années par le biais de restrictions imposées au secteur bancaire parallèle et aux activités de gestion de patrimoine, qui étaient nécessaires pour préserver la stabilité financière. Ces mesures ont accru l'aversion pour le risque et eu des retombées disproportionnées sur les petites banques et sur les entreprises privées et de petite taille. Plusieurs banques de taille modeste, tributaires des financements interbancaires, se sont retrouvées en défaut de paiement, de sorte que les pouvoirs publics ont dû intervenir. Tous les créanciers n'ont pas été renfloués, ce qui devrait aiguïser la perception du risque et constitue une avancée salutaire vers l'élimination progressive des garanties implicites.

Les entreprises privées et les petites entreprises éprouvent des difficultés à accéder aux circuits de crédit officiels et sont confrontées à la persistance de taux d'intérêt élevés. Pour faire baisser les coûts d'emprunt, la banque centrale a réduit de 5 points de base le taux des prêts à un an accordés au titre de sa facilité de crédit à moyen terme au début de novembre. Elle avait précédemment modifié le mécanisme de détermination des taux de base bancaires, en liant le taux débiteur à un an des nouveaux emprunts des entreprises aux taux fixés dans le cadre des opérations d'open market, c'est-à-dire essentiellement au taux de la facilité de crédit à moyen terme de la Banque populaire de Chine, qui est déterminé par la demande générale de liquidités adressée par le système financier à la banque centrale. La possibilité d'accéder à des prêts dont le taux reflète plus fidèlement les conditions de financement améliorera le mécanisme de transmission. En outre, la baisse du coefficient de réserves obligatoires appliqué aux « banques commerciales urbaines » – des banques de petite taille détenues par les collectivités locales et tournées essentiellement vers l'économie locale – en sus de la réduction appliquée à l'ensemble des banques, devrait contribuer à atténuer le resserrement du crédit pour les microentreprises, les petites entreprises et les entreprises privées. L'endettement des entreprises demeure élevé, à 155 % du PIB, en particulier dans le secteur des entreprises d'État.

### La croissance devrait ralentir

La croissance devrait encore ralentir, compte tenu de l'entrée en vigueur des dernières augmentations de droits de douane annoncées et des effets délétères persistants des tensions commerciales sur la production et l'investissement dans le secteur manufacturier. Les nouvelles augmentations de droits de douane annoncées en 2019 amputeront de 0.3 à 0.4 point la croissance du PIB en 2020. Ces facteurs s'ajoutent au ralentissement induit par le rééquilibrage à long terme de la croissance. La réduction du taux moyen des droits de douane prélevés sur les importations en Chine l'an passé (les hausses de droits de douane sur les importations en provenance des États-Unis ayant été largement compensées par les réductions appliquées à d'autres importations), l'augmentation des remboursements de taxe sur la valeur ajoutée (TVA) sur les biens exportés et l'abaissement des taxes à l'exportation atténueront les effets des tensions commerciales. En complément des mesures visant à abaisser les coûts d'exercice des activités économiques, un ralentissement de la hausse des prix à la production renforcera également la compétitivité et les exportations en 2020-21. La hausse des prix à la consommation se redressera néanmoins légèrement en raison de l'augmentation des prix des produits alimentaires frais, due pour partie à la peste porcine africaine, mais ces tensions ponctuelles devraient rester mineures. La dépréciation du yen par rapport au dollar des États-Unis pourrait freiner quelque peu le tourisme à l'étranger, rehaussant légèrement l'excédent des paiements courants.

Un risque majeur de révision à la hausse des prévisions réside dans l'éventualité d'un relâchement des tensions commerciales, qui conduirait non seulement à une progression des exportations mais aussi à une augmentation de la production et de l'investissement dans le secteur manufacturier. Il entraînerait également un regain de confiance chez les consommateurs, qui se traduirait par une croissance supérieure aux prévisions. Un assouplissement excessif de la politique monétaire ferait gonfler encore la bulle immobilière et, ce faisant, stimulerait la croissance, mais au prix d'une augmentation des risques ultérieurement. Les risques de dégradation par rapport aux prévisions tiennent aux conditions financières : un accroissement de l'aversion pour le risque et une dégradation de la situation des banques de petite taille pourraient conduire à un resserrement du crédit pour les entreprises privées et les petites entreprises. Une accélération du désendettement des entreprises faciliterait l'assainissement des bilans, sachant que le coût du service de leur dette est considérable, mais freinerait la croissance à court terme. Si les autorités devaient réduire leurs efforts de relance budgétaire pour éviter que les engagements implicites des administrations publiques ne continuent d'augmenter, la croissance s'en ressentirait. Une baisse des prix des logements pénaliserait les acheteurs récents *via* l'effet de richesse, et les emprunteurs *via* l'effet de dévalorisation des garanties.

# Colombie

La croissance économique devrait rester vigoureuse ces deux prochaines années, malgré un environnement extérieur défavorable. L'investissement sera un moteur de croissance de premier plan, à la faveur d'une réforme de la fiscalité et de projets d'infrastructures ambitieux. Le faible niveau des taux d'intérêt stimulera la consommation, tandis que le chômage amorcera un repli. Le niveau élevé des inégalités et l'activité informelle resteront des enjeux majeurs pour les pouvoirs publics.

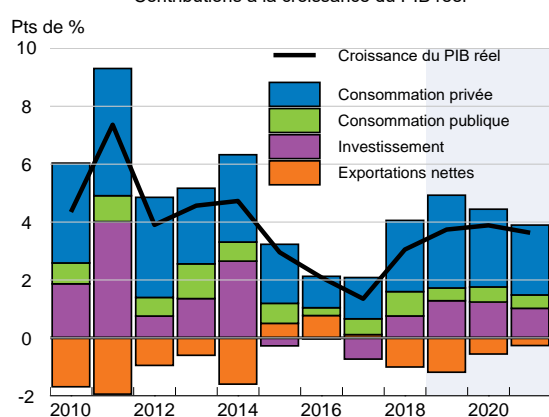
L'orientation légèrement accommodante de la politique monétaire est adaptée, sachant que les anticipations d'inflation sont proches de l'objectif et que le chômage demeure élevé. Il faudra assainir les finances publiques pour réduire progressivement le déficit, conformément à la règle budgétaire. Pour gagner en productivité, il sera nécessaire de renforcer la concurrence et de s'ouvrir davantage aux échanges. Des mesures sociales plus ciblées, alliées à des réformes visant à rehausser la qualité des emplois et à réduire l'activité informelle, permettraient de partager plus largement les fruits de la croissance.

## La consommation et l'investissement tirent la croissance

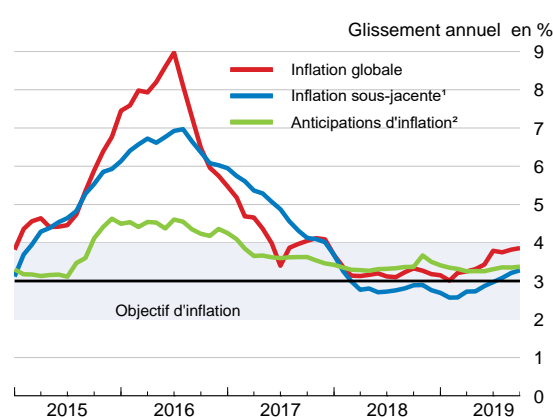
La croissance économique s'est accélérée, sous l'impulsion d'une demande intérieure vigoureuse, portée par l'embellie sur les marchés du crédit et par l'accueil positif réservé par les entreprises aux aides fiscales accordées dans le cadre d'une réforme récente. Le déficit de la balance courante s'est creusé : les importations augmentent, tandis que les résultats à l'exportation demeurent médiocres. Le chômage s'est inscrit en hausse malgré la croissance plus solide, dans la mesure où les créations d'emplois restent trop peu nombreuses pour éponger le surcroît de main-d'œuvre dû à l'immigration. L'inflation a progressé en 2019, essentiellement sous l'effet des hausses de prix des denrées alimentaires et de l'impact, modéré, de la dépréciation du peso. Elle reste néanmoins à l'intérieur de la fourchette retenue comme objectif.

## Colombie

**La vigueur de l'investissement tire la croissance**  
Contributions à la croissance du PIB réel



**L'inflation reste contenue**



1. L'inflation sous-jacente exclut les prix des produits alimentaires de base, des services d'utilité publique et des combustibles.

2. Il s'agit des anticipations d'inflation à 12 mois.

Source: Banque centrale de Colombie (Banco de la República) ; et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106.



## Colombie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Colombie</b>	Prix courants trillions de COP	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	863.8	1.4	2.6	3.4	3.5	3.3
Consommation privée	596.5	2.1	3.6	4.7	3.9	3.5
Consommation publique	125.6	3.8	5.6	2.9	3.5	3.1
Formation brute de capital fixe	191.2	1.9	1.5	4.6	5.3	4.5
Demande intérieure finale	913.3	2.3	3.5	4.4	4.1	3.7
Variation des stocks <sup>1</sup>	9.0	-1.2	0.4	0.3	0.1	0.0
Demande intérieure totale	922.2	1.2	3.9	4.6	4.2	3.7
Exportations de biens et services	127.1	2.5	3.9	4.0	4.0	3.3
Importations de biens et services	185.6	1.2	7.9	8.8	5.5	3.6
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 58.5	0.1	-1.0	-1.2	-0.6	-0.3
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	5.1	3.7	4.1	3.5	3.3
Indice des prix à la consommation	—	4.3	3.2	3.5	3.6	3.0
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	4.9	2.9	2.9	3.3	3.0
Taux de chômage (% de la population active)	—	9.4	9.7	10.1	9.2	9.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-3.3	-4.0	-4.2	-4.2	-4.2

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation de base, services publics et combustibles.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046266>

## De nouvelles réformes structurelles s'imposent pour une croissance inclusive

La politique budgétaire doit être assainie afin de ramener le déficit structurel de l'administration centrale à 1 % du PIB, conformément à la règle budgétaire, et de stabiliser le ratio dette publique/PIB. La réforme fiscale, actuellement à l'examen au Congrès, permettra de stimuler l'investissement. Toutefois, d'autres mesures d'accroissement des recettes seront probablement nécessaires à moyen terme pour respecter la règle budgétaire et faire face aux dépenses sociales et aux investissements publics qui sont indispensables. Il est essentiel d'augmenter les recettes fiscales d'une manière pérenne tout en parvenant à une fiscalité plus propice à la croissance et à l'équité. Pour atteindre cet objectif, les pouvoirs publics pourraient élargir l'assiette de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de la TVA et abaisser le taux de l'impôt sur les sociétés tout en supprimant les multiples exonérations applicables à cet impôt. Les recettes pourraient également être augmentées en améliorant la fiscalité environnementale et l'efficacité de l'administration fiscale.

Une croissance plus soutenue et mieux partagée implique de stimuler la productivité au moyen de réformes structurelles. Un renforcement de la concurrence, une amélioration de la logistique portuaire et douanière, la levée de certains obstacles commerciaux et non commerciaux et l'allègement de la charge réglementaire permettraient d'accroître les exportations, de rehausser la productivité des entreprises et de créer des emplois de qualité. L'afflux de migrants pourrait contribuer à doper la croissance potentielle, qui a reculé ces dernières années en raison d'une productivité en berne. Toutefois, il faudrait pour cela poursuivre la mise en œuvre des politiques d'insertion des migrants sur le marché du travail formel, mais aussi investir dans la formation et dans le système de santé.

Afin que les fruits de la croissance soient plus largement partagés entre tous, une stratégie globale doit être déployée pour favoriser la création d'emplois de qualité dans l'économie formelle. Pour ce faire, il faut

réformer dans divers domaines, et notamment réduire les coûts de main-d'œuvre non salariaux, remanier le dispositif de salaire minimum afin que son niveau soit plus favorable à l'emploi, améliorer la qualité et la pertinence de l'offre d'éducation et de formation, et adopter des mesures pour intégrer davantage de femmes sur le marché du travail. Il est urgent de réformer le système de retraite afin de réduire la pauvreté et les inégalités à l'âge de la vieillesse.

### **La croissance devrait rester vigoureuse**

Portée par un regain de la demande intérieure, la croissance devrait rester solide. L'investissement sera un déterminant de premier plan de la croissance, à la faveur d'un allègement de la pression fiscale et d'ambitieux projets d'infrastructures. La persistance de taux d'intérêt bas, une inflation conforme à la fourchette visée par la banque centrale et le recul du chômage soutiendront la consommation. Le déficit de la balance courante se creusera, dans un contexte de croissance tirée par la demande et de dégradation des résultats à l'exportation. Les risques de divergence à la hausse par rapport aux prévisions tiennent à un renchérissement des prix du pétrole, qui pourrait stimuler encore plus l'investissement. Quant aux risques de divergence à la baisse, ils pourraient émaner de fragilités plus fortes que prévu dans l'environnement extérieur, sous l'effet des tensions commerciales et de l'instabilité régionale, et de nouveaux retards dans les projets d'infrastructures.

## Corée

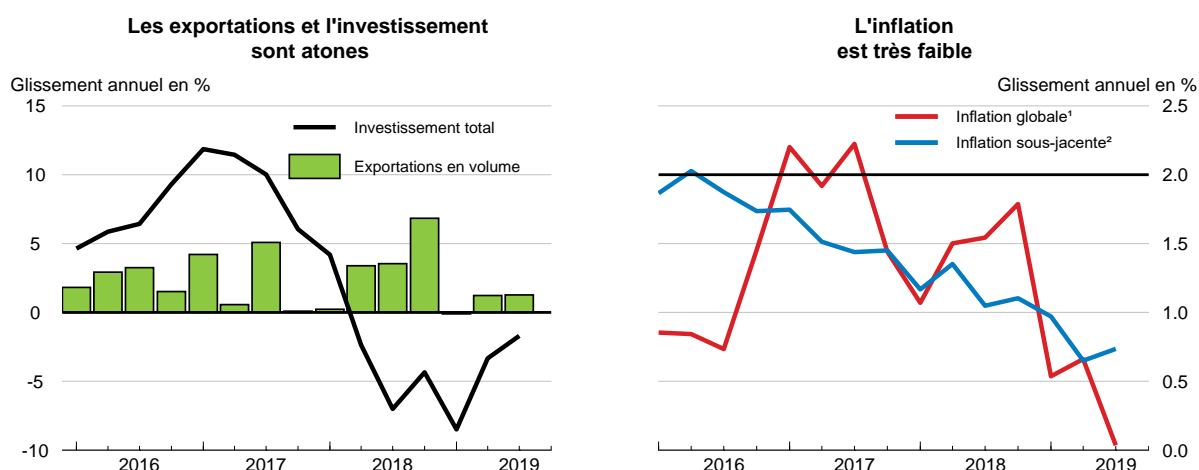
La croissance économique restera atone, le ralentissement mondial et les tensions commerciales freinant les exportations, tandis que la forte incertitude pèse sur l'investissement. Les créations de postes dans le secteur public atténueront l'effet de la faible croissance de la production sur l'emploi. Le redressement progressif de la demande mondiale de semi-conducteurs et la politique budgétaire expansionniste soutiendront l'économie.

Un nouvel assouplissement de la politique monétaire est attendu en 2020, dans la mesure où l'inflation restera nettement inférieure à l'objectif de 2 %. L'expansion budgétaire représentant plus d'un point de PIB en 2020 apporte un soutien bienvenu à l'activité, mais compte tenu du vieillissement rapide de la population, la préservation de la croissance à long terme nécessitera des réformes structurelles permettant de rehausser la productivité et de créer de meilleurs emplois.

### La faiblesse des exportations et de l'investissement freine la croissance

La contraction des marchés d'exportation, la montée de l'incertitude au niveau mondial ainsi que la diminution des prix des semi-conducteurs freinent les exportations et tirent l'investissement des entreprises vers le bas. L'investissement résidentiel chute en raison du caractère très cyclique de l'offre de logements et du durcissement des règles relatives aux prêts hypothécaires. La création d'emplois dans le secteur public, notamment dans les services de santé et de protection sociale, réduit le taux de chômage, malgré les effets négatifs induits par l'atonie de l'activité et la hausse de 29 % du salaire minimum en 2018-19 sur l'emploi dans les entreprises et la croissance économique. La progression du revenu réel des ménages soutient la consommation privée, même si la faiblesse de la confiance des consommateurs, attribuable à l'incertitude et à la création limitée d'emplois dans le secteur privé, freine les ventes de biens durables. Le très bas niveau de l'inflation s'explique en partie par les baisses de prix des produits alimentaires, mais l'inflation sous-jacente est aussi nettement inférieure à l'objectif de 2 %.

### Corée



1. L'objectif de 2 % visé par la banque centrale se rapporte à l'inflation mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC).

2. Hors alimentation et énergie.

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

## Corée : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants trillions de KRW	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Corée</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 740.8	3.2	2.7	2.0	2.3	2.3
Consommation privée	834.8	2.8	2.8	1.8	1.9	2.4
Consommation publique	265.3	3.9	5.6	6.8	7.0	4.7
Formation brute de capital fixe	517.3	9.8	-2.4	-4.1	0.0	1.2
Demande intérieure finale	1 617.4	5.2	1.5	0.7	2.3	2.5
Variation des stocks <sup>1</sup>	7.4	0.4	0.2	0.4	-0.2	0.0
Demande intérieure totale	1 624.8	5.6	1.7	1.1	2.0	2.5
Exportations de biens et services	698.6	2.5	3.5	1.5	3.7	1.7
Importations de biens et services	582.7	8.9	0.8	-0.5	3.1	2.0
Exportations nettes <sup>1</sup>	116.0	-2.0	1.1	0.8	0.3	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	2.2	0.5	-0.6	1.1	1.3
Indice des prix à la consommation	–	1.9	1.5	0.3	1.1	1.4
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.5	1.2	0.8	1.1	1.4
Taux de chômage (% de la population active)	–	3.7	3.9	3.7	3.5	3.5
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	7.5	8.0	9.2	9.2	8.4
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	2.7	2.8	1.3	-0.1	-0.4
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	40.8	39.4	38.7	40.4	42.4
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	4.6	4.4	3.5	3.9	4.0

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046608>

## La politique macroéconomique de soutien de l'activité doit être complétée par des réformes structurelles

Le gouvernement a agi énergiquement pour contrecarrer les effets négatifs de l'essoufflement de la croissance mondiale et de la montée de l'incertitude. Une loi de finances rectificative représentant 0.3 % du PIB a été adoptée en août 2019, et des mesures de relance budgétaire correspondant environ à 1.2 % du PIB sont programmées pour 2020. Ces initiatives sont bienvenues, compte tenu de la solidité des finances publiques, du bas niveau d'endettement et de la nécessité d'étoffer la protection sociale. Néanmoins, la prudence est de mise pour éviter que des dépenses non financées ne s'inscrivent dans la durée, et ce d'autant plus que le vieillissement rapide de la population et la demande croissante de services sociaux vont entraîner un gonflement des dépenses publiques au cours des prochaines décennies. Le renforcement du cadre budgétaire garantirait qu'une politique budgétaire active demeure compatible avec la viabilité des finances publiques à long terme.

La Banque de Corée a réduit son taux directeur de 25 points de base à deux reprises, en juillet et en octobre 2019, pour le ramener à 1.25 %, et on s'attend à ce qu'elle l'abaisse encore l'année prochaine, dans la mesure où l'inflation restera en deçà de l'objectif de 2 % et l'activité économique atone. Les nombreux dispositifs macroprudentiels mis en place ces dernières années devraient contribuer à contenir la hausse de la dette des ménages, déjà élevée, et pourraient être encore durcis le cas échéant.

Pour favoriser une croissance inclusive à long terme, la Corée doit mettre en œuvre des réformes structurelles. Compte tenu du vieillissement très rapide de la population, il faudrait mieux mobiliser les ressources en main-d'œuvre et rehausser la productivité, qui est inférieure de moitié environ à celle de la moitié supérieure des pays de l'OCDE. Assouplir la réglementation du marché du travail et investir davantage dans les compétences, en particulier numériques, contribuerait à rehausser l'emploi des femmes et des jeunes, à améliorer la qualité des emplois des travailleurs âgés, et à réduire le dualisme du marché du travail. Une réforme de la réglementation visant à renforcer la concurrence et à axer davantage les politiques publiques sur l'innovation et le dynamisme des petites et moyennes entreprises (PME) améliorerait la productivité, surtout dans le secteur des services, qui est à la traîne à cet égard.

### **La croissance est exposée à l'environnement mondial**

La croissance sera soutenue par la politique budgétaire expansionniste et la politique monétaire accommodante, ainsi que par un redressement progressif de la demande de semi-conducteurs. L'investissement se stabilisera, mais à un bas niveau. Les recrutements dans le secteur public vont continuer à alimenter la progression de l'emploi, tandis que la hausse du salaire minimum en 2020, bien moindre que celles des années précédentes, aura une incidence limitée sur la création d'emplois dans le secteur privé. La faiblesse de la demande d'exportations continuera de freiner la croissance, et les tensions commerciales mondiales constitueront une source de risques à la baisse et d'incertitude, pouvant avoir un effet dissuasif sur l'investissement.

# Costa Rica

La croissance économique devrait s'établir à environ 2 ¼ pour cent en 2020-21, portée par une amélioration progressive de la demande intérieure, du tourisme et des exportations de services aux entreprises. Le recul de l'inflation stimulera peu à peu la consommation. L'investissement a été insuffisant, mais profitera de la baisse des taux d'intérêt. L'activité informelle et les inégalités se maintiennent à des niveaux élevés, ce qui nuit à la productivité.

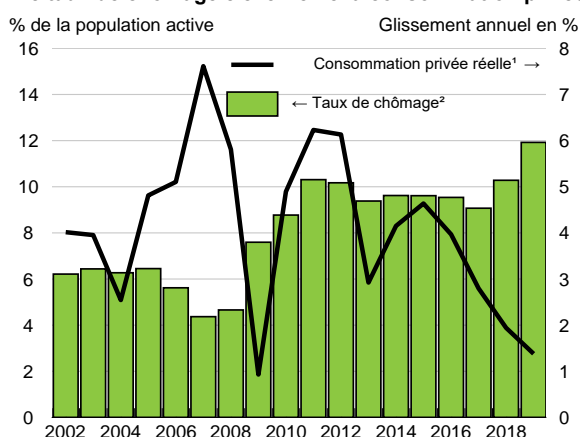
La politique budgétaire reste marquée par des déficits considérables et par un accroissement de la dette publique. Toutefois, les récentes réformes de la fiscalité et des dépenses contribueront à rétablir la viabilité des finances publiques à moyen terme, à condition qu'elles soient intégralement mises en œuvre. La politique monétaire devrait rester accommodante, compte tenu du sous-emploi grandissant des ressources. Il est indispensable d'améliorer la qualité des structures d'éducation des jeunes enfants et l'accès à ces services pour accroître l'activité féminine.

## L'activité économique a ralenti

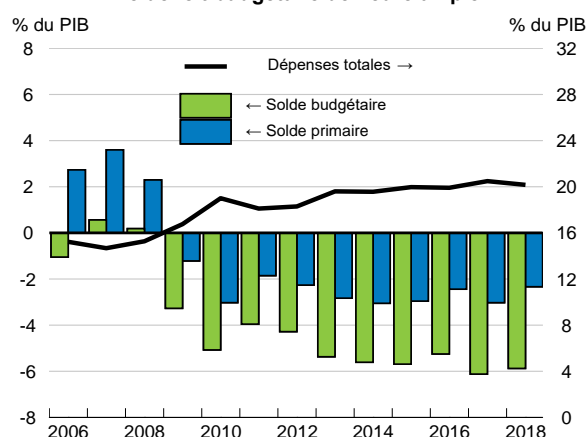
Le ralentissement du commerce mondial, l'instabilité politique régionale, la baisse des prix des principaux biens d'exportation et de mauvaises conditions météorologiques ont affaibli la croissance. Le taux de chômage très élevé, qui s'établit à 12 %, provoque une érosion de la confiance des consommateurs. L'expansion du crédit et la confiance des entreprises sont également en berne, et l'investissement demeure insuffisant. La TVA, récemment instaurée, a entraîné une remontée transitoire de l'inflation.

## Costa Rica

**Le taux de chômage élevé freine la consommation privée**



**Le déficit budgétaire demeure ample**



1. Le chiffre de 2019 est le taux de croissance en glissement annuel mesuré au 2ème trimestre de 2019 par rapport au 2ème trimestre de 2018.

2. Le chiffre de 2019 correspond au 2ème trimestre de l'année.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et ministère des Finances (Ministerio de Hacienda).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045221>

## Costa Rica : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Costa Rica</b>	Prix courants trillions de CRC	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2012)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	31.2	3.4	2.6	2.0	2.2	2.3
Consommation privée	20.0	2.8	1.9	1.9	2.1	2.0
Consommation publique	5.4	3.3	0.4	2.9	0.0	0.7
Formation brute de capital fixe	5.7	-3.0	3.2	-3.8	2.0	3.7
Demande intérieure finale	31.0	1.8	1.9	1.1	1.7	2.1
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.1	1.1	-0.7	0.3	0.0	0.0
Demande intérieure totale	31.1	2.8	1.2	1.2	1.6	2.1
Exportations de biens et services	10.0	5.0	4.1	3.0	3.1	2.4
Importations de biens et services	9.9	3.2	0.0	0.9	1.3	1.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	0.1	0.5	1.4	0.7	0.6	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	2.6	2.4	2.6	2.2	2.4
Indice des prix à la consommation	–	1.6	2.2	2.3	2.5	2.4
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.2	2.1	2.5	2.4	2.4
Taux de chômage (% de la population active)	–	9.1	10.3	11.9	12.4	12.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	-2.9	-3.1	-2.4	-2.5	-2.6

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046285>

## Il faut mettre en œuvre l'intégralité de la réforme budgétaire pour restaurer la confiance

Les déficits publics restent de grande ampleur, en dépit de la récente adoption d'une réforme fiscale historique ainsi que de la modération des dépenses courantes hors charges d'intérêt et d'une amnistie fiscale temporaire, qui a permis d'engranger des recettes supplémentaires. L'accroissement de la dette publique et les taux d'intérêt élevés impliquent une augmentation du coût du service de la dette pour le budget de l'État. Le gouvernement estime que le déficit continuera à se creuser pour atteindre respectivement 6.5 % et 6.9 % du PIB en 2020 et en 2021. Par conséquent, il est indispensable de mettre en œuvre l'intégralité de la réforme budgétaire pour rétablir la viabilité des finances publiques à moyen terme. Des réformes visant à réorganiser le secteur public permettraient de réaliser des économies supplémentaires, amélioreraient la prestation des services publics et contribueraient à réduire les inégalités. La politique monétaire est devenue plus accommodante, à juste titre, et les taux d'intérêt ont été abaissés à de multiples reprises. La banque centrale devrait continuer à soutenir la croissance, compte tenu de la marge de manœuvre restreinte pour engager une relance budgétaire et du sous-emploi grandissant des ressources.

Le système financier est jugé solide par les autorités, bien qu'il présente plusieurs points faibles. Les banques publiques sont fortement exposées à la dette souveraine et aux entreprises publiques, d'où des risques de boucles de rétroaction négative. La forte dollarisation de l'économie crée aussi des problèmes liés à l'asymétrie des devises. La publication des résultats des tests de résistance réalisés sur chaque banque renforcerait l'efficacité de l'exercice ainsi que la transparence. Poursuivre l'amélioration de la gouvernance des grandes entreprises publiques et simplifier le cadre réglementaire actuel contribueraient à accroître l'efficacité du secteur public, à intensifier la concurrence et à abaisser les prix. L'adoption d'un

mécanisme de garantie des dépôts couvrant les banques publiques et privées est essentielle pour conforter la stabilité financière, protéger l'ensemble des déposants et favoriser une plus grande concurrence dans le secteur bancaire. Annoncer le calendrier des réunions de politique monétaire à l'avance améliorerait encore la communication de la banque centrale et l'efficacité de sa politique monétaire. Les récentes baisses de cotisations de sécurité sociale en faveur des petites entreprises contribueront à endiguer l'activité informelle. Néanmoins, il faut continuer à simplifier la structure du salaire minimum, qui reste complexe, pour faciliter le respect des obligations légales et les créations d'emplois.

### **La croissance devrait rester modeste**

La croissance devrait rester faible mais s'amplifier peu à peu en 2020-21. Les taux d'intérêt plus bas devraient stimuler l'investissement privé, notamment dans les secteurs liés à l'exportation. L'inflation devrait rester à l'intérieur de la fourchette officielle retenue comme objectif car l'activité reste fragile. Les risques de divergence à la baisse par rapport aux prévisions tiennent à l'incapacité à mettre en œuvre l'intégralité de la réforme budgétaire, ou à un retard en la matière, ce qui pèserait sur la confiance des investisseurs et sur la stabilité financière. Des échanges mondiaux en deçà des attentes constituent aussi un risque de dégradation des perspectives d'exportation. À l'inverse, les effets positifs sur l'investissement et sur la croissance des réformes structurelles déjà mises en œuvre pourraient se révéler d'une ampleur plus grande que prévu.



## Danemark

Le rythme de croissance de l'économie devrait être modéré, à environ 1 ½ pour cent en 2020 et en 2021. La vigueur des exportations s'essouffera et pèsera sur la croissance, sur fond de recul de la demande des partenaires commerciaux. Cependant, la croissance solide des salaires, la poursuite des créations d'emplois et les taux d'intérêt négatifs doperont le revenu disponible des ménages et stimuleront la consommation privée. L'inflation devrait remonter progressivement.

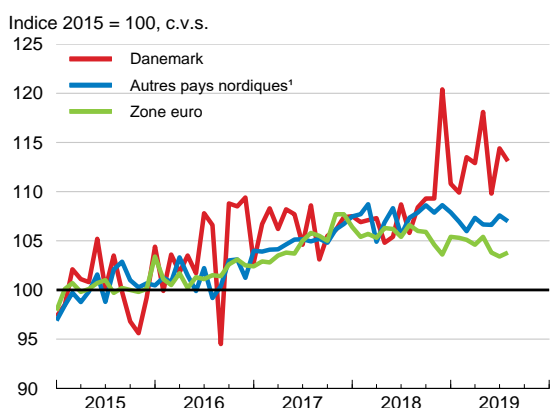
Les conditions monétaires devraient rester très accommodantes en raison de l'ancrage de la couronne à l'euro. Une forte progression des dépenses publiques est programmée en 2020, tandis que l'investissement public devrait se redresser en 2021. Il serait opportun de veiller plus particulièrement à l'efficacité des dépenses et de l'investissement des administrations publiques, notamment dans le cadre de la politique climatique ambitieuse du gouvernement.

### L'économie s'est montrée résistante

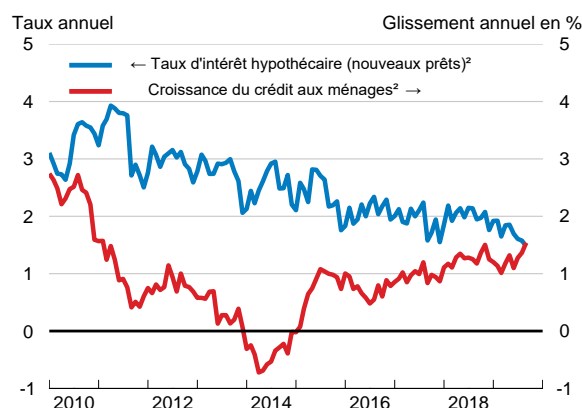
La fermeté des exportations a alimenté la croissance économique en 2019. Les produits pharmaceutiques et les équipements mécaniques, dont les éoliennes, sont à l'origine d'une large part de la croissance des exportations depuis la mi-2018. La spécialisation dans ces secteurs a permis de protéger la production industrielle du ralentissement du commerce mondial. La consommation privée continue à augmenter à un rythme modéré, tandis que la croissance de l'investissement des entreprises et dans l'immobilier résidentiel s'est affaiblie. Les indicateurs de confiance des entreprises ont eux aussi fléchi après avoir atteint un niveau élevé.

### Danemark

**La production industrielle a résisté au ralentissement du commerce mondial**



**Les taux d'intérêt hypothécaire sont très bas, mais la croissance du crédit reste modérée**



1. Moyenne simple des données relatives à la Finlande, à la Norvège et à la Suède.

2. Taux d'intérêt hypothécaire effectif tenant compte des frais de gestion et des moins-values sur les émissions d'obligations sous-jacentes. Le crédit aux ménages recouvre l'ensemble des prêts accordés au secteur des ménages par les banques et les établissements de crédit hypothécaire.

Source : OCDE, Base de données des Principaux indicateurs économiques ; et Banque nationale du Danemark (Danmarks Nationalbank).

## Danemark : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de DKK	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>Danemark</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	2 107.8	2.0	2.4	1.8	1.4	1.4
Consommation privée	983.8	1.6	2.6	1.2	2.0	1.8
Consommation publique	524.2	1.0	0.4	0.8	1.4	0.6
Formation brute de capital fixe	443.2	3.0	5.4	-1.5	3.4	3.0
Demande intérieure finale	1 951.2	1.8	2.7	0.5	2.2	1.8
Variation des stocks <sup>1</sup>	15.7	-0.1	0.3	-0.2	0.0	0.0
Demande intérieure totale	1 966.9	1.6	3.1	0.3	2.2	1.8
Exportations de biens et services	1 126.1	4.6	2.4	3.8	1.9	2.3
Importations de biens et services	985.2	4.3	3.6	0.4	3.2	3.1
Exportations nettes <sup>1</sup>	140.9	0.5	-0.4	1.9	-0.5	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.1	0.8	1.4	1.6	1.7
Indice des prix à la consommation	–	1.1	0.8	0.7	0.9	1.4
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	0.9	0.6	0.8	1.0	1.4
Taux de chômage (% de la population active)	–	5.8	5.1	5.0	5.0	5.0
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	6.2	6.6	3.9	6.8	6.8
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	1.5	0.6	1.8	0.3	-0.2
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	48.8	47.5	45.5	45.1	45.4
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	35.5	33.8	31.8	31.4	31.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	7.8	7.0	7.7	7.8	7.4

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046323>

L'emploi poursuit sa croissance, mais la création de postes et l'afflux de travailleurs étrangers ont ralenti. La détente opérée sur le marché du travail a stabilisé la croissance des salaires à environ 2.5 %. L'inflation mesurée par les prix à la consommation a reculé et s'établit actuellement aux alentours de 0.5 %, ce qui se traduit par une forte progression des salaires réels pour les ménages.

### Les politiques devraient avoir pour objectif d'améliorer l'efficacité économique

Les conditions monétaires extrêmement accommodantes devraient perdurer. La banque centrale a abaissé son taux directeur à -0.75 % en septembre 2019 pour consolider l'ancrage de la couronne à l'euro. Les taux d'intérêt du crédit hypothécaire ont diminué tout au long de l'année 2019, ce qui a provoqué un mouvement massif de refinancement parmi les propriétaires immobiliers, soucieux de réduire leurs coûts d'emprunt. La croissance du crédit aux particuliers reste modérée mais pourrait s'accélérer si les propriétaires décidaient de contracter de nouveaux emprunts. Réduire davantage la déductibilité fiscale des charges d'intérêts serait une bonne chose pour dissuader les ménages d'augmenter leur patrimoine de manière excessive. Après plusieurs scandales de blanchiment de capitaux, une vigilance permanente du secteur financier et une modernisation des cadres réglementaires s'imposent également.

La politique budgétaire avait été programmée pour rester proche de l'équilibre en 2019-21, ce qui est souhaitable. Cependant, un excédent budgétaire assez conséquent est attendu en 2019, lequel s'explique par le montant important et instable des recettes issues de l'imposition périodique des intérêts, dividendes et plus-values perçus au titre de l'épargne-retraite. Le gouvernement projette à présent une augmentation des dépenses consacrées aux services publics en 2020, notamment dans les secteurs de la santé et de l'éducation, laquelle sera financée grâce une marge de manœuvre budgétaire qui devrait être élargie et à la suppression, à juste titre, des droits de mutation réduits dont bénéficient les entreprises familiales.

Les pouvoirs publics sont déterminés à lutter contre le changement climatique et à atteindre des objectifs ambitieux de réduction des gaz à effet de serre. Il conviendrait à cet effet de commencer par mettre en œuvre en premier les mesures de réduction optimales en termes de coût-efficacité, en tenant compte des répercussions pour les émissions mondiales. Une poursuite de la réforme de la santé, de l'éducation et des politiques actives du marché du travail devrait aussi s'attacher à améliorer l'efficacité des dépenses publiques, par exemple en diminuant les bourses d'études dans l'enseignement supérieur et en privilégiant les prêts étudiants.

### La croissance devrait ralentir

La croissance économique devrait ralentir pour s'établir à 1.4 % en 2020 et 2021. La demande intérieure soutiendra la croissance sur fond de recul des exportations. La rénovation de la plus grande plate-forme pétrolière en mer du Nord en 2019-21 stimulera l'investissement et augmentera temporairement les importations de pétrole. Les taux d'intérêt négatifs et la progression des salaires nominaux devraient provoquer une remontée progressive de l'inflation, depuis son faible niveau actuel. Une consommation privée plus forte que prévu pourrait découler du remboursement en 2020 et en 2021 des impôts sur le patrimoine immobilier perçus, ainsi que d'une accélération de la croissance du crédit aux particuliers. Toutefois, les principaux risques de divergence par rapport aux prévisions sont orientés à la baisse et tiennent aux facteurs de grande incertitude dans l'environnement extérieur, au premier rang desquels le règlement du Brexit.

# Espagne

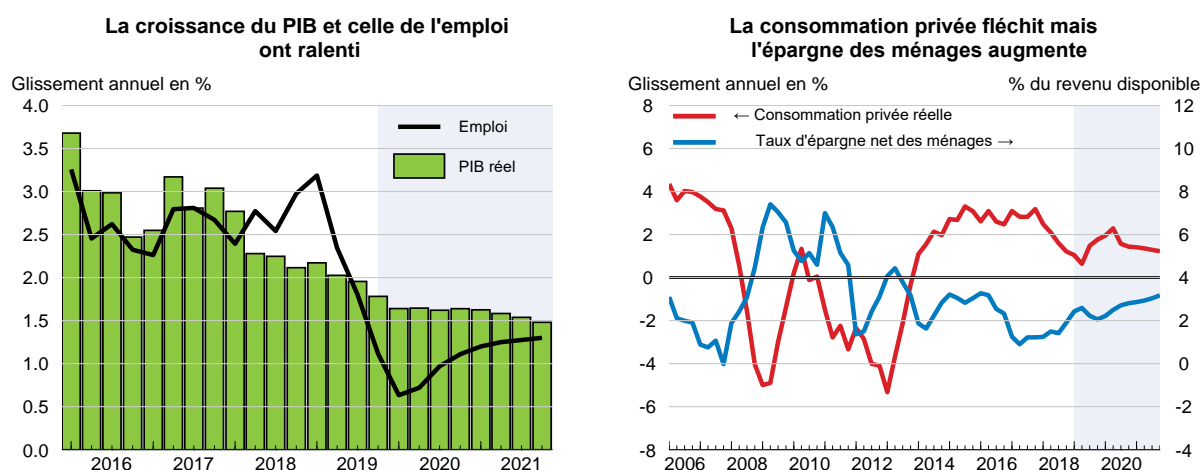
La modération de la croissance économique en 2019 devrait perdurer en 2020 et 2021. La demande intérieure restera le principal moteur de l'expansion économique, quoique à un rythme moins rapide qu'au cours des dernières années, le ralentissement de la progression de l'emploi pesant sur la consommation, et l'incertitude accrue freinant l'investissement. Le fléchissement de la croissance des marchés extérieurs pèsera sur les exportations. L'inflation restera modérée, sur fond de sous-utilisation persistante des ressources économiques.

Les améliorations récentes des finances publiques tenaient dans une large mesure aux conditions macroéconomiques favorables. Une réduction durable du ratio dette publique/PIB, qui est élevé, passe par une poursuite de l'amélioration du solde budgétaire structurel. Pour rehausser la croissance potentielle et réduire les inégalités, il conviendrait d'améliorer les compétences des catégories vulnérables et leur situation au regard du marché du travail. Le renforcement des gains de productivité exige une exposition accrue des entreprises à la concurrence et à l'innovation.

## La croissance s'est modérée

La demande intérieure a été moins dynamique qu'au cours des dernières années, dans un contexte d'incertitude accrue. La poursuite des créations d'emplois, les hausses de salaires et la faiblesse de l'inflation ont soutenu le revenu disponible réel des ménages et l'augmentation récente de leur épargne. La dégradation de la confiance et l'atonie de la croissance de la demande extérieure ont mis à mal le secteur manufacturier, mais les services continuent d'enregistrer de bons résultats. La croissance de l'emploi s'est modérée récemment, mais elle demeure aux alentours de 2 %. L'évolution des ventes de biens immobiliers d'habitation et des nouveaux prêts au logement laisse entrevoir une poursuite du ralentissement de l'investissement résidentiel.

## Espagne



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045943>

## Espagne : Demande, production et prix

Espagne	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 113.8	2.9	2.4	2.0	1.6	1.6
Consommation privée	648.3	3.0	1.8	1.2	1.8	1.3
Consommation publique	212.3	1.0	1.9	2.3	1.6	1.1
Formation brute de capital fixe	200.0	5.9	5.3	2.8	3.6	3.0
Demande intérieure finale	1 060.6	3.1	2.5	1.7	2.1	1.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	8.8	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0
Demande intérieure totale	1 069.4	3.1	2.7	1.8	2.2	1.6
Exportations de biens et services	377.4	5.6	2.2	1.6	1.3	2.2
Importations de biens et services	333.0	6.6	3.3	1.0	3.0	2.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	44.4	-0.1	-0.3	0.3	-0.5	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.4	1.1	1.6	1.1	1.3
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	2.0	1.7	0.8	1.1	1.3
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.2	1.0	1.1	1.3	1.3
Taux de chômage (% de la population active)	—	17.2	15.3	14.2	14.1	13.6
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	1.2	1.5	2.3	2.6	3.0
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-3.0	-2.5	-2.2	-1.8	-1.4
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	115.8	114.8	114.3	114.0	113.2
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	98.6	97.6	96.6	96.4	96.2
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	2.7	1.9	1.6	1.3	1.2

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046874>

## Il est essentiel de renforcer la croissance de la productivité

La politique monétaire restera accommodante dans la zone euro, stimulant l'investissement et la consommation via une diminution des taux débiteurs. L'incertitude politique est source d'ambiguïté quant à l'orientation future de la politique budgétaire, dont on suppose qu'elle sera globalement neutre au cours des deux années à venir. Le ratio dette publique/PIB demeurant élevé (à 96 %), de nouvelles améliorations du solde structurel s'imposent pour assurer une réduction durable de la dette publique.

Une accélération de la croissance potentielle peut aussi favoriser l'amélioration de la viabilité des finances publiques et accroître la résilience aux chocs. Un renforcement des compétences, de la concurrence et de l'innovation étayerait la croissance de la productivité. Des politiques actives, ciblées, du marché du travail pourraient aider les travailleurs peu qualifiés à améliorer leurs perspectives sur le marché de l'emploi, en réduisant les inégalités. Mettre en place un guichet unique pour les services sociaux et de l'emploi afin d'offrir une assistance intégrée aux demandeurs d'emploi améliorerait la coordination. Les formations au numérique devraient s'adresser en priorité aux personnes les moins instruites et ayant de faibles revenus, dont les emplois pourraient être davantage exposés au risque d'automatisation. Intensifier encore la coordination et l'évaluation des politiques d'innovation régionales et nationales permettrait de rehausser la qualité de l'innovation. Pour réaliser des économies d'échelle, il est essentiel de veiller au

préalable à la mise en œuvre effective de réformes structurelles destinées à remédier à la fragmentation interne des marchés de produits.

### **La croissance devrait ralentir**

La croissance devrait refluer à 1.6 % en 2020 et 2021. La demande intérieure restera le principal moteur de l'expansion économique. Dans un contexte d'atténuation des effets de la demande non satisfaite et de poursuite de l'augmentation de l'épargne des ménages, la consommation privée va se modérer. La progression de l'emploi devrait ralentir, mais le taux de chômage devrait continuer de reculer pour s'établir à 13.6 % en 2021. L'investissement des entreprises sera moins dynamique que par le passé, mais il sera soutenu par un niveau élevé d'utilisation des capacités et par des conditions de financement favorables. La contribution du solde extérieur à la croissance sera négative en 2020, sur fond de ralentissement de la croissance des marchés extérieurs, et neutre en 2021.

Une expansion économique moins forte que prévu en Europe, qui nuirait aux exportations espagnoles, dans la mesure où il s'agit de leur principale destination, constitue un risque majeur de divergence à la baisse par rapport aux prévisions. Le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (« Brexit ») pourrait avoir un impact négatif sur le secteur du tourisme. La hausse de la consommation pourrait s'avérer plus faible que prévu, si le ralentissement de la progression de l'emploi est plus marqué ou si l'incertitude perdure. À l'inverse, compte tenu de la solidité des paramètres fondamentaux de l'économie, l'investissement pourrait être plus élevé, si une atténuation de l'incertitude venait renforcer la confiance des entreprises.

# Estonie

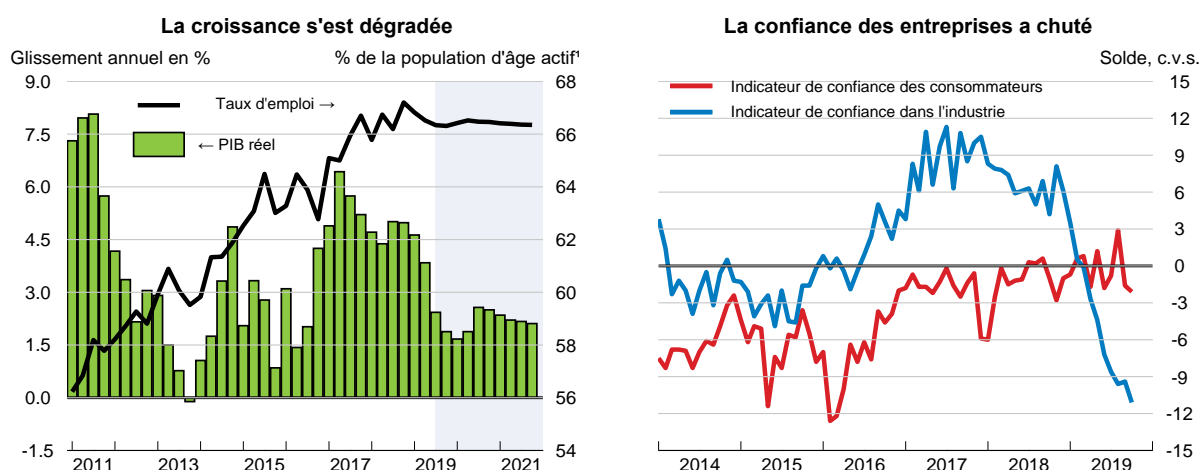
La croissance devrait ralentir et passer de 3.2 % en 2019 à 2.2 % en 2020 et en 2021, la faiblesse de la demande mondiale pesant sur les exportations. La consommation devrait bien résister malgré l'essoufflement de la croissance des salaires réels, sachant que la situation financière des ménages est solide après plusieurs années de progression des salaires réels et de l'emploi. La vigueur de l'investissement, notamment en logements, retombera à des niveaux modérés. L'inflation se stabilisera un peu au-dessus de 2 %, sur fond de modération de l'économie.

Le gouvernement devrait en toute hypothèse permettre un déficit budgétaire structurel en 2020-21, conformément à son intention de modifier la règle budgétaire, tandis que le déficit nominal se creusera. La dette publique est très peu élevée et des outils macroprudentiels ont été mis en place pour tempérer d'éventuels excès financiers. S'il est mis en œuvre intégralement, le projet visant à autoriser les particuliers à retirer leur épargne-retraite constituée au titre du deuxième pilier risque d'aggraver le problème de la pauvreté à l'âge de la vieillesse.

## La croissance ralentit

La croissance économique a nettement ralenti, malgré la vigueur de la hausse de l'investissement. L'optimisme relatif des consommateurs contraste avec le recul de la confiance dans le secteur des entreprises. Cette différence s'explique par la très grande résilience des ménages, qui fait suite à des années de progression de l'emploi et d'augmentation sensible des salaires, tandis que le secteur des entreprises s'attend à faire les frais de la faiblesse du commerce mondial. La croissance de la population active et de l'emploi se modère toutefois car les employeurs se montrent plus réticents à l'idée d'embaucher. L'inflation est retombée à un niveau légèrement supérieur à 2 %.

## Estonie



1. Âgée de 15-74 ans.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045278>

## Estonie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Estonie</b>	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	21.7	5.6	4.8	3.2	2.2	2.2
Consommation privée	11.2	2.8	4.4	2.7	3.2	3.1
Consommation publique	4.4	1.0	0.8	2.4	1.5	2.0
Formation brute de capital fixe	5.1	12.7	0.9	14.1	1.7	2.5
Demande intérieure finale	20.8	5.0	2.8	5.6	2.4	2.7
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.1	-0.5	1.0	-0.5	0.0	0.0
Demande intérieure totale	20.8	4.3	3.8	4.8	2.4	2.7
Exportations de biens et services	16.8	3.8	4.3	4.0	1.1	2.1
Importations de biens et services	16.0	4.2	5.7	3.8	2.2	2.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	0.9	-0.1	-0.8	0.2	-0.7	-0.4
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	3.8	4.5	3.4	2.3	2.6
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	3.7	3.4	2.2	2.3	2.2
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	2.0	1.7	2.3	2.5	2.2
Taux de chômage (% de la population active)	—	5.8	5.4	5.0	5.1	5.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	7.9	8.2	9.6	7.7	6.8
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-0.8	-0.6	-0.3	-0.4	-0.8
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	13.0	12.7	12.9	12.0	12.0
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	9.3	8.4	8.5	7.7	7.6
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	2.7	2.0	1.4	0.9	0.5

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046342>

## La politique budgétaire devrait jouer un rôle plus important

La politique monétaire devrait rester très accommodante dans la zone euro. La politique budgétaire légèrement restrictive en 2020 devrait devenir globalement neutre en 2021, après une proposition de modification du cadre de politique budgétaire visant à autoriser les déficits courants sans neutraliser les excédents antérieurs ou les futures économies programmées.

Une diminution des tensions sur le marché du travail devrait accentuer les difficultés rencontrées par la frange de la population qui est pénalisée par les évolutions structurelles en cours vers une production à plus forte valeur ajoutée. Sur ce point, il est important de renforcer le système de protection sociale et les stabilisateurs automatiques, notamment en augmentant la couverture de l'assurance chômage et de l'assurance maladie, et de redoubler d'efforts en matière de reconversion et de montée en compétences. Ces mesures sont aussi primordiales pour les initiatives à long terme visant à réduire la dépendance à l'égard de l'extraction et de l'utilisation des schistes bitumineux, un secteur à forte intensité d'émissions d'une importance fondamentale dans le nord-est du pays.

Il faudrait réexaminer le projet du gouvernement visant à autoriser les particuliers à sortir du régime de retraite privé obligatoire et à retirer leur épargne individuelle accumulée au titre de celui-ci. Un pourcentage important des ménages, notamment ceux qui ont des revenus assez faibles et une forte propension à consommer, devrait puiser dans leur épargne-retraite, ce qui favoriserait la consommation à compter



de 2021, mais risquerait toutefois d'entraîner une instabilité macroéconomique à court terme et d'augmenter à long terme la pauvreté des personnes âgées, déjà élevée.

La croissance de l'investissement en logements a été très vigoureuse ces derniers temps. Toutefois, les tensions dans le secteur de la construction se relâchent, les prix des logements augmentent parallèlement aux revenus et les outils macroprudentiels mis en place ont permis d'améliorer la résilience. La transformation, par le groupe Luminor, de ses filiales lettone et lituanienne en succursales augmente considérablement le volume des actifs bancaires sous compétence de l'Estonie. Les enquêtes en cours sur des affaires de blanchiment de capitaux impliquant plusieurs prêteurs estoniens imposent un cadre juridique plus solide, instaurant un barème de sanctions financières plus lourdes.

### **Les perspectives mondiales médiocres pèsent sur les exportations et l'investissement**

La croissance économique devrait ralentir ces deux prochaines années, sous l'effet de la faiblesse de la demande extérieure et de l'érosion de la confiance et des investissements des entreprises. La hausse de la consommation devrait être assez vigoureuse, sachant que les ménages bénéficient d'un climat porteur alimenté par dix années de progression régulière des revenus et de l'emploi et par le projet de réforme des retraites. La croissance de l'emploi et de la population active devraient plafonner, tandis que le taux de chômage commencera à augmenter. Sur fond de ralentissement de l'économie et d'apaisement des tensions salariales, l'inflation se stabilisera. Les pertes progressives de compétitivité-prix survenues antérieurement ont eu un impact négatif limité pour le moment. Elles pourraient néanmoins créer des difficultés supplémentaires pour l'Estonie, dans le contexte d'un ralentissement en Europe et d'un affaiblissement de la demande mondiale.

# États-Unis

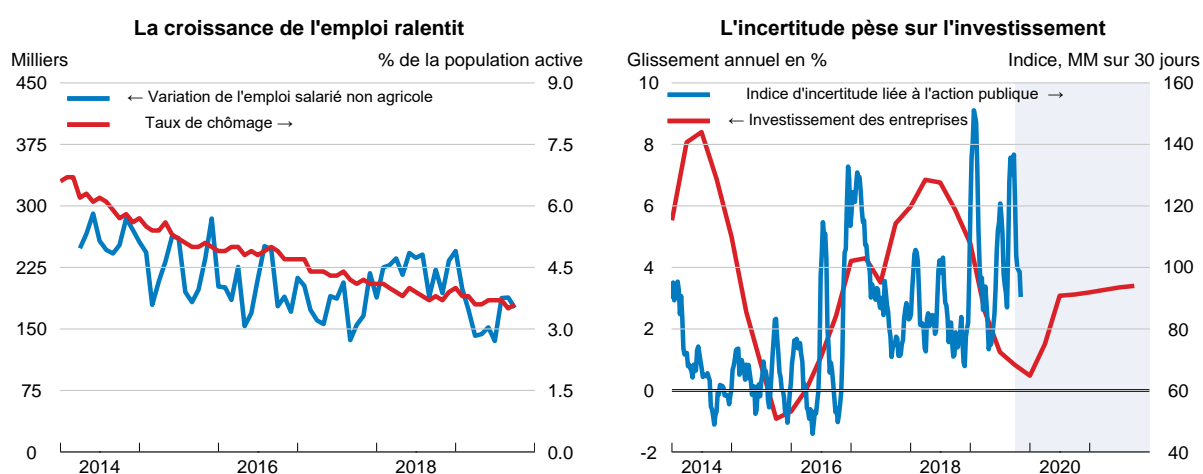
La phase actuelle d'expansion économique est devenue la plus longue qu'aient jamais connue les États-Unis, mais on observe maintenant un ralentissement de la croissance, dû en partie à des hausses des droits de douane sur les biens importés et aux fortes tensions commerciales. Le marché du travail a créé de nombreux nouveaux emplois et le taux de chômage est tombé à un très bas niveau historique. La progression des salaires réels et le niveau élevé des prix des actifs soutiennent le revenu moyen des ménages et la croissance de la consommation. Cela dit, outre les vives tensions commerciales et la forte incertitude, la conjonction de la dissipation des effets de la relance budgétaire, du fléchissement de la croissance économique des partenaires commerciaux et des pressions démographiques pèse sur la confiance et l'activité.

La Réserve fédérale a pris des mesures pour s'acquitter de son double mandat concernant l'emploi et l'inflation. Compte tenu du fait que l'inflation ne revient vers l'objectif visé que lentement et de la dérive des anticipations d'inflation, aucun changement n'est attendu dans les taux d'intérêt, ce qui pourrait favoriser une réalisation symétrique de l'objectif d'inflation. Étant donné l'ampleur du déficit budgétaire et le caractère non soutenable de l'évolution tendancielle des finances publiques sur le long terme, le gouvernement fédéral ne dispose que de marges de manœuvre limitées pour soutenir l'économie. Réduire les obstacles qui entravent l'accès à l'emploi contribuerait à renforcer l'offre de main-d'œuvre et la productivité.

## L'économie ralentit

L'investissement et les échanges ralentissent en raison de l'exacerbation des incertitudes et de la faiblesse de la demande étrangère, ce qui dégrade les perspectives de croissance. Les nouvelles mesures commerciales mises en œuvre en septembre et celles qui seront introduites en décembre 2019, portant sur 300 milliards USD d'importations en provenance de Chine, ont accentué l'incertitude, ce qui pèse sur la confiance, l'investissement des entreprises et la production industrielle. Ces nouvelles mesures commerciales vont également freiner la croissance de la consommation et renforcer temporairement l'inflation. Ces effets sont amplifiés par l'atonie de la demande chez les partenaires commerciaux des États-Unis.

## États-Unis 1



Source: Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Bureau de statistiques sur l'emploi (BLS, Bureau of Labor Statistics) des États-Unis ; et Refinitiv.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046057>

## États-Unis : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>États-Unis</b>	Prix courants milliards de USD	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2012)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	18 715.0	2.4	2.9	2.3	2.0	2.0
Consommation privée	12 748.5	2.6	3.0	2.6	2.3	2.0
Consommation publique	2 671.4	0.6	1.7	1.9	2.1	1.6
Formation brute de capital fixe	3 786.9	3.7	4.1	1.9	2.1	3.1
Demande intérieure finale	19 206.8	2.5	3.0	2.4	2.2	2.1
Variation des stocks <sup>1</sup>	27.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	0.0
Demande intérieure totale	19 233.8	2.6	3.1	2.5	2.2	2.1
Exportations de biens et services	2 220.6	3.5	3.0	-0.1	0.7	1.9
Importations de biens et services	2 739.4	4.7	4.4	1.6	2.1	3.0
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 518.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.9	2.4	1.8	2.2	2.2
Indice des prix à la consommation	—	1.8	2.1	1.5	2.1	2.1
Déflateur sous-jacent de la consommation privée <sup>2</sup>	—	1.6	2.0	1.7	2.2	2.1
Taux de chômage (% de la population active)	—	4.4	3.9	3.7	3.5	3.7
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	7.0	7.7	8.1	7.9	8.0
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-4.3	-6.7	-7.0	-6.9	-6.9
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	105.9	106.9	108.4	111.9	115.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-2.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

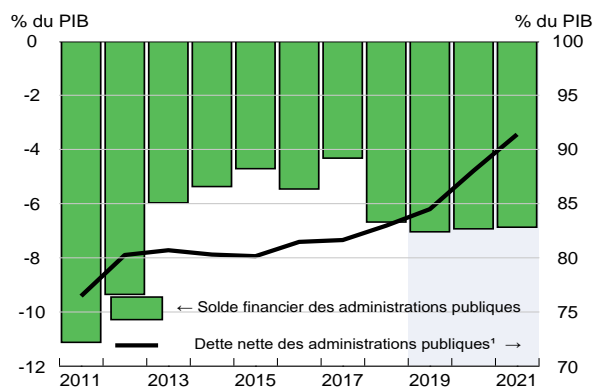
2. Indice des prix liés aux dépenses de consommation des ménages hors alimentation et énergie.

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

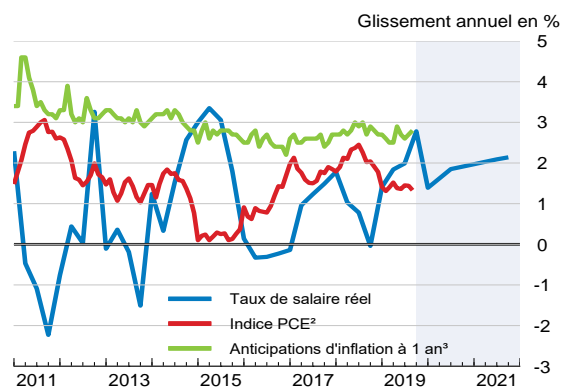
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046969>

## États-Unis 2

**La politique budgétaire induit d'importants déficits**



**L'inflation revient vers l'objectif visé**



1. Les chiffres relatifs aux administrations publiques font référence aux comptes consolidés (c'est-à-dire établis hors montant des opérations entre administrations publiques) pour tous les niveaux d'administration (administration centrale, États fédérés et collectivités locales), à partir des comptes nationaux de l'OCDE. Cette mesure diffère de la dette fédérale détenue par le public, qui s'établissait à 77,8 % du PIB pour l'exercice budgétaire 2018.

2. L'indice PCE (Personal Consumption Expenditures) est le déflateur de la consommation des ménages.

3. Enquête de l'université de Michigan.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046076>

La vigueur de la croissance de l'emploi a contribué à ramener le taux de chômage à des niveaux que l'on n'avait plus observés depuis les années 1960. La croissance des salaires s'est redressée, quoique de manière un peu hésitante, ce qui, conjugué à la vigueur des prix des actifs, a contribué à soutenir le revenu moyen des ménages et la croissance de la consommation. Néanmoins, la progression de l'emploi a ralenti dernièrement pour revenir à un rythme correspondant davantage à la croissance sous-jacente de la population active.

### Des mesures sont nécessaires pour remédier au fléchissement de la croissance

La recrudescence des incertitudes entourant l'action publique en matière d'échanges internationaux pèse sur l'activité et les décisions d'investissement. Les exportateurs ont été touchés de plein fouet par les mesures de rétorsion, et les consommateurs subissent une montée des prix due aux hausses de droits de douane. Des initiatives destinées à atténuer les tensions commerciales et l'incertitude qui en découle, par exemple la conclusion d'un accord avec la Chine, contribueraient à inciter les entreprises, qui sont actuellement dans l'expectative, à réaliser plus tôt leurs investissements. Les prévisions se fondent sur l'hypothèse que les dispositions commerciales demeureront inchangées après l'application des nouvelles mesures tarifaires déjà annoncées pour décembre. Sur cette base, les hausses de droits de douane appliqués par les États-Unis et les mesures de rétorsion qui s'ensuivront pourraient réduire le PIB des États-Unis de ½ point de pourcentage d'ici à 2021.

Les autorités monétaires ont été confrontées à des difficultés de communication, l'incertitude qui entoure les perspectives s'étant accentuée et les critiques à l'égard de la politique monétaire étant devenues plus virulentes. Compte tenu de la faiblesse des anticipations d'inflation, les autorités monétaires doivent veiller à ce que la réalisation de l'objectif d'inflation soit symétrique. La Réserve fédérale a abaissé par trois fois ses taux d'intérêt, sur fond de dégradation des perspectives internationales et d'aggravation des incertitudes. Si la croissance s'essouffle sensiblement, les autorités monétaires devront peut-être recourir davantage à des baisses de taux d'intérêt, assorties d'indications prospectives et d'opérations de bilan supplémentaires. En revanche, si la situation économique se révèle meilleure que prévu, il serait opportun de reprendre la normalisation de la politique monétaire.

Le déficit budgétaire des administrations publiques est considérable, et devrait atteindre près de 7 % du PIB en 2021. Dans la mesure du possible, l'administration fédérale, les États fédérés et les collectivités locales devraient redéployer les dépenses vers des domaines tels que les infrastructures, de manière à étayer la productivité à long terme. Néanmoins, la politique budgétaire n'est pas viable si le déficit reste d'une telle ampleur et si les tensions sur les dépenses budgétaires à long terme s'accroissent. Le gouvernement fédéral dispose en conséquence de marges de manœuvre limitées pour réagir dans l'éventualité d'un fléchissement sensible de l'activité économique. Reconstituer des marges de manœuvre budgétaires et préparer des plans d'urgence contribueraient à préparer l'économie aux chocs éventuels.

Le ralentissement attendu est en partie de nature structurelle, les pressions démographiques ralentissant la croissance de la population active. Certains éléments montrent que la forte progression de l'emploi a attiré des travailleurs qui avaient eu tendance à rester en marge du marché du travail. En outre, les efforts déployés pour réduire la dépendance aux opioïdes semblent porter leurs fruits, ce qui va probablement faire baisser les taux de mortalité et favoriser une hausse du taux d'activité. Continuer d'aider les personnes à revenir sur le marché du travail et à retrouver un emploi contribuerait à compenser en partie le ralentissement de l'emploi, tout en renforçant la productivité. Assouplir les critères d'octroi des autorisations professionnelles et les restrictions d'urbanisme aiderait les travailleurs à trouver des emplois plus productifs. Ces effets contribueraient à rehausser les revenus des ménages et aideraient de nombreuses familles aux revenus modestes.

## Des nombreux risques entourent le ralentissement prévu de la croissance économique

Sur fond de ralentissement de la croissance économique dû aux pressions démographiques, le renforcement des restrictions aux échanges et de l'incertitude liée à l'action publique accentuent le freinage de l'activité. La croissance de l'investissement reste modeste, compte tenu de la persistance d'une forte incertitude et de l'absence de redressement de la croissance des échanges. En partie du fait de la dégradation des perspectives, la politique monétaire devrait conserver une orientation accommodante au cours de la période considérée, et compte tenu de l'application de nouveaux droits de douane, l'inflation devrait se redresser pour s'établir légèrement au-dessus de l'objectif visé par la Réserve fédérale.

Il existe des risques importants de divergence à la baisse par rapport à ces prévisions si les tensions commerciales continuent de s'exacerber, en particulier si les différends commerciaux gagnent le secteur automobile, ce qui accentuerait encore plus l'incertitude, déprimerait un peu plus l'investissement et entraverait la reprise des échanges mondiaux. Les risques intérieurs sont également en train de se renforcer, notamment l'endettement du secteur des entreprises non financières. Compte tenu des possibilités limitées de réaction des autorités budgétaires et monétaires en cas de ralentissement marqué de l'activité, il importe de reconstituer des marges de manœuvre et d'éviter toute nouvelle perturbation. Pour que la politique monétaire conserve son efficacité, toute ingérence politique devrait être évitée car elle brouille la communication, notamment en matière d'indications prospectives. En collaborant avec leurs partenaires commerciaux au sein des institutions multilatérales, les États-Unis contribueraient à apaiser les tensions et à réduire l'incertitude qui pèse sur les entreprises. En revanche, une amélioration des perspectives internationales, un relâchement des tensions commerciales, s'inscrivant dans le prolongement du récent accord conclu avec la Chine pour parvenir à un accord de plus grande portée, et un renforcement de la croissance de la productivité, pourraient avoir un effet stimulant sur l'expansion économique et l'inflation.

# Finlande

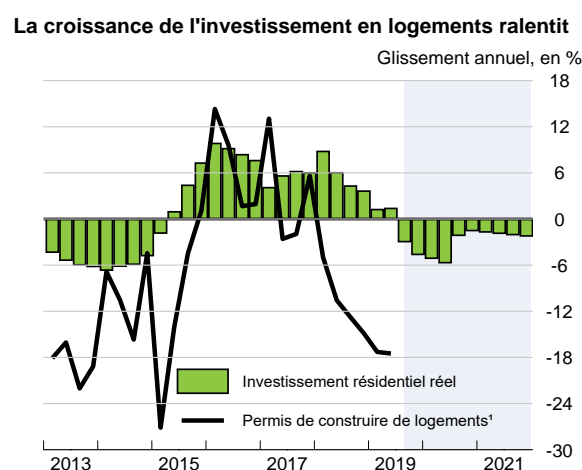
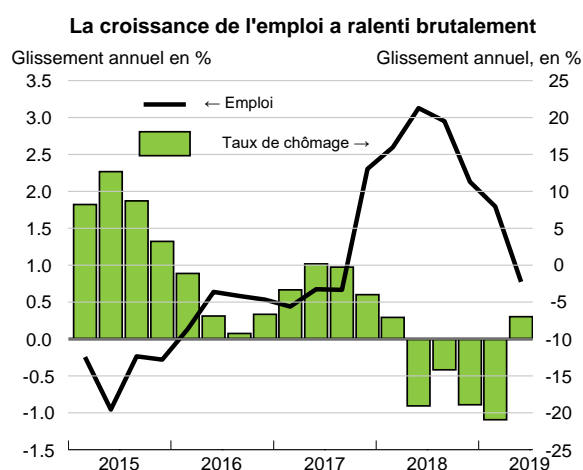
La croissance du PIB devrait continuer à ralentir pour s'établir aux alentours de 1 %. Les exportations devraient s'affaiblir, essentiellement sous l'effet de la dégradation de l'environnement mondial, et la croissance de l'investissement en logements, caractérisée récemment par un rythme rapide, fléchira. Malgré une forte baisse des créations d'emplois, le taux de chômage devrait rester inchangé du fait de la stagnation de la population active.

L'orientation de la politique budgétaire est actuellement neutre, mais deviendra à juste titre expansionniste en 2020, le déficit budgétaire se creusant à 1 ½ pour cent du PIB en 2020-21. Il est essentiel de promouvoir l'emploi en renforçant les incitations à travailler, en particulier pour les seniors et les jeunes femmes, et de poursuivre les réformes visant à relancer la productivité, pour stimuler la croissance et améliorer la situation des finances publiques.

## La croissance ralentit

La croissance économique a fléchi à 1.2 % (en glissement annuel) à la mi-2019, sous l'effet d'un tassement de la consommation privée ainsi que de l'investissement en logements et des entreprises. Tant la confiance des consommateurs que celle des entreprises ont pâti de la dégradation des perspectives de l'économie mondiale et du retournement du marché du travail – le taux de chômage a recommencé à augmenter alors qu'il diminuait régulièrement depuis 2016. La chute du nombre de permis de construire délivrés laisse augurer un nouveau recul de l'investissement résidentiel à partir de niveaux quasiment records. La croissance des exportations, dynamique en début d'année en raison d'importantes livraisons ponctuelles de navires, est maintenant freinée par l'atonie de la croissance des principaux marchés d'exportation. L'inflation s'accélère car le resserrement du marché du travail tire les salaires vers le haut.

## Finlande



1. Pourcentage de variation en glissement annuel des flux cumulés sur 3 mois.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Centre national des statistiques (Tilastokeskus) de Finlande.

## Finlande : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>Finlande</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	217.5	3.1	1.7	1.3	1.0	0.9
Consommation privée	118.2	1.0	1.9	0.7	1.5	0.8
Consommation publique	51.5	0.2	1.5	1.5	3.2	1.7
Formation brute de capital fixe	49.4	4.1	3.4	0.6	1.2	0.9
Demande intérieure finale	219.0	1.5	2.2	0.9	1.8	1.0
Variation des stocks <sup>1,2</sup>	1.2	0.1	0.6	-0.1	0.2	0.0
Demande intérieure totale	220.3	1.6	2.8	0.8	1.9	1.0
Exportations de biens et services	75.7	8.8	2.2	3.3	0.6	1.5
Importations de biens et services	78.5	4.1	5.0	1.9	2.9	1.6
Exportations nettes <sup>1</sup>	-2.8	1.6	-1.0	0.6	-0.9	-0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	0.7	2.1	2.1	1.7	1.7
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.8	1.2	1.2	1.4	1.7
IPCH sous-jacent <sup>3</sup>	—	0.6	0.3	0.8	1.3	1.7
Taux de chômage (% de la population active)	—	8.6	7.4	6.6	6.6	6.4
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	-1.1	-1.2	-0.4	0.1	0.4
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-0.7	-0.8	-0.9	-1.4	-1.5
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	73.3	72.0	72.0	72.3	75.0
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	60.9	59.0	59.2	59.8	60.4
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-0.8	-1.4	-0.7	-1.4	-1.4

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Y compris la divergence statistique.

3. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046380>

## Il faut prendre des mesures pour stimuler l'emploi et la productivité

Le déficit budgétaire primaire sous-jacent devrait augmenter de 0.8 point de PIB d'ici à 2021, surtout en raison de la hausse des dépenses de consommation et des transferts des administrations publiques. Le gouvernement entend rétablir l'équilibre budgétaire en 2023, ce qui nécessitera un assainissement représentant 1.2 point de PIB de 2020 à 2023. Cet objectif devrait être en partie atteint grâce à une hausse du taux d'emploi de 72.4 % actuellement à 75 % en 2023, ce qui le rapprocherait de la moyenne des autres pays nordiques. L'infériorité du taux d'emploi en Finlande tient dans une large mesure au taux d'activité plus faible des seniors et des jeunes femmes. Pour rehausser le taux d'emploi des premiers, il est crucial de supprimer les voies d'accès anticipé à la retraite, notamment le dispositif d'indemnisation prolongée du chômage (qualifié de « tunnel du chômage ») et les conditions préférentielles d'obtention des prestations d'invalidité. On pourrait par ailleurs renforcer la présence des jeunes femmes sur le marché du travail en réduisant l'allocation de garde d'enfant à domicile et en facilitant l'accès à des structures d'accueil des jeunes enfants de qualité.

La croissance de la productivité reste faible et ne s'est pas redressée aussi vite que lors des précédentes reprises. Il serait possible de la stimuler en réduisant les obstacles à la concurrence sur les marchés de produits dans certains secteurs, notamment les transports et le commerce de détail, en augmentant le financement des jeunes entreprises pour qu'elles contribuent davantage aux activités de recherche-développement (R-D) et d'innovation, et en levant les obstacles superflus à la croissance des jeunes pousses (start-ups).

### La croissance devrait fléchir

Freinée par le ralentissement des exportations et de l'investissement résidentiel, l'expansion économique devrait devenir inférieure à 1 % en 2021. La croissance de la consommation privée se modérera également, du fait de la progression moins rapide de l'emploi. Le taux de chômage devrait rester aux alentours de son niveau actuel, mais l'inflation devrait augmenter légèrement du fait de la hausse du coût du travail. Le principal risque à la baisse qui entoure ces perspectives réside dans un fléchissement de l'activité plus marqué que prévu en Allemagne, principal marché d'exportation de la Finlande, qui serait préjudiciable aux exportations et à l'investissement des entreprises. Il existe aussi un risque que les hausses de salaires soient trop fortes pour que puisse être préservée la compétitivité-coûts de la Finlande, ce qui réduirait encore la croissance. Cela dit, une atténuation des tensions commerciales et une reprise économique plus rapides que prévu dans les pays de la zone euro pourraient déboucher sur une divergence inattendue à la hausse par rapport aux prévisions.

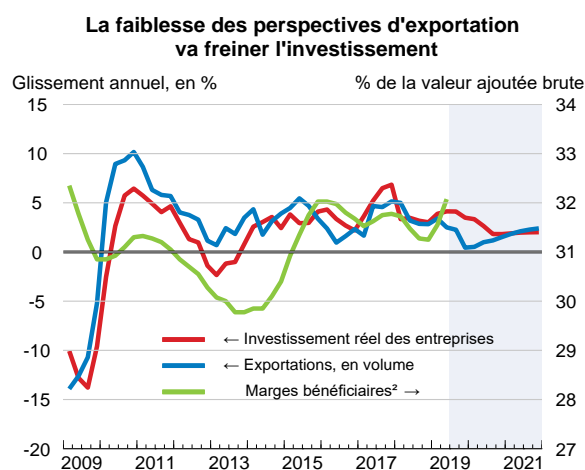
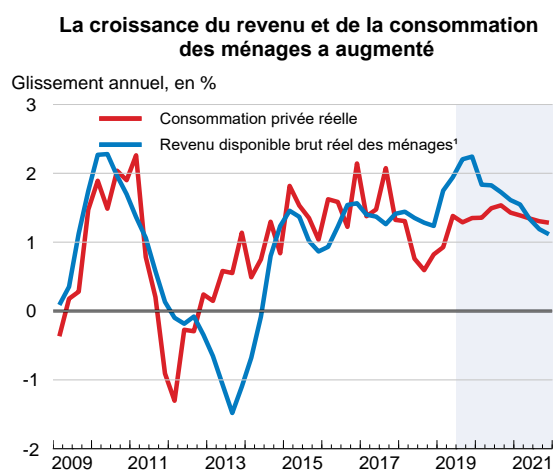


# France

Tirée par la demande intérieure, la croissance restera modérée, s'établissant autour de 1.2 % en 2020-21. La résilience des créations d'emplois, en particulier d'emplois à durée indéterminée, les baisses d'impôts et les effets des mesures d'urgence sociales soutiendront le revenu disponible des ménages et la consommation. Des conditions financières favorables conjuguées aux marges élevées des entreprises freineront la décélération de l'investissement, en dépit d'un environnement économique mondial fragile et incertain. Le taux de chômage diminuera lentement pour s'établir à 8.1 % à la fin de 2021, tandis que l'inflation sous-jacente et les salaires ne s'affermiront que modérément.

Les baisses d'impôts et les nouvelles dépenses sociales se traduiront par une légère détente budgétaire sur la période 2020-21. Cependant, les coupes opérées dans certaines dépenses sociales et le recul de la charge d'intérêts de la dette devraient ramener le déficit public à 2.1 % du PIB en 2021, après son creusement temporaire dû à la réforme d'un crédit d'impôt en 2019. Une nouvelle réduction des dépenses non prioritaires est nécessaire pour réduire significativement le ratio dette publique/PIB, actuellement proche de 100 % (selon la définition de Maastricht), et pour financer durablement les baisses d'impôts en cours en faveur des ménages et des entreprises. En parallèle, le gouvernement devrait poursuivre les réformes structurelles, notamment en prenant de nouvelles mesures pour aider les jeunes peu qualifiés à s'insérer sur le marché du travail et améliorer l'accès à des services d'éducation préscolaire de haute qualité, afin que la croissance soit plus inclusive et durable.

## France 1



1. Moyenne mobile sur quatre trimestres.

2. Sociétés non financières ; moyenne mobile sur quatre trimestres.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045354>

## France : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2014)				
<b>France</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	2 232.9	2.4	1.7	1.3	1.2	1.2
Consommation privée	1 210.8	1.6	0.9	1.2	1.5	1.3
Consommation publique	530.2	1.5	0.8	1.0	1.0	1.0
Formation brute de capital fixe	486.8	5.0	2.8	3.3	1.8	1.6
Demande intérieure finale	2 227.9	2.3	1.3	1.7	1.4	1.3
Variation des stocks <sup>1</sup>	18.5	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.0
Demande intérieure totale	2 246.3	2.4	1.0	1.5	1.4	1.3
Exportations de biens et services	675.6	4.0	3.5	2.1	1.1	2.2
Importations de biens et services	689.1	4.1	1.2	2.7	1.8	2.3
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 13.5	-0.1	0.7	-0.2	-0.2	-0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	0.5	0.8	1.5	1.0	1.2
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	1.2	2.1	1.3	1.2	1.3
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	0.5	0.9	0.6	0.8	1.2
Taux de chômage <sup>3</sup> (% de la population active)	—	9.4	9.1	8.5	8.2	8.1
Taux d'épargne brute des ménages (% du revenu disponible)	—	13.5	13.8	14.7	14.8	14.6
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-2.8	-2.5	-3.1	-2.3	-2.1
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	123.2	122.5	123.0	123.7	123.9
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	98.4	98.3	98.8	99.5	99.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.8

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

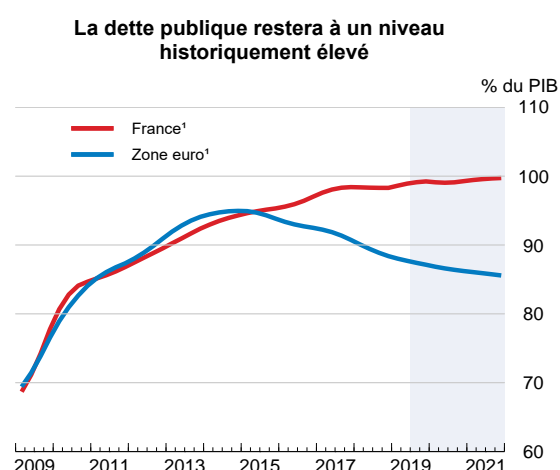
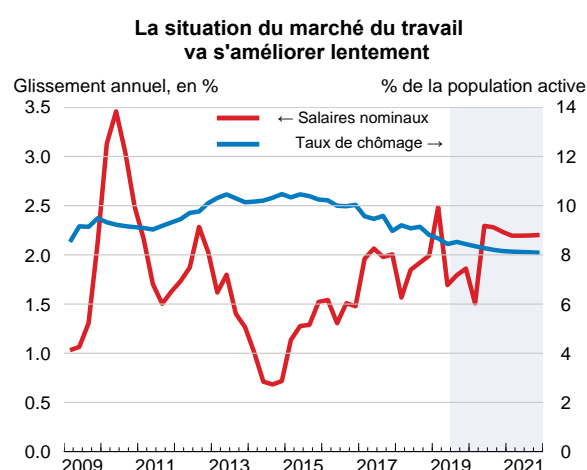
2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

3. Y compris les départements d'outre-mer.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046399>

## France 2



1. Au sens de Maastricht ; moyenne mobile sur quatre trimestres.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045373>

## La croissance économique a résisté

Le pouvoir d'achat des ménages a nettement progressé, porté en partie par les baisses régulières de la taxe d'habitation, par l'augmentation de la prime d'activité et par certains allègements de cotisations sociales. Ces mesures ont soutenu la consommation, mais elles ont aussi entraîné un taux d'épargne très élevé, proche de 15 % du revenu disponible. De solides gains d'emplois ont permis de réduire le taux de chômage et la dépendance à l'égard des emplois aidés et des contrats de courte durée. La croissance des salaires reste dynamique et la hausse des prix à la consommation a marqué le pas, les prix du pétrole ayant baissé. La confiance des ménages s'est redressée progressivement et les dépenses consacrées à des biens de consommation durables augmentent.

L'investissement des entreprises, dans les services et les biens manufacturés, a été solide. La réforme du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, calculé sur la masse salariale, a provisoirement gonflé les marges des entreprises en 2019 et les conditions financières demeurent favorables. La production industrielle et les anticipations d'investissement n'en ont pas moins diminué. Après l'embellie de la fin d'année 2018, l'environnement économique mondial fragile et incertain, ainsi que la faiblesse des livraisons dans la construction navale et l'aéronautique, ont pesé sur les exportations. La consommation des administrations publiques a continué de progresser à une allure modérée et l'investissement des collectivités locales a rebondi, avant les élections municipales de 2020. Les mises en chantier de logements ont poursuivi leur repli depuis le pic qu'elles avaient atteint en 2017, malgré un marché du logement dynamique.

## De nouvelles réformes favoriseraient une croissance plus inclusive

Le déficit budgétaire s'est creusé en 2019 du fait d'un important allègement ponctuel de la fiscalité des entreprises, mais devrait ensuite refluer à 2.1 % du PIB en 2021. Les mesures destinées à alléger la charge fiscale des ménages et des entreprises et la hausse des prestations liées à l'exercice d'un emploi viendront à point nommé soutenir l'activité économique, mais aussi renforcer les incitations à travailler et dynamiser les performances économiques. La dette publique demeurera toutefois à un niveau historiquement élevé. La réduction du déficit public dépendant en partie de la baisse des charges d'intérêt de la dette qui pourrait ne pas durer, il faudra réduire encore les dépenses, notamment certaines dépenses sociales, pour faire baisser le ratio dette publique/PIB à moyen terme.

Le programme de réformes structurelles en cours contribue à améliorer l'inclusivité, les compétences et la qualité de l'emploi. La mise en œuvre des réformes du marché du travail adoptées en 2017 et la réforme de l'assurance chômage contribuent à mieux aligner l'évolution des salaires sur celle de la productivité au niveau des entreprises et favorisent les embauches en contrat à durée indéterminée. De même, la refonte du système de formation professionnelle et l'importance accrue donnée à l'apprentissage permettent d'améliorer les compétences et d'assurer une meilleure adéquation entre l'offre et la demande d'emplois. Les mesures prises en faveur des entreprises (loi PACTE) facilitent également l'entrée des entreprises sur le marché et leur développement. Pourtant, la mobilité sociale reste faible et les taux d'emploi de nombreux groupes défavorisés sont médiocres. De nouvelles mesures devraient être prises pour faciliter l'insertion des jeunes peu qualifiés et améliorer l'accès à un système d'éducation préscolaire de qualité d'une part, et de la mobilité sociale d'autre part. La fusion de certains programmes sociaux et des prestations liées à l'exercice d'un emploi – en prenant en compte les aides au logement et l'accès à un logement social dans les ressources des ménages – augmenterait les incitations à travailler et l'inclusivité. Enfin, continuer à favoriser la concurrence dans certains secteurs de services et à lever les obstacles au développement des entreprises permettraient de renforcer la croissance de l'emploi et de la productivité.

Des efforts supplémentaires de réduction des dépenses inefficaces et non prioritaires seront primordiaux pour inscrire la dette publique sur une trajectoire fermement orientée à la baisse. La mise en œuvre rapide du projet de réforme des retraites pourrait renforcer l'équité et la mobilité tout en incitant davantage les actifs à repousser leur départ en retraite. Le développement de l'offre de formation en direction des seniors, allié à des mesures pour limiter les discriminations dans l'emploi, permettrait de renforcer l'efficacité de cette réforme. Le recours effectif à des examens ciblés des dépenses publiques sera particulièrement déterminant pour réduire les chevauchements de compétences entre collectivités territoriales et identifier les domaines dans lesquels il est possible de rationaliser l'administration publique. Enfin, une revue systématique des dépenses fiscales et des impôts générant peu de recettes, qui tiendrait compte de leur intérêt pour les ménages modestes, favoriserait aussi l'activité économique et une meilleure redistribution via la structure fiscale.

### **La demande intérieure continuera à tirer la croissance**

La croissance économique devrait se maintenir à 1.2 % en 2020-21. La faiblesse de la dynamique des échanges mondiaux pèsera sur les exportations et l'investissement des entreprises. Cependant, l'amélioration du marché du travail et les mesures budgétaires devraient faire augmenter le revenu disponible des ménages. Une baisse graduelle de leur taux d'épargne soutiendra la consommation privée. Elle favorisera également un lent redressement de l'investissement résidentiel, même si le cycle électoral à l'échelon local entraînera un freinage de l'investissement des administrations publiques et des ménages en 2020.

Une exacerbation des tensions commerciales et une persistance de l'incertitude concernant l'issue du Brexit tireraient davantage vers le bas les perspectives d'exportation et l'investissement. L'aggravation du déclin de l'activité industrielle mondiale et de celle de la zone euro qui en résulterait augmenterait les risques de contagion au secteur des services en France, tandis que le niveau historiquement élevé de la dette privée limiterait les marges d'ajustement des ménages et des entreprises. En revanche, une mise en œuvre rapide et efficace du plan d'investissement public en cours pourrait entraîner une croissance de l'investissement plus forte que prévu.

## Grèce

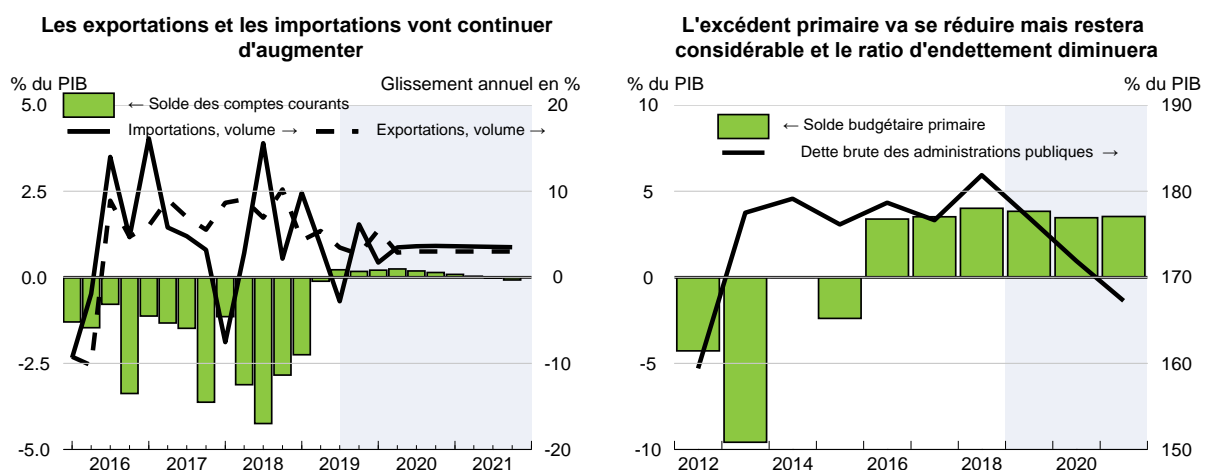
La croissance du PIB devrait être de l'ordre de 2 % en 2020-21. La progression de l'emploi et des salaires réels soutiendra la consommation, tandis que l'amélioration des conditions financières et de la confiance stimulera l'investissement des entreprises. La conjonction d'une faible demande extérieure, qui freinera la croissance des exportations, et de la hausse progressive des importations limitera l'amélioration du solde des paiements courants.

Malgré l'adoption à la mi-2019 de mesures budgétaires expansionnistes, l'excédent budgétaire primaire restera élevé en 2019, à 3.8 % du PIB. Le budget de 2020, qui inclut d'importants allègements d'impôts ainsi que des dispositions destinées à élargir la base d'imposition et, dans une moindre mesure, à rationaliser les dépenses, soutiendra la croissance et réduira l'excédent primaire à 3.5 % du PIB. Il faut poursuivre des réformes ambitieuses pour rehausser durablement l'emploi, surtout parmi les femmes et les jeunes, ainsi que l'investissement et la croissance de la productivité.

### L'expansion économique tirée par les exportations se poursuit

Les exportations sont le moteur de la reprise, qui bénéficie des recettes du tourisme. L'amélioration de la compétitivité-prix due aux réformes favorise les exportations de biens, malgré l'atonie de la demande extérieure. Le renforcement de la confiance des entreprises, l'amélioration des conditions financières et le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt débiteurs soutiennent l'investissement des entreprises. Les prêts des banques aux sociétés non financières augmentent depuis le début de 2019 et les dernières mesures de contrôle des mouvements de capitaux ont été supprimées en septembre 2019. Les créances douteuses ou litigieuses des banques se réduisent progressivement, bien que leur niveau reste élevé, à 44 % de leurs prêts bruts.

### Grèce



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045430>

## Grèce : Demande, production et prix

Grèce	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	176.3	1.4	1.9	1.8	2.1	2.0
Consommation privée	122.2	0.9	1.0	0.6	1.8	1.4
Consommation publique	35.5	-0.5	-2.5	2.3	1.1	0.7
Formation brute de capital fixe	21.2	9.4	-12.0	7.3	10.3	10.0
Demande intérieure finale	178.9	1.7	-1.2	1.6	2.6	2.3
Variation des stocks <sup>1,2</sup>	- 1.0	0.0	1.8	-0.6	-0.3	0.0
Demande intérieure totale	178.0	2.0	0.4	0.9	2.3	2.2
Exportations de biens et services	52.9	6.9	8.7	3.9	3.6	3.0
Importations de biens et services	54.6	7.4	3.0	4.0	3.1	3.6
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 1.6	-0.2	1.9	0.0	0.2	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	0.5	0.5	0.8	0.9	0.7
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	1.1	0.8	0.4	0.4	0.9
IPCH sous-jacent <sup>3</sup>	—	0.3	0.3	0.8	0.7	0.9
Taux de chômage (% de la population active)	—	21.5	19.3	17.5	16.3	14.8
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	-16.9	-15.1	-12.1	-10.6	-10.0
Solde financier des administrations publiques <sup>4</sup> (% du PIB)	—	0.7	1.0	1.3	1.0	1.1
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	191.4	195.8	190.8	185.8	181.2
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	176.6	181.9	176.9	171.9	167.3
Balance des opérations courantes <sup>5</sup> (% du PIB)	—	-1.9	-2.8	-0.5	0.2	0.0

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Y compris la divergence statistique.

3. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

4. Sur la base des comptes nationaux. Les données comprennent également les profits des banques de l'Eurosystème réalisés sur les obligations du gouvernement grec lesquels ont été remis à la Grèce. Pour les années 2015 à 2019, les données comprennent le soutien estimé du gouvernement aux institutions financières et les recettes des privatisations.

5. Sur la base des règlements.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046437>

L'économie continue de créer des emplois grâce aux réformes passées et aux gains de compétitivité-prix. Le taux d'emploi a dépassé 57 %, soit son plus haut niveau depuis 2010, tandis que le taux de chômage a reculé en deçà de 17 %. La hausse de l'emploi fait augmenter le revenu disponible des ménages, mais la reconstitution de l'épargne privée et le désendettement des ménages freinent la croissance de la consommation privée. La hausse des salaires et celle des prix à la consommation restent modérées du fait de l'ampleur des ressources économiques inutilisées et de la faiblesse des gains de productivité.

## Des réformes structurelles et une politique budgétaire prudente sont essentielles pour réduire la dette publique

Une stricte maîtrise des dépenses et une hausse des recettes fiscales, due en partie à une meilleure discipline fiscale, ont porté l'excédent du budget primaire à plus de 4 % du PIB en 2017 et 2018, ce qui a renforcé la crédibilité budgétaire. L'excédent primaire devrait diminuer tout en restant volumineux, à 3.8 % du PIB en 2019 et 3.5 % en 2020-21. Ce recul est imputable aux mesures budgétaires expansionnistes adoptées à la mi-2019 et aux baisses d'impôts prévues dans le budget de 2020 (représentant environ

0.6 point de PIB), dont l'effet est compensé en partie par des dispositions destinées à améliorer la discipline fiscale (essentiellement via une généralisation du recours aux paiements électroniques) et, dans une moindre mesure, à rationaliser les dépenses. Le gouvernement reste déterminé à respecter l'objectif budgétaire convenu avec les partenaires de l'Union européenne (UE) ou à trouver un accord pour le revoir à la baisse. Le coût du service de la dette demeure modeste et continuera à diminuer, ce qui se traduira par un excédent budgétaire global de 1 % du PIB en 2020-21. De nouveaux progrès en matière d'examen des dépenses, de discipline fiscale et d'élargissement de la base d'imposition sont essentiels pour améliorer la qualité des dépenses publiques, ainsi que l'équité et l'efficacité du système fiscal. Cela permettra à la Grèce de réduire son endettement volumineux, tout en préservant sa crédibilité budgétaire et en atteignant ses objectifs dans ce domaine.

La poursuite d'ambitieuses réformes structurelles améliorera les perspectives de croissance à long terme. L'approbation par la Commission européenne du plan du gouvernement – qui comprend un mécanisme de garantie publique analogue à celui déjà utilisé en Italie – visant à étoffer le marché secondaire des créances douteuses ou litigieuses devrait accélérer la cession de ces créances par les banques, ce qui est essentiel pour rehausser le crédit bancaire et l'investissement. Renforcer les politiques en matière de recherche d'emploi et de formation ainsi que les services publics de l'emploi permettra de relever le taux d'emploi, en particulier parmi les femmes et les jeunes, tout en réduisant le chômage de longue durée. L'avancement des réformes de l'administration du secteur public, l'achèvement du cadastre et l'ouverture au secteur privé du capital des sociétés publiques réduiraient les obstacles à la croissance des entreprises et stimuleraient la productivité ainsi que la création d'emplois.

## La reprise va s'affermir

La croissance du PIB devrait être de l'ordre de 2 % en 2020-21. Alors que les exportations de biens et de tourisme progresseront modérément, les importations poursuivront leur redressement, soutenues par l'expansion de l'activité intérieure, notamment de l'investissement. Pour que le redressement prévu de l'investissement se concrétise, il faudra que des progrès soient accomplis en matière d'apurement des créances douteuses ou litigieuses et d'attraction des investissements étrangers.

La politique budgétaire expansionniste prévue pourrait stimuler l'activité davantage qu'on ne s'y attend. Accélérer l'ouverture des entreprises publiques aux investisseurs privés et alléger les formalités administratives favoriseraient l'investissement direct étranger. Si la Grèce n'atteignait pas ses objectifs budgétaires, cela pourrait nuire à sa crédibilité budgétaire et faire augmenter les rendements des obligations d'État, les coûts de financement des banques et les taux d'intérêt débiteurs. Dans l'hypothèse où une nette réduction de l'encours de créances douteuses ou litigieuses des banques se ferait attendre, le crédit bancaire s'en trouverait limité et le redressement de l'investissement freiné.

# Hongrie

La reprise, vigoureuse, devrait s'essouffler au rythme de la demande extérieure et s'établir à un peu plus de 3 % au cours des deux prochaines années. La croissance continuera d'être tirée par la consommation privée du fait d'une forte hausse des revenus réels. L'investissement public marquera le pas, au fur et à mesure de la diminution des décaissements des Fonds structurels de l'UE. Les contraintes de capacité dopèrent l'investissement des entreprises et les importations. De plus en plus tendu, le marché du travail continuera de pousser les salaires et les prix vers le haut.

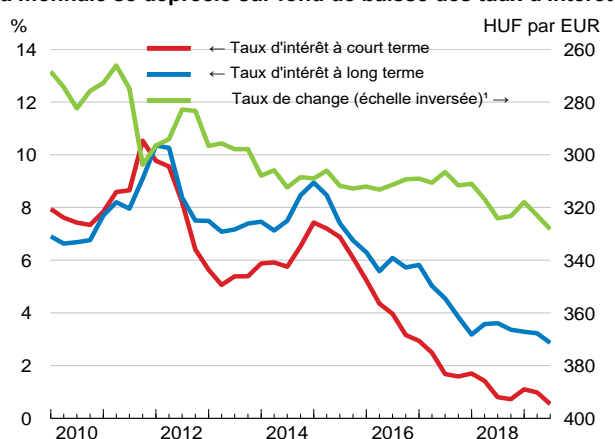
La politique budgétaire continuera de soutenir l'activité à mesure que les cotisations de sécurité sociale continueront de baisser et que les dépenses publiques, y compris de rémunérations, augmenteront. La banque centrale devrait poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire. Toutefois, des mesures anticycliques devraient corriger les signes de surchauffe et contenir les anticipations d'inflation. Des politiques publiques destinées à encourager la mobilité géographique et accroître l'offre de main-d'œuvre, notamment en développant les services d'accueil de la petite enfance, prolongeraient la reprise.

## La demande intérieure est le principal pilier de la croissance

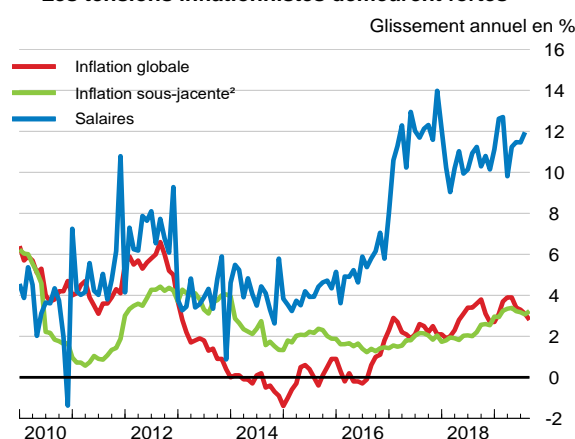
La demande des ménages demeure forte grâce à la progression solide et continue de l'emploi et des salaires réels, à un niveau de confiance plus élevé que jamais, aux mesures d'aide à l'investissement en logements et à une politique monétaire très accommodante. L'ampleur des décaissements des Fonds structurels de l'UE, le développement, porté par la demande, des capacités de production, l'investissement direct étranger (IDE) dans l'industrie automobile exportatrice et une politique monétaire expansionniste soutiennent, par ailleurs, l'investissement. Les exportations ont ralenti parallèlement à la demande extérieure, alors que les importations continuent à augmenter pour faire face à la fermeté de la demande intérieure.

## Hongrie

### La monnaie se déprécie sur fond de baisse des taux d'intérêt



### Les tensions inflationnistes demeurent fortes



1. Une augmentation correspond à une dépréciation de la monnaie, tandis qu'une baisse correspond à une appréciation.

2. L'inflation sous-jacente exclut les prix des produits alimentaires et des combustibles.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; et base de données des Statistiques financières internationales du Fonds monétaire international (FMI).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045449>



## Hongrie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de HUF	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2005)				
<b>Hongrie</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	35 896.3	4.5	5.1	4.8	3.3	3.1
Consommation privée	17 876.6	4.7	4.8	4.8	4.1	3.7
Consommation publique	7 227.3	2.4	0.9	1.0	1.8	1.0
Formation brute de capital fixe	7 058.4	18.7	17.1	16.2	4.0	4.0
Demande intérieure finale	32 162.3	7.3	6.9	7.1	3.6	3.3
Variation des stocks <sup>1</sup>	593.8	-1.8	0.4	-1.4	0.2	0.0
Demande intérieure totale	32 756.1	5.2	7.3	5.4	3.8	3.2
Exportations de biens et services	31 284.3	6.9	4.3	5.0	3.9	5.0
Importations de biens et services	28 144.1	8.2	6.8	5.5	4.5	5.3
Exportations nettes <sup>1</sup>	3 140.2	-0.5	-1.7	-0.2	-0.4	-0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	3.5	4.5	4.4	3.9	4.2
Indice des prix à la consommation	–	2.3	2.9	3.3	3.4	4.1
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.8	2.1	3.2	3.5	4.1
Taux de chômage (% de la population active)	–	4.1	3.7	3.4	3.2	3.1
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	6.6	6.9	6.6	6.2	6.0
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-2.4	-2.3	-1.8	-1.7	-1.4
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	93.3	87.1	84.2	82.2	80.0
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	72.9	70.2	67.2	65.3	63.1
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	2.3	-0.6	-0.7	-0.9	-1.0

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046456>

Le taux de chômage est tombé à un plus bas historique de moins de 3 ½ pour cent, l'emploi total ayant atteint son plus haut à la fin de 2019 grâce à de solides créations d'emplois dans le secteur privé, en parties contrebalancées par une révision en baisse des dispositifs de travaux d'intérêt public. Les entreprises privées font état de pénuries de main-d'œuvre généralisées et le taux de postes non pourvus est l'un des plus élevés d'Europe. Les tensions sur le marché du travail, alliées à la revalorisation du salaire minimum, entretiennent une hausse continue à deux chiffres des salaires dans le secteur privé. La nouvelle baisse des cotisations patronales de sécurité sociale compense en partie la montée des coûts salariaux totaux. Néanmoins, l'inflation sous-jacente a poursuivi son accélération, alors que l'inflation globale est tombée en deçà de 3 % grâce au repli des prix de l'énergie. L'affaiblissement du forint accentue les tensions inflationnistes.

### L'inversion des politiques macroéconomiques permettrait de soutenir l'accélération de la croissance

La baisse des cotisations sociales à la charge des employeurs et la hausse des rémunérations dans le secteur public et des subventions à l'acquisition de logements soutiennent la croissance. Cet effet est renforcé par des taux directeurs fixés à des niveaux bas, dont l'application d'un taux négatif sur les dépôts au jour le jour. La diminution progressive des mesures de relance permettrait de réduire le risque de surchauffe et de contenir les anticipations d'inflation.

Le dynamisme de l'économie constitue une occasion de renforcer la viabilité des finances publiques, de lutter contre la pauvreté parmi les personnes âgées et d'améliorer l'accès aux services de santé. Il faudrait en même temps prendre des mesures pour améliorer la mobilité géographique de la main-d'œuvre, accélérer la suppression de certains programmes de travaux d'intérêt public et développer l'offre de structures d'accueil de la petite enfance, afin de favoriser un meilleur équilibre entre vie privée et vie professionnelle pour accroître ainsi l'offre de main-d'œuvre et prolonger la reprise.

### **Le ralentissement de la croissance n'éliminera pas les tensions inflationnistes**

La croissance devrait ralentir pour s'établir à un rythme d'à peine plus de 3 %, un chiffre suffisant pour que la hausse de l'emploi se poursuive. La consommation privée restera le principal déterminant de la croissance grâce à la forte progression des revenus réels. L'investissement des entreprises sera soutenu par la nécessité de renforcer les capacités de production. Le dynamisme de l'activité intérieure et la limitation des capacités dopent la croissance des importations, alors que les exportations ralentiront compte tenu du fléchissement des échanges internationaux et de la montée des coûts de main-d'œuvre. Les risques de divergence à la baisse par rapport aux prévisions résulteraient principalement de hausses de salaires supérieures à celles prévues, qui feraient monter les anticipations d'inflation. En outre, un nouvel affaiblissement des marchés d'exportation assombrirait les perspectives de croissance. En revanche, un relèvement des prix à l'importation inférieur aux prévisions pourrait modérer l'évolution des prix intérieurs et soutenir l'accélération de la croissance.

# Inde

La croissance économique devrait se ressaisir pour se hisser à un tout petit peu moins de 6 ½ pour cent au cours de l'exercice 2021, bénéficiant de la dissipation des incertitudes liées aux élections et de politiques monétaires et budgétaires plus accommodantes. Le nouveau dispositif d'aide au revenu des agriculteurs et une mousson favorable soutiennent la consommation privée. La diminution de l'impôt sur les sociétés stimulera l'investissement des entreprises. L'inflation et le déficit des paiements courants resteront modérés en raison du volume relativement élevé de capacités inutilisées dans l'économie et de la faiblesse des prix du pétrole. La création d'emplois reste un défi.

L'inflation étant inférieure à l'objectif fixé, la politique monétaire pourrait être encore assouplie. Les réductions importantes des taux directeurs intervenues depuis le début de 2019 ne se sont pas encore pleinement traduites en baisse du coût du crédit, l'encours de créances douteuses et les besoins d'emprunt du secteur public demeurant élevés. Il convient de poursuivre les réformes visant à renforcer la solidité du secteur financier et à améliorer le climat des affaires afin de redynamiser l'investissement des entreprises. Reconstituer la marge de manœuvre budgétaire sera essentiel pour pouvoir financer des infrastructures et des services publics de meilleure qualité. Une réforme fiscale s'impose pour élargir l'assiette de la fiscalité immobilière et de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Les besoins de financement des banques et entreprises publiques doivent également être limités.

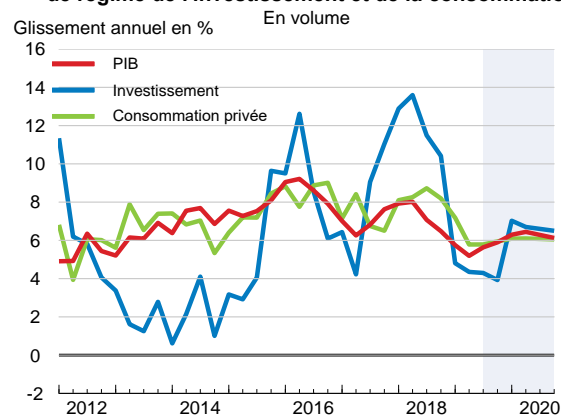
## L'économie a ralenti

Le dynamisme de la croissance s'est quelque peu essoufflé. Les tensions apparues dans le secteur financier non-bancaire, conjuguées à la modification de la réglementation en matière d'assurance, ont retenti sur les ventes de voitures, et la volatilité des prix des combustibles a entamé la confiance des consommateurs. Étant financé en grande partie par le système financier non-bancaire, le secteur de la construction a souffert, avec des retombées négatives sur la création d'emplois, les revenus et la consommation, en particulier dans les zones rurales. La production industrielle et les importations associées se sont érodées. Les exportations ont pâti du ralentissement de la demande étrangère. Cela étant, elles ont bénéficié des améliorations apportées à l'administration de la taxe sur les biens et services (GST), qui se traduit par un raccourcissement des délais de remboursement de taxes aux exportateurs. Les efforts déployés pour améliorer les infrastructures, la logistique et les procédures commerciales commencent aussi à porter leurs fruits. Globalement, l'Inde a réussi à capter une partie des parts de marché perdues par d'autres pays et ses exportations ont relativement bien résisté.

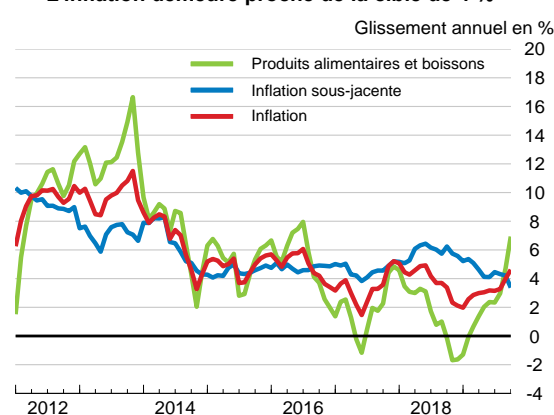
L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation est restée proche de l'objectif de 4 %, et l'inflation sous-jacente s'ajuste à la baisse. Grâce à une conjonction de facteurs – l'existence de capacités inutilisées, une mousson favorable, une roupie stable, le prix relativement bas du pétrole et un modeste relèvement des prix de soutien minimums pour les récoltes d'été –, les pressions sur les prix demeurent faibles.

## Inde 1

**La croissance a ralenti, sous l'effet d'une baisse de régime de l'investissement et de la consommation**



**L'inflation demeure proche de la cible de 4 %**



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045487>

## Inde : Demande, production et prix

Inde	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants trillions de INR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2011/2012)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	153.6	7.2	6.8	5.8	6.2	6.4
Consommation privée	91.2	7.4	8.1	5.9	6.0	6.5
Consommation publique	15.8	15.0	9.2	7.1	6.0	6.5
Formation brute de capital fixe	43.4	9.3	10.0	4.9	6.6	6.8
Demande intérieure finale	150.3	8.8	8.8	5.7	6.2	6.6
Variation des stocks <sup>1,2</sup>	6.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Demande intérieure totale	156.3	9.9	7.7	5.0	6.1	6.5
Exportations de biens et services	29.5	4.7	12.5	5.0	4.4	4.9
Importations de biens et services	32.2	17.6	15.4	2.2	4.4	5.6
Exportations nettes <sup>1</sup>	-2.7	-2.8	-1.1	0.5	-0.2	-0.4
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	3.8	4.1	3.1	3.7	3.8
Indice des prix à la consommation	—	3.6	3.4	3.5	3.9	4.2
Indice des prix de gros <sup>3</sup>	—	2.9	4.3	1.5	3.0	3.7
Solde financier des administrations publiques <sup>4</sup> (% du PIB)	—	-5.8	-6.2	-6.2	-6.3	-6.1
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-1.9	-2.1	-1.7	-1.8	-2.0

Note: Les données se réfèrent à l'exercice comptable commençant en avril.

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Le montant effectif dans la première colonne inclut la divergence statistique et les opérations sur objets de valeur.

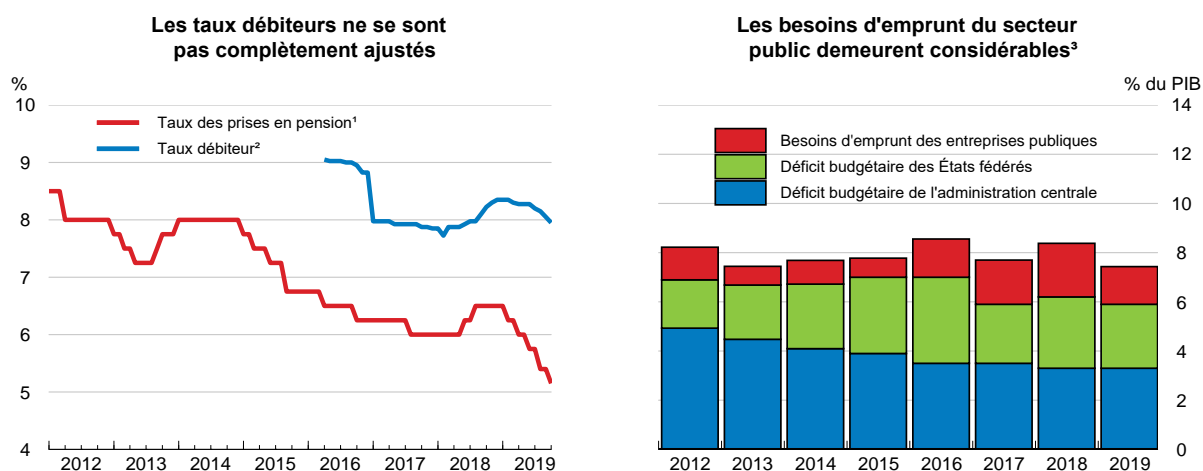
3. Tous biens.

4. Solde budgétaire brut du gouvernement central et des états.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046494>

## Inde 2



1. Le taux des prises en pension est le taux auquel la Banque de réserve de l'Inde (RBI, Reserve Bank of India) prête des fonds aux banques commerciales.

2. Il s'agit du taux débiteur fondé sur le coût marginal de financement (MCLR, Marginal Cost of Funds Based Lending Rate), qui est le taux d'intérêt minimum auquel une banque peut accorder des crédits.

3. Les données relatives à l'exercice budgétaire 2019/20 sont des estimations tirées du budget.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Banque de réserve de l'Inde (RBI, Reserve Bank of India) ; et Union Budget Expenditure Profile (Resources of Public Enterprises) [Structure des dépenses dans le budget de l'Union (Ressources des entreprises publiques)].

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045506>

Le déficit des paiements courants a baissé, aidé par le niveau modéré des prix du pétrole et les abondants envois de fonds des émigrés. Les réserves de change sont solides puisqu'elles couvrent 8 mois d'importations de biens et de services et représentent presque quatre fois la dette extérieure à court terme. La vulnérabilité extérieure de l'Inde reste limitée dans l'ensemble, l'endettement extérieur du pays étant modeste en comparaison de celui de nombreuses autres économies de marché émergentes, et dominé par les échéances longues.

### Les politiques budgétaire et monétaire sont accommodantes

La Banque de réserve de l'Inde a abaissé ses taux directeurs de 135 points de base depuis le début de 2019 et maintient une orientation accommodante. Les taux ne se sont ajustés que partiellement pour les emprunteurs, et avec un temps de retard, dans la mesure où les créances douteuses restent élevées et amoindrissent la rentabilité des banques et où les emprunts du secteur public exercent des pressions sur les taux. La décision prise en août 2019 de lier les taux des nouveaux prêts à un taux extérieur de référence devrait contribuer à accélérer la transmission de la politique monétaire. Les autorités devraient également envisager de réduire l'écart entre les taux administrés sur les petits dépôts d'épargne – qui servent à financer la dette publique – et les taux du marché. Compte tenu de la persistance des anticipations d'inflation et de l'incertitude qui plane sur l'évolution future des prix alimentaires en raison des inondations locales, il faudra se montrer prudent avant d'opérer de nouvelles baisses des taux directeurs.

Plusieurs réformes structurelles ont été mises en œuvre, avec un coût budgétaire élevé. Au versant des recettes, le gouvernement a ramené le taux de l'impôt sur les sociétés de 30 % à 22 % (plus les surtaxes) et rationalisé le régime d'exonérations. Le taux réduit de 15 % (plus les surtaxes) dont bénéficient les nouvelles entreprises manufacturières créées avant 2023 améliore la compétitivité de l'Inde et pourrait séduire des sociétés qui envisagent de relocaliser leur production. La perte de recettes estimée est élevée (0.7 % du PIB), et les recettes tirées de la taxe sur les biens et services ont été décevantes.

Du côté des dépenses, le gouvernement a étendu le dispositif d'aide au revenu destiné aux agriculteurs possédant des terres (145 millions de bénéficiaires), pour un coût équivalent à 0.4 % du PIB. Ces aides pourraient soutenir la consommation dans les zones rurales et faciliter le financement des investissements dans le secteur agricole. Leur impact sur la productivité dans l'agriculture demeure cependant incertain en raison du morcellement des terres. Elles ne seront peut-être pas d'un grand secours pour réduire la pauvreté parmi les petits fermiers et les travailleurs journaliers. La montée en régime des projets d'infrastructures publiques (notamment concernant l'approvisionnement en eau et en électricité, les routes rurales et les ports) contribuera à améliorer le bien-être et la compétitivité.

Un transfert record de la Banque de réserve de l'Inde permettra de contenir le déficit des administrations publiques lors de l'exercice 2019-20. Parallèlement, le recours croissant aux opérations hors budget, le plus souvent par l'entremise des entreprises publiques, pèse sur les besoins d'emprunt du secteur public, et le ratio dette/PIB demeure relativement élevé. Il sera essentiel d'accroître les recettes tirées de la fiscalité immobilière et de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de rétablir la santé financière des banques et entreprises publiques en difficulté pour pouvoir financer des services publics d'éducation et de santé de meilleure qualité. Pour stimuler la création d'emplois et réduire l'informalité, il faudra poursuivre la modernisation des réglementations relatives au travail.

## La croissance devrait rebondir

La croissance économique devrait se hisser à près de 6 ½ pour cent lors de l'exercice 2021. L'investissement privé repartira à la hausse à mesure que l'utilisation des capacités augmentera et que les coûts d'emprunt des entreprises diminueront. La résolution en cours des actifs dépréciés des sociétés non financières, menée en vertu du Code sur la faillite et l'insolvabilité, devrait libérer des ressources qui pourront être affectées à de nouveaux projets d'investissement. Les réformes récemment engagées pour améliorer le climat des affaires – notamment les mesures de libéralisation des investissements directs étrangers et les initiatives visant à améliorer les services judiciaires et l'exécution des contrats – seront également utiles. Soutenue par une mousson favorable, par le déploiement complet du nouveau dispositif d'aide au revenu destiné aux agriculteurs et par les mesures visant à atténuer les tensions sur les liquidités dans le secteur bancaire parallèle, la consommation dans les zones rurales se raffermira.

L'amélioration de la capacité des autorités à faire adopter et mettre en œuvre des réformes, illustrée par la libéralisation récente des investissements directs étrangers et les projets de désinvestissement de l'État, constitue un risque de révision à la hausse des prévisions. En revanche, un retour des tensions dans le secteur bancaire ou le secteur financier non bancaire entraînerait un resserrement du crédit et nuirait à la croissance. Une augmentation des prix du pétrole retentirait sur l'inflation, la balance courante et les finances publiques et réduirait le pouvoir d'achat des ménages. Une aggravation des tensions commerciales pèserait sur la confiance et l'investissement des entreprises. L'impact pourrait toutefois en être limité par le fait que l'Inde est plus spécialisée dans les échanges de services que dans les échanges de marchandises.

# Indonésie

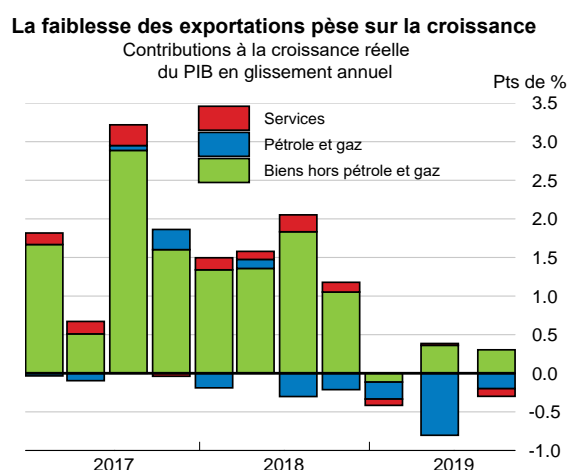
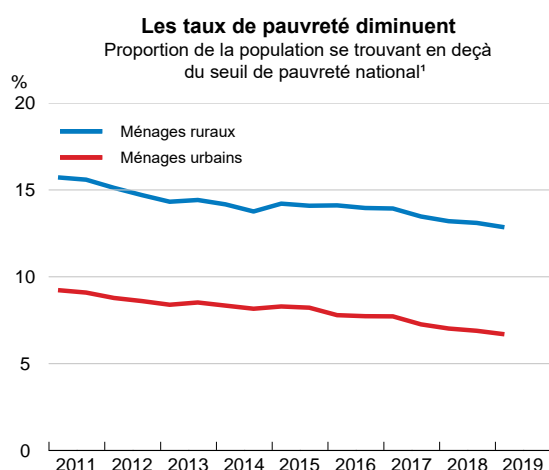
Une croissance régulière permet d'augmenter le PIB par habitant de quelque 4 % par an depuis plusieurs années. En 2020-2021, la demande intérieure devrait continuer de soutenir la croissance malgré des difficultés sur le plan extérieur. La hausse des revenus des ménages et une inflation modeste soutiendront les dépenses des ménages. L'investissement s'orientera de nouveau à la hausse, en partie grâce aux projets d'infrastructures. Le ralentissement de la croissance mondiale des échanges pèsera sur les exportations à court terme.

La Banque d'Indonésie a commencé à assouplir sa politique monétaire pour dynamiser l'activité et dispose d'une certaine marge pour abaisser encore les taux d'intérêt. Elle a aussi mis en œuvre des instruments macroprudentiels pour donner un tour plus accommodant à sa politique. La politique budgétaire devrait être globalement neutre, avec un déficit budgétaire clairement inférieur au plafond de 3 % du PIB. Un programme de réforme réglementaire ambitieux contribuerait à donner confiance aux entreprises et à stimuler l'investissement et l'emploi formel. Une réduction des subventions aux énergies fossiles, compensée par des prestations sociales ciblées plus finement, améliorerait le bilan en matière environnementale et sociale.

## La croissance reste résiliente

Le recul des taux de pauvreté, la faiblesse de l'inflation, la croissance vigoureuse de l'emploi et les programmes d'aide sociale sont autant de facteurs positifs pour les revenus et la consommation. La confiance des consommateurs a reflué, mais demeure élevée. L'inflation est faible. Les engagements pris en faveur du gel des tarifs des carburants et de l'électricité en 2018-2019 ont permis de contenir les prix administrés. Le rythme de l'investissement a perdu de sa vigueur, en partie parce que certains projets publics ont été différés pour réduire les importations. Cependant, les prêts des banques en faveur de l'investissement sont en forte augmentation.

### Indonésie 1



1. Le seuil de pauvreté correspond au montant minimum du budget nécessaire pour se nourrir à hauteur de 2 100 kilocalories par jour et satisfaire ses besoins élémentaires en matière de logement, d'habillement, d'éducation et de santé.

Source : Base de données CEIC.

## Indonésie : Demande, production et prix

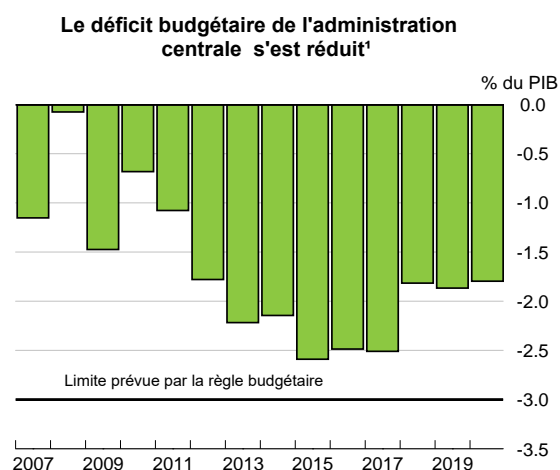
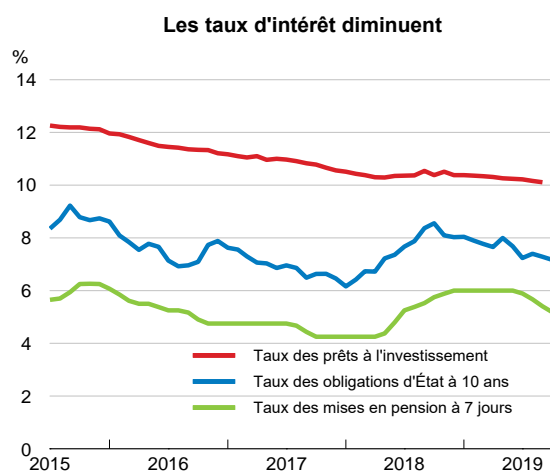
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Indonésie</b>	Prix courants trillions de IDR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	12 401.7	5.1	5.2	5.0	5.0	5.1
Consommation privée	7 171.5	5.0	5.1	5.2	5.2	5.5
Consommation publique	1 181.6	2.1	4.8	4.8	3.3	4.5
Formation brute de capital fixe	4 040.2	6.2	6.7	4.7	5.2	5.6
<b>Demande intérieure finale</b>	12 393.3	5.1	5.6	5.0	5.0	5.4
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 85.4	-0.2	0.8	-1.0	0.2	0.0
<b>Demande intérieure totale</b>	12 307.9	4.8	6.3	3.8	5.2	5.3
Exportations de biens et services	2 367.4	8.9	6.5	-0.1	2.5	3.6
Importations de biens et services	2 273.5	8.1	12.0	-6.2	3.0	4.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	93.8	0.3	-1.0	1.3	0.0	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	4.3	3.8	1.7	2.7	3.6
Indice des prix à la consommation	—	3.8	3.2	3.2	3.5	3.4
Déflateur de la consommation privée	—	3.4	3.2	3.3	3.5	3.2
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-1.9	-2.2	-1.9	-1.7	-1.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-1.6	-3.0	-2.8	-2.8	-2.8

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046513>

## Indonésie 2



1. Les données relatives à 2019 et 2020 sont tirées du budget.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045544>



La hausse des exportations a marqué le pas. Les mesures prises par les autorités pour réduire les importations d'énergie, en affectant une partie des exportations à une utilisation sur le marché national, ont fait lourdement chuter les importations et les exportations. La progression des autres exportations est également lente. Le recul des prix de certains produits de base essentiels pèse sur les recettes d'exportation et les termes de l'échange. Dans l'ensemble, le déficit de la balance courante a été limité à 2.9 % du PIB au cours de l'année écoulée.

## La politique économique continue à assurer l'équilibre entre stabilité et croissance

Actuellement, la politique monétaire est davantage axée sur la croissance économique qu'il y a un an lorsque, dans le contexte d'alors marqué par des sorties de capitaux, le souci de stabilité primait sur d'autres considérations. L'assouplissement opéré par les principales banques centrales a donné à la Banque d'Indonésie la possibilité d'abaisser ses taux d'intérêt sans rien sacrifier à la stabilité. De juillet à octobre, elle a ainsi abaissé ses taux directeurs de 100 points de base. Les taux débiteurs des banques et les rendements des obligations d'État à long terme ont sensiblement diminué, induisant de ce fait une détente des conditions financières. L'objectif d'inflation sera ramené à 3 %, plus ou moins 1 %, en 2020 et l'inflation devrait s'établir dans cette fourchette, d'où une certaine latitude pour réduire encore les taux d'intérêt.

La Banque d'Indonésie a eu abondamment recours aux outils macroprudentiels pour donner un tour globalement plus accommodant à sa politique monétaire. Elle a cherché par divers moyens à faire baisser les taux d'intérêt et à favoriser l'essor du crédit. Ainsi, les quotités de financement maximales applicables aux primo-accédants à la propriété sont supprimées dès lors que la banque prêteuse remplit certains critères. La série de mesures prises pour encourager le crédit peut stimuler la croissance, mais n'est pas sans risque. C'est pourquoi les critères de prêt appliqués par les banques devraient être surveillés de près pour y déceler tout signe de détérioration de la qualité du crédit. La poursuite des efforts d'approfondissement des marchés financiers permettra de renforcer la résilience globale du système.

La politique budgétaire devrait être neutre dans l'ensemble, le gouvernement s'attachant à contenir le déficit total et jouant sur la composition des recettes et des dépenses publiques pour améliorer la croissance. Le déficit de l'administration centrale est en passe de passer sous la barre de 2 % du PIB en 2020. La marge de manœuvre pour réagir si les perspectives de croissance venaient à s'assombrir est donc confortable. Les dépenses d'infrastructures devraient être relancées au moyen de garanties et d'autres instruments destinés à promouvoir les partenariats public-privé. Compte tenu des risques budgétaires y afférents, il conviendrait de favoriser également d'autres solutions comme l'attribution de concessions et l'investissement direct étranger. Enfin, les mesures d'aide sociale pourraient être mieux ciblées en remplaçant progressivement les subventions directes et indirectes aux énergies fossiles par des transferts sociaux.

La levée de ressources publiques reste l'un des défis majeurs pour la réalisation des projets de dépenses. La baisse des prix des produits de base et le ralentissement des échanges pèsent sur les recettes, comme le feront les nouvelles incitations fiscales à l'investissement. Aussi faudrait-il agir sur les facteurs non fiscaux qui sont susceptibles d'influer davantage sur les décisions de localisation des investissements prises par les entreprises. Enfin, il reste primordial d'améliorer la discipline fiscale via la simplification administrative pour améliorer le respect volontaire des règles, et de mieux exploiter les données disponibles pour renforcer le contrôle de leur application.

De nouvelles réformes sont nécessaires pour encourager l'investissement privé et la création d'emplois et gagner en productivité. Tout d'abord, la rationalisation et la simplification des règles applicables aux entreprises doivent rester prioritaires. Le processus en cours d'amélioration du portail unique destiné aux entreprises, par lequel celles-ci peuvent soumettre en ligne leurs demandes à l'administration, devrait se

poursuivre à partir des remontées d'information des utilisateurs. La réduction des réglementations restrictive du marché du travail, accompagnée de mesures de soutien aux salariés, faciliterait les embauches dans des emplois déclarés. Ensuite, un plus grand nombre de secteurs devraient être ouverts à l'investissement étranger. En outre, poursuivre la lutte contre la corruption reste d'une importance cruciale. Par ailleurs, les incertitudes entourant l'action publique dans le secteur minier devraient être levées. Enfin, il conviendrait de mieux faire respecter certaines réglementations, ainsi qu'en témoigne la propagation des feux de forêts dus à l'exploitation illégale des tourbières, en dépit d'un durcissement de la législation.

### **L'activité interne restera solide malgré des difficultés sur le plan extérieur**

La croissance devrait rester de l'ordre de 5 % en 2020-21. La progression continue de l'emploi, l'extension des mesures d'aide sociale et la baisse des taux d'intérêt favoriseront une solide hausse de la consommation. L'investissement devrait s'accélérer grâce à la dissipation des incertitudes liées aux élections et à des conditions financières plus favorables. Les projets d'infrastructures qui avaient été différés devraient reprendre en 2020. Le ralentissement de la croissance en Chine freinera les exportations, mais le phénomène sera en partie compensé par l'augmentation de la demande chez d'autres partenaires commerciaux importants. Selon les prévisions, l'inflation restera dans la fourchette cible de la Banque d'Indonésie.

Une aggravation des tensions commerciales, qui serait préjudiciable aux prix des produits de base et aux exportations, constitue un risque majeur pour la croissance en 2020-21. Si l'aversion au risque s'accroissait au niveau mondial, un nouvel épisode de sorties de capitaux pourrait nécessiter de relever les taux d'intérêt, ce qui freinerait la demande intérieure, en particulier l'investissement. En revanche, si les incertitudes sur le marché national ou international se dissipaient et que la confiance regagnait du terrain, l'investissement serait supérieur aux attentes. L'achèvement accéléré des projets d'infrastructures stimulerait la croissance.

## Irlande

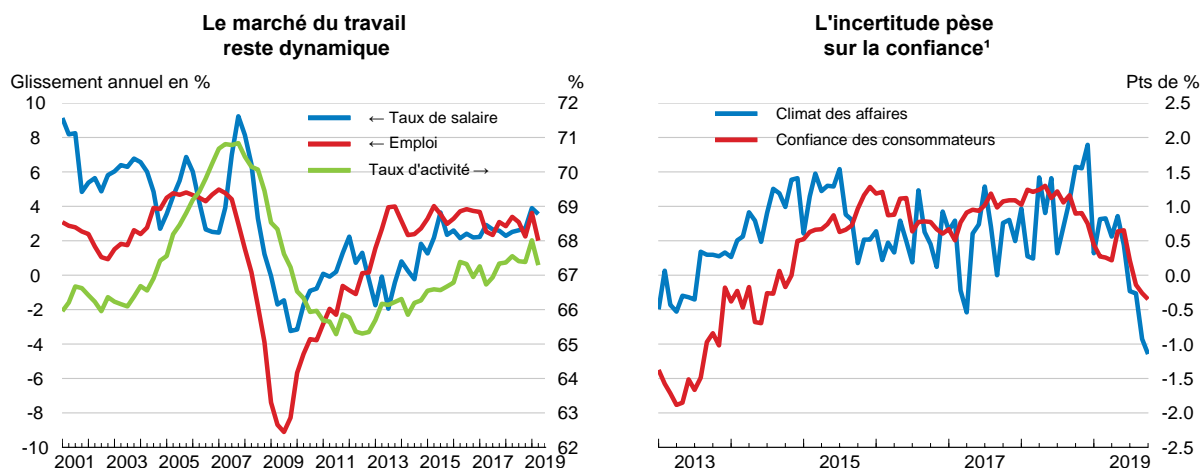
Dans l'hypothèse où le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (« Brexit ») se ferait en douceur, la croissance du PIB devrait rester vigoureuse en Irlande, tout en se modérant. La demande intérieure sous-jacente (hors activités fluctuantes des entreprises multinationales) résistera, grâce au dynamisme de l'investissement dans la construction et malgré l'effet négatif induit sur la confiance des entreprises par le ralentissement de la croissance des partenaires commerciaux et par la forte incertitude extérieure. Le marché du travail se resserrera et les tensions salariales connexes tireront l'inflation vers le haut.

Une politique budgétaire restrictive s'impose pour éviter une surchauffe et reconstituer des marges de manœuvre face aux risques, notamment ceux liés aux négociations du Brexit. Le gouvernement prévoit d'adopter un train important de mesures budgétaires en cas de choc lié au Brexit, tout en laissant jouer pleinement les stabilisateurs automatiques.

### La croissance sous-jacente a ralenti, mais reste vigoureuse

La demande intérieure totale corrigée des activités fluctuantes des entreprises multinationales continuait à augmenter à un rythme soutenu de 3 % environ à la mi-2019, après avoir été très rapide les années précédentes. La confiance des entreprises s'est dégradée depuis le début de 2019 en raison des risques accrus de Brexit « désordonné ». L'investissement en équipements a marqué le pas ces derniers mois, mais l'activité est restée dynamique dans le secteur de la construction et la production industrielle a résisté. Le taux de chômage est tombé à un point bas historique et la progression des salaires s'est encore accélérée récemment. Pourtant, l'inflation reste modérée, freinée par la baisse du coût des importations. La consommation est vigoureuse, soutenue par la vive progression de l'emploi et des revenus, ainsi que par l'augmentation des patrimoines nets, et ce malgré l'affaiblissement de la confiance des consommateurs ces derniers mois.

### Irlande



1. Les données sont normalisées à partir de leur moyenne et de leur écart-type sur longue période.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Commission européenne, Indicateur du climat économique.

## Irlande : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2017)				
<b>Irlande</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	271.4	8.1	8.3	5.6	3.3	3.0
Consommation privée	91.8	3.3	3.4	2.6	2.4	2.3
Consommation publique	33.5	3.5	4.4	4.0	4.3	4.1
Formation brute de capital fixe	96.6	-7.1	-20.6	39.2	-26.9	4.5
Demande intérieure finale	221.8	-1.2	-5.2	17.5	-8.5	3.3
Variation des stocks <sup>1</sup>	6.6	1.3	-2.4	2.1	0.3	0.0
Demande intérieure totale	228.5	11.4	-6.4	22.2	-7.9	3.2
Exportations de biens et services <sup>2</sup>	328.0	9.1	10.4	10.0	4.8	4.4
Importations de biens et services	285.1	0.9	-2.9	20.6	-4.7	5.1
Exportations nettes <sup>1</sup>	42.9	10.0	15.5	-6.1	10.8	0.9
<i>Pour mémoire</i>						
VAB <sup>3</sup> , à l'exclusion des secteurs dominés par des entreprises multinationales étrangères	—	8.1	8.3	3.9	3.8	3.3
Déflateur du PIB	—	1.1	0.8	0.9	2.0	2.5
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.3	0.7	0.9	1.7	2.2
IPCH sous-jacent <sup>4</sup>	—	0.2	0.3	0.9	1.7	2.2
Taux de chômage (% de la population active)	—	6.7	5.7	5.3	4.8	4.6
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	6.0	5.8	5.8	5.6	5.2
Solde financier des administrations publiques <sup>5</sup> (% du PIB)	—	-0.3	0.1	0.3	0.5	0.7
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	77.4	76.0	71.4	66.6	65.4
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	67.8	63.6	59.0	54.2	53.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	0.5	10.6	1.4	9.6	9.9

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Le contrat des entreprises multinationales nommé "contrat manufacturier" (exportations de biens produits à l'étranger sous convention d'une entité basée en Irlande) est supposé constant, à son niveau de 2019, en 2020 et 2021.

3. Valeur ajoutée brute. Les données pour 2017-2021 sont des estimations de l'OCDE.

4. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

5. Le déficit inclut l'effet des mesures ponctuelles de recapitalisations dans le secteur bancaire.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046532>

## Il est essentiel de renforcer la résilience

L'amélioration récente de la situation des finances publiques résulte dans une large mesure de la conjoncture favorable, mais la dette publique, mesurée en pourcentage de l'activité économique sous-jacente, demeure élevée, ce qui implique que la prudence budgétaire reste de mise. Le gouvernement a accru l'investissement public dans le cadre du projet Irlande 2040, ce qui a soutenu l'activité dans le secteur de la construction pendant l'année écoulée. Ce projet devrait être mis en œuvre sous réserve du respect de l'objectif de poursuite de la réduction de la dette publique, sachant qu'il faudrait uniquement réaliser les investissements ayant le rendement social le plus élevé, tout en évitant d'alimenter le risque de surchauffe. Parallèlement, le gouvernement devrait limiter les dépassements de dépenses, qui ont été significatifs dans certains secteurs, notamment celui de la santé.

Le marché du travail s'est resserré, mais le taux d'activité est encore bas par rapport aux niveaux observés par le passé, en dépit des réformes des prélèvements et des prestations engagées par les pouvoirs publics en vue de le relever. Les autorités devraient améliorer les programmes de développement des compétences et de recyclage pour aider les inactifs à reprendre un travail. Il faut notamment mettre l'accent sur l'acquisition des compétences numériques, compte tenu des pénuries observées à cet égard dans certains secteurs.

### **Les perspectives de croissance dépendent de l'issue des négociations sur le Brexit**

La production progressera à un rythme plus modéré au cours des deux prochaines années, du fait des contraintes de capacité grandissantes et de la dégradation des conditions extérieures, notamment du ralentissement en Europe. La baisse du taux de chômage à de très bas niveaux historiques se poursuivra, bien que plus lentement, et les tensions salariales s'intensifieront. Les entreprises répercutant en partie sur les prix la hausse des salaires, leur compétitivité et leur rentabilité diminueront, compte tenu de la faiblesse des gains de productivité.

L'incertitude liée aux négociations du Brexit demeure forte, notamment concernant le contenu d'un éventuel accord commercial, tandis que le risque d'un Brexit « désordonné » n'a pas encore été totalement écarté. De même, de nouvelles mesures de protectionnisme commercial adoptées ailleurs pourraient avoir un effet important et soudain sur l'économie irlandaise, en raison de son ouverture aux échanges internationaux. Ces chocs pourraient aussi dégrader les conditions financières à l'échelle mondiale et faire baisser les prix immobiliers intérieurs, sachant que certaines catégories d'actifs intérieurs, comme l'immobilier commercial et les créances douteuses ou litigieuses, dépendent particulièrement des investisseurs étrangers. En revanche, si les incertitudes liées au Brexit devaient se dissiper plus vite qu'on ne l'anticipe, cela aurait un effet très favorable sur la confiance, si bien que l'activité économique serait plus forte qu'on ne le prévoit actuellement.

# Islande

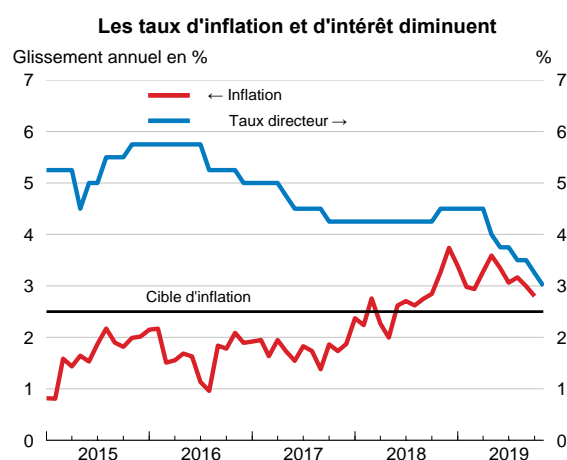
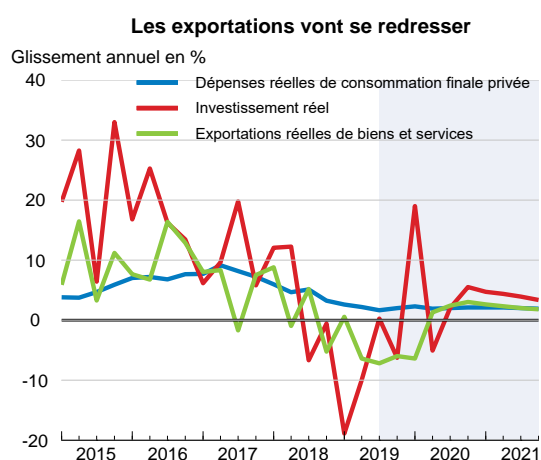
L'économie se redressera grâce à la progression du tourisme international et aux exportations de produits de la mer. La consommation restera modérée, dans un contexte de maîtrise des salaires et de hausse des prestations sociales. L'investissement des entreprises connaîtra une lente reprise à la faveur du repli des taux d'intérêt. Le chômage augmentera, alors que des pénuries de main-d'œuvre se dessineront plus nettement dans certains secteurs d'emploi très qualifié. Les tensions inflationnistes s'atténueront du fait que les salaires ont moins dérivé à la hausse et que la couronne s'est stabilisée.

La banque centrale devrait continuer à ajuster les taux d'intérêt en fonction des perspectives d'évolution de l'inflation. La politique budgétaire devrait être globalement neutre, après des mesures de baisse d'impôts et de hausse des dépenses publiques. Ces dépenses, notamment celles affectés aux prestations d'invalidité, devront être endiguées pour que la dette publique continue à diminuer. Il conviendrait de revoir la rigueur des exigences réglementaires et les obstacles à l'investissement direct étranger (IDE), qui affaiblissent la concurrence et brident l'innovation et la productivité.

## La croissance repart

La croissance reprend progressivement, sous l'effet de la stabilisation du tourisme international et du relâchement des contraintes de capacités dans le transport aérien. L'investissement des entreprises demeure faible, les grands projets de construction ayant été achevés et la confiance n'étant pas au rendez-vous. L'excédent de la balance courante diminue avec le fléchissement des exportations. La bonne tenue de la consommation des ménages s'explique par des accords de modération salariale ainsi que par la générosité des allocations de chômage et des prestations sociales. Au terme de plusieurs années de décade, le taux de chômage est reparti brutalement vers le haut pour s'établir à plus de 4 % à l'automne 2019. Les prix des logements se sont stabilisés dans le sillage du développement récent de l'offre, d'un repli de l'immigration et du tassement de la demande liée au tourisme, mais restent élevés. La dette des entreprises et des ménages augmente à peine.

## Islande



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045468>

## Islande : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Islande</b>	Prix courants milliards de ISK	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2005)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	2 490.9	4.4	4.8	0.8	1.6	2.6
Consommation privée	1 235.9	8.1	4.7	2.1	2.1	2.0
Consommation publique	570.7	3.7	3.5	3.0	2.8	2.5
Formation brute de capital fixe	525.9	10.2	4.0	-8.8	4.6	4.1
Demande intérieure finale	2 332.5	7.4	4.3	-0.3	2.8	2.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	2.9	-0.5	0.4	-0.1	0.1	0.0
Demande intérieure totale	2 335.4	7.0	4.6	-0.6	2.8	2.6
Exportations de biens et services	1 186.6	5.4	1.7	-4.8	0.0	2.2
Importations de biens et services	1 031.1	12.3	0.8	-8.8	2.7	2.3
Exportations nettes <sup>1</sup>	155.5	-2.5	0.4	1.6	-1.1	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	0.5	2.6	4.6	3.2	2.8
Indice des prix à la consommation	–	1.8	2.7	3.0	2.4	2.1
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	2.4	2.5	2.9	2.4	2.1
Taux de chômage (% de la population active)	–	2.8	2.7	3.6	4.1	4.1
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	0.5	0.8	-0.9	-1.0	-1.3
Dette brute des administrations publiques <sup>3</sup>	–	63.4	62.0	62.6	63.2	64.2
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	3.8	2.8	4.1	2.5	2.6

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

3. La dette non provisionnée au titre des fonds de pension des employés du gouvernement est incluse.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046475>

## L'orientation des politiques macroéconomiques est neutre

L'inflation, qui fléchit grâce à la fermeté de la couronne et à la modération salariale, est de nouveau inférieure à l'objectif de la banque centrale. Face au recul des anticipations d'inflation, les autorités monétaires ont abaissé les taux d'intérêt en quatre temps, qui sont passés de 4.5 % en mai 2019 à 3 % en novembre 2019. Cette tendance est censée se poursuivre compte tenu des perspectives d'inflation. Les taux d'intérêt sont à un point bas historique, mais dépassent encore sensiblement ceux de la plupart des pays de l'OCDE.

La politique budgétaire est globalement neutre. L'allègement de l'impôt sur le revenu et des cotisations sociales ainsi que l'augmentation des prestations sociales atténuent l'incidence du ralentissement de l'activité, tout en gonflant le déficit budgétaire. Les prévisions retiennent l'hypothèse d'une future hausse des dépenses publiques discrétionnaires, comme l'a prévu le gouvernement, en particulier en infrastructures, qui interviendra vers la fin de la période étudiée. La dette publique cessera de diminuer. Afin de dégager une marge de manœuvre, il faudrait que la politique budgétaire soit plus restrictive, notamment grâce à la réduction des dépenses consacrées à l'invalidité.

La réglementation des marchés de produits est stricte et la charge administrative à gérer pour les créations d'entreprises est lourde, ce qui freine l'investissement et l'innovation. Les restrictions à l'investissement direct étranger comptent parmi les plus sévères de l'OCDE et pénalisent l'emploi et les gains de productivité en limitant le transfert international de connaissances. Le gouvernement devrait établir un vaste plan de réforme réglementaire, en donnant la priorité aux changements qui favorisent la

concurrence, égalisent ses conditions d'exercice entre entreprises nationales et étrangères et attirent l'investissement international.

### La croissance se renforcera progressivement

On prévoit une reprise de la croissance à un rythme de 1.6 % en 2020 et de 2.6 % en 2021, du fait d'un redressement du tourisme international et des exportations de produits de la mer. L'investissement des entreprises redémarrera lentement, favorisé par le recul des taux d'intérêt, mais l'augmentation de la consommation des ménages sera freinée par une hausse plus lente de leurs revenus. Les dépenses publiques, en particulier celles destinées aux infrastructures et aux services sociaux, soutiendront l'activité. Le rythme de l'inflation devrait fléchir à 2 %. L'économie islandaise étant instable et vulnérable de par sa taille, un ralentissement mondial plus marqué que prévu pourrait grever fortement les recettes de l'activité touristique.



# Israël<sup>1</sup>

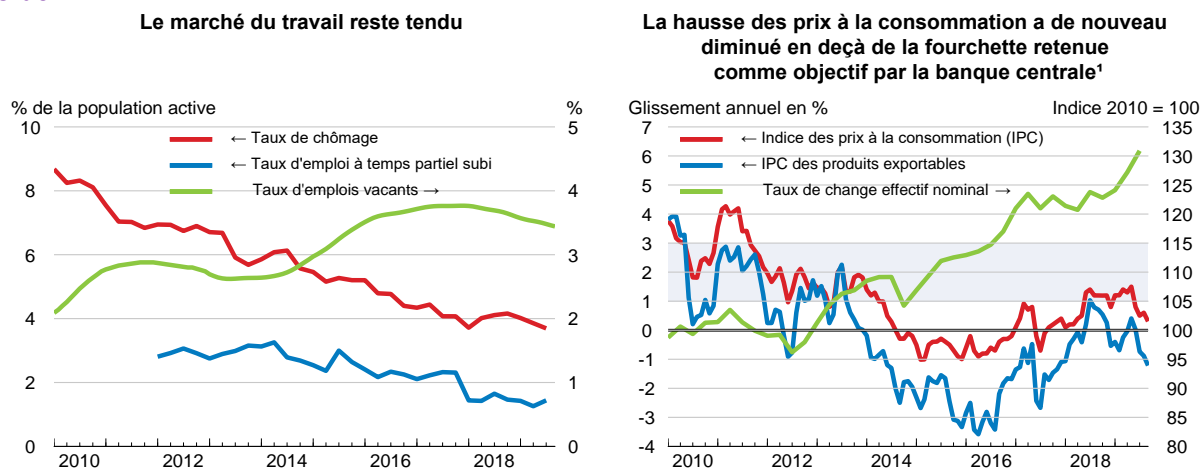
La croissance économique devrait fléchir légèrement, mais restera proche de 3 % en 2020 et 2021. Le ralentissement mondial freine les exportations, et la croissance de la consommation privée va se modérer sur fond de légère détente du marché du travail, mais le bas niveau des taux d'intérêt et le début des exportations de gaz soutiendront l'activité. Le taux d'inflation s'élèvera lentement vers la moitié inférieure de la fourchette de 1 à 3 % retenue comme objectif par la Banque d'Israël.

Il faut durcir la politique budgétaire pour ramener la dette sur une trajectoire descendante et disposer de marges de manœuvre en cas de concrétisation des risques à la baisse. L'orientation accommodante de la politique monétaire est appropriée, et les autorités devraient attendre que l'inflation soit ancrée dans la fourchette retenue comme objectif avant de relever progressivement les taux d'intérêt. Une intensification des réformes structurelles, en particulier en vue d'améliorer les compétences des ultra-orthodoxes et des Arabes israéliens et de les mettre en phase avec les besoins du marché du travail, s'impose pour faire reculer les fortes inégalités sociales et stimuler la productivité.

## La croissance reste solide

La croissance demeure solide et proche de son niveau potentiel. La production industrielle est résiliente et les achats des consommateurs par carte de crédit continuent de progresser à un rythme soutenu. La confiance des entreprises et des consommateurs reste solide, malgré l'incertitude politique prolongée. Les exportations ont bien résisté malgré l'appréciation du shekel et le ralentissement des échanges mondiaux, grâce aux très bons résultats enregistrés dans le tourisme et les services de haute technologie.

### Israël



1. La zone grisée correspond à la fourchette retenue comme objectif d'inflation par la Banque d'Israël.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Banque d'Israël ; et Bureau central des statistiques (BCS) d'Israël.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045582>

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

## Israël : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de NIS	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Israël</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 225.0	3.6	3.5	3.1	2.9	2.9
Consommation privée	670.9	3.3	3.6	3.4	3.2	3.0
Consommation publique	274.7	3.4	4.1	2.9	3.7	2.5
Formation brute de capital fixe	253.7	4.2	5.0	2.1	1.0	1.8
Demande intérieure finale	1 199.2	3.5	4.0	3.0	2.8	2.7
Variation des stocks <sup>1</sup>	6.3	0.3	-0.4	-0.8	-0.2	0.0
Demande intérieure totale	1 205.6	3.8	3.6	2.2	2.6	2.7
Exportations de biens et services	363.7	4.0	5.7	4.6	3.0	3.5
Importations de biens et services	344.4	4.9	6.3	3.0	2.9	2.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	19.4	-0.2	-0.1	0.5	0.1	0.3
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	0.2	1.1	2.1	1.2	1.7
Indice des prix à la consommation	—	0.2	0.8	0.9	1.1	1.7
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	0.0	0.6	0.8	1.2	1.7
Taux de chômage (% de la population active)	—	4.2	4.0	3.9	4.1	4.3
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-1.1	-3.6	-4.1	-3.8	-3.6
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	60.5	60.9	62.1	63.6	64.5
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	2.3	2.6	3.8	3.9	4.0

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046551>

Le marché du travail reste tendu, le taux de chômage étant proche de son point bas historique, bien que le taux d'emplois vacants, auparavant élevé, ait diminué modérément. En dépit de la hausse rapide des salaires, l'inflation a reflué en deçà de la limite inférieure de la fourchette retenue comme objectif. Cela s'explique essentiellement par la volatilité des prix des légumes et autres produits alimentaires et le net ralentissement de la hausse des prix des biens échangeables dû à la baisse des prix de l'énergie et à la vive appréciation du shekel.

## Il faut faire preuve de prudence en matière budgétaire

La Banque d'Israël maintient son taux d'intérêt directeur à 0.25 % depuis novembre 2018. Dans un contexte de faible inflation, d'appréciation du shekel, d'incertitude accrue concernant les perspectives mondiales et d'assouplissement monétaire aux États-Unis et dans la zone euro, les autorités ont indiqué qu'elles laisseraient le taux directeur à son niveau actuel pendant une période prolongée ou le réduiraient jusqu'à ce que l'inflation revienne durablement dans la fourchette retenue comme objectif. Sachant que l'on s'attend à une hausse modérée de l'inflation, une augmentation progressive du taux d'intérêt directeur est intégrée aux prévisions à partir du premier trimestre de 2021.

Le déficit budgétaire des administrations publiques s'est sensiblement accru, passant de 1.1 % du PIB en 2017 à un niveau prévu de 4.1 % en 2019, de fortes augmentations des dépenses ayant coïncidé avec la réduction de certains taux d'imposition. L'économie étant en situation de plein emploi, le nouveau gouvernement devrait s'attacher à conserver des marges de manœuvre budgétaires, tout en consacrant des dépenses au renforcement de la cohésion sociale et de la productivité. Cela exigera d'accroître les recettes fiscales, de préférence en réduisant les exonérations fiscales inefficaces et en rehaussant les

taxes environnementales, notamment *via* l'instauration de péages de décongestion. Au chapitre des dépenses, il est possible de réaliser des économies, par exemple en relevant l'âge de départ à la retraite des femmes au niveau de celui des hommes. Des mesures prises dans ces domaines permettraient de ramener le déficit budgétaire à un niveau plus viable. La prudence budgétaire devrait s'accompagner d'une accélération des réformes structurelles destinées à améliorer les infrastructures, en particulier dans les transports publics, à stimuler la concurrence dans les secteurs protégés, ainsi qu'à améliorer les résultats du système d'enseignement et de formation, notamment parmi les communautés israélo-Arabes et ultra-orthodoxes.

### La croissance ralentira légèrement

La croissance devrait se modérer quelque peu en 2020 et 2021. La progression de la demande intérieure ralentira, compte tenu de la détente du marché du travail, de la dissipation des effets de la relance budgétaire, et du freinage de l'investissement dû à l'incertitude liée aux tensions commerciales. Le léger redressement attendu des marchés d'exportation au cours des deux années à venir, ainsi que le début des exportations de gaz vers l'Égypte, amélioreront le solde commercial et soutiendront l'économie. La croissance pourrait être plus vigoureuse si une mise en exploitation plus rapide que prévu des gisements de gaz réduisait encore les importations d'énergie ou renforçait les exportations. À l'inverse, une poursuite de l'appréciation du shekel et une aggravation des tensions géopolitiques seraient préjudiciables à la croissance. Le ralentissement de la demande intérieure pourrait être plus marqué si le nouveau gouvernement prend les mesures d'assainissement budgétaire nécessaires, lesquelles ne sont pas intégrées dans le scénario de référence.

# Italie

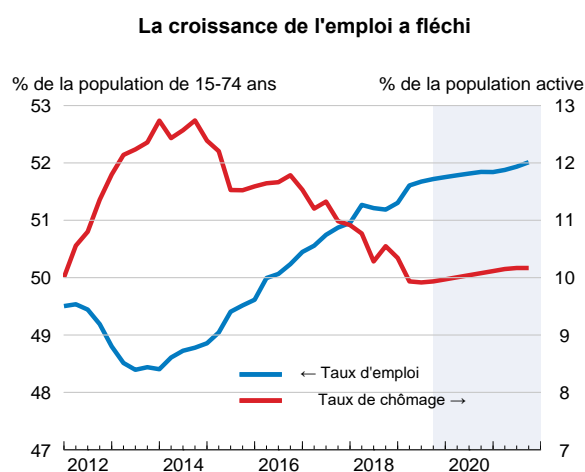
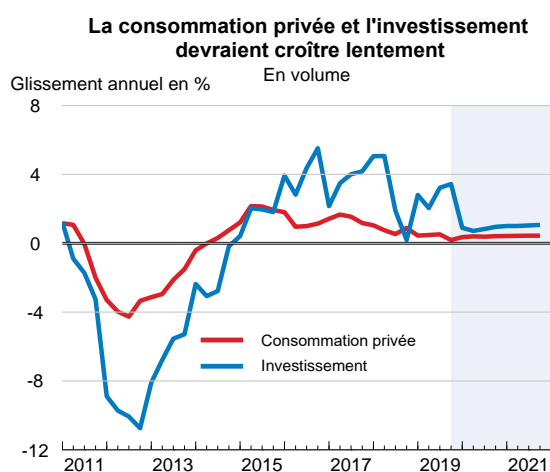
La croissance du PIB devrait redémarrer très progressivement. Les incertitudes relatives au commerce mondial et le ralentissement de la demande extérieure continueront à peser sur la croissance des exportations et l'investissement des entreprises. La consommation augmentera progressivement sous l'effet de la hausse continue du revenu disponible des ménages et de la stabilisation de la confiance. La politique budgétaire devrait soutenir l'activité par le biais de l'allègement des charges fiscales et sociales, de l'augmentation des investissements publics et du soutien à l'investissement des entreprises.

L'excédent budgétaire primaire devrait continuer à diminuer modestement en 2020 et se stabiliser en 2021. Aussi le ratio élevé dette publique/PIB commencera-t-il à s'infléchir à la baisse à partir de 2021. Une vaste réforme budgétaire est nécessaire pour améliorer l'efficacité des dépenses, renforcer l'équité et l'efficacité du système fiscal et réduire le fardeau de la dette. L'amélioration des services publics, la réduction des contraintes réglementaires et le renforcement des programmes d'aide à la recherche d'emploi et de formation soutiendraient l'investissement et l'emploi et réduiraient les écarts de revenus et les disparités régionales.

## L'économie reste atone

La croissance du PIB reste très faible, à l'image de la confiance. Les entreprises ont puisé dans leurs stocks du fait de l'essoufflement de la croissance des principaux partenaires commerciaux et des incertitudes que le maintien des restrictions commerciales fait planer autour de la demande future. La production industrielle s'est affaiblie tandis que les activités de services résistaient mieux, et le secteur de la construction a repris des couleurs après une profonde récession. L'emploi continue de progresser, quoiqu'à un rythme lent, et la part des nouveaux postes pourvus en contrat permanent augmente. La stagnation de la productivité continue de freiner la croissance des salaires dans le secteur privé. La confiance des consommateurs s'est affaiblie, d'où une hausse du taux d'épargne des ménages qui nuit à la consommation privée.

## Italie 1



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045601>

## Italie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Italie</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 696.3	1.8	0.7	0.2	0.4	0.5
Consommation privée	1 019.5	1.5	0.8	0.4	0.4	0.4
Consommation publique	322.6	-0.2	0.4	0.4	0.3	-0.1
Formation brute de capital fixe	291.3	3.5	3.0	2.9	0.8	1.0
Demande intérieure finale	1 633.4	1.5	1.1	0.9	0.5	0.4
Variation des stocks <sup>1</sup>	7.8	0.2	-0.2	-1.3	0.0	0.0
Demande intérieure totale	1 641.2	1.6	1.0	-0.5	0.4	0.4
Exportations de biens et services	496.7	6.6	1.3	2.7	1.3	1.8
Importations de biens et services	441.6	6.7	2.4	0.8	1.5	1.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	55.1	0.2	-0.3	0.6	0.0	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	0.7	0.9	0.6	0.7	1.1
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	1.3	1.2	0.6	0.6	1.2
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	0.8	0.6	0.5	0.8	1.2
Taux de chômage (% de la population active)	–	11.3	10.6	10.0	10.0	10.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	2.5	2.5	4.3	5.2	5.3
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-2.4	-2.2	-2.2	-2.2	-2.0
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	153.3	148.5	149.5	150.1	149.9
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	134.0	134.9	136.0	136.1	135.6
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	2.6	2.5	2.7	2.7	2.8

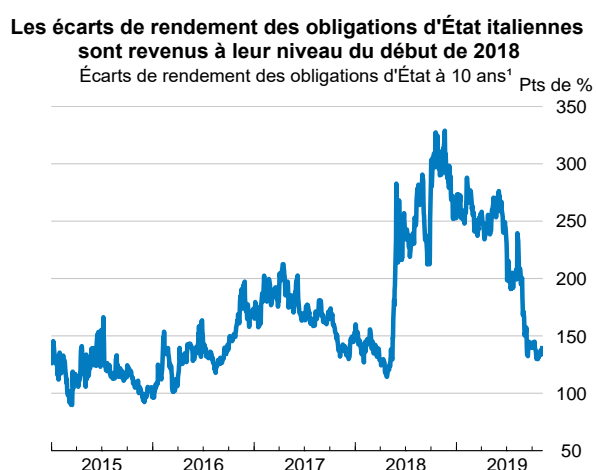
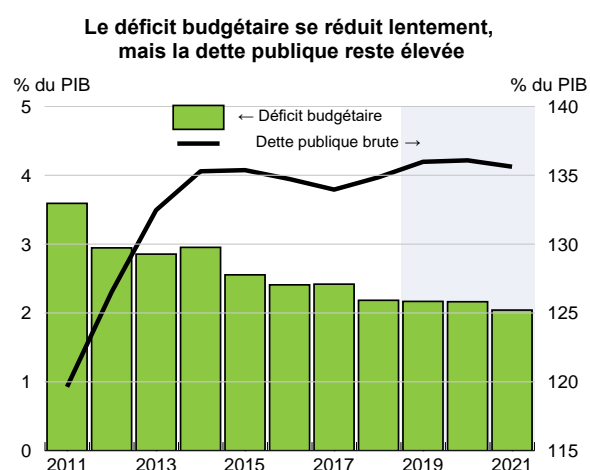
1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046570>

## Italie 2



1. Différence entre le rendement des obligations d'État à 10 ans italiennes et le rendement des obligations d'État à 10 ans allemandes.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046520>

On observe une contraction des prêts aux entreprises depuis le début de 2019, les banques ayant décidé de durcir légèrement les conditions de crédit. L'assouplissement de la politique monétaire de la BCE, la baisse des écarts de rendement des obligations d'État et l'augmentation des dépôts ont réduit les coûts de financement des banques. Cette tendance a commencé à produire ses effets en termes de repli des taux pour les emprunteurs. Les créances douteuses sur les sociétés non financières ont diminué de 1 point de pourcentage depuis janvier 2019 pour atteindre 8.9 % de l'encours de prêts. La demande de crédits destinés à financer des investissements d'entreprises et des logements est orientée à la hausse et les entreprises envisagent d'investir davantage.

## Un vaste programme de réforme s'impose

La politique budgétaire soutient l'activité dans un contexte de fléchissement de la demande extérieure. L'excédent budgétaire primaire devrait être ramené à 1.3 % du PIB en 2018 et 2019, puis 1 % du PIB en 2020 et 2021. Le gouvernement envisage de prendre de nouvelles mesures en 2020 et 2021, notamment d'abaisser les cotisations sociales, de reconduire les incitations fiscales dans le cadre du programme « Industrie 4.0 » destiné à encourager l'investissement privé et d'accroître les investissements publics, en particulier dans les régions accusant un retard. Il prévoit de financer ces mesures par un accroissement des recettes, notamment grâce à l'adoption de nouvelles taxes environnementales et de taxes sur le sucre, d'un meilleur recouvrement de la TVA, d'une baisse des charges d'intérêts et de réductions des dépenses. Sous l'effet conjugué des mesures budgétaires et du ralentissement de la croissance, le ratio d'endettement public sera porté à 136 % du PIB en 2019 avant de commencer à refluer en 2021. Le gouvernement a l'intention de soutenir l'activité sans déroger au Pacte de stabilité et de croissance de l'UE.

Placer la dette publique sur une trajectoire durable à la baisse tout en accompagnant la croissance, en particulier dans les régions accusant un retard, exigera des autorités qu'elles engagent un programme budgétaire à moyen terme crédible et des réformes structurelles ambitieuses. En passant en revue les dépenses pour les rationaliser, en revenant sur les modifications des règles applicables en matière de départ anticipé à la retraite adoptées en 2019 et en préservant le lien entre l'âge de la retraite et l'espérance de vie, les autorités libéreraient des ressources qu'elles pourraient consacrer à des programmes et des investissements publics plus efficaces et à l'amélioration de l'équité intergénérationnelle. La réduction des dépenses fiscales, et particulièrement des subventions préjudiciables à l'environnement, et la lutte contre la fraude fiscale contribueront à procurer un volant de recettes et à élargir la base d'imposition, ce qui permettra aux pouvoirs publics d'améliorer la qualité de l'environnement ainsi que l'équité du système fiscal.

La progression durable et inclusive des revenus et des niveaux de vie passe par un relèvement des niveaux de productivité et d'emploi pour lesquels l'Italie est à la traîne. La levée des obstacles administratifs à l'investissement et l'intensification de la concurrence sur les marchés encore protégés, tels que les services professionnels, stimuleraient la productivité et l'investissement. L'amélioration des performances du secteur public, en particulier dans les régions retardataires, sera cruciale pour accroître la productivité, l'activité et l'inclusivité. Le renforcement des services publics de l'emploi revêt une importance centrale pour le programme de protection sociale du « revenu de citoyenneté » et les programmes d'activation. La mise en œuvre des plans gouvernementaux visant à faciliter l'accès aux services d'accueil des jeunes enfants et à renforcer le soutien aux familles en matière d'accueil et d'éducation des enfants favoriserait l'inclusivité et éliminerait une partie des obstacles au travail des femmes.

## La croissance va se ressaisir lentement

La croissance du PIB devrait s'établir à environ ½ pour cent en 2020 et 2021. L'atonie de la demande extérieure et les incertitudes tenaces liées aux politiques commerciales à l'échelle internationale limiteront la croissance des exportations, pénalisant l'investissement, l'emploi et les revenus. Par ailleurs, la consommation des ménages augmentera modérément, à la faveur de la stabilisation de la confiance des consommateurs et la réduction du coin fiscal pour un grand nombre de travailleurs. L'atténuation des incertitudes entourant la politique intérieure, l'amélioration des conditions de financement et les incitations fiscales devraient favoriser l'investissement.

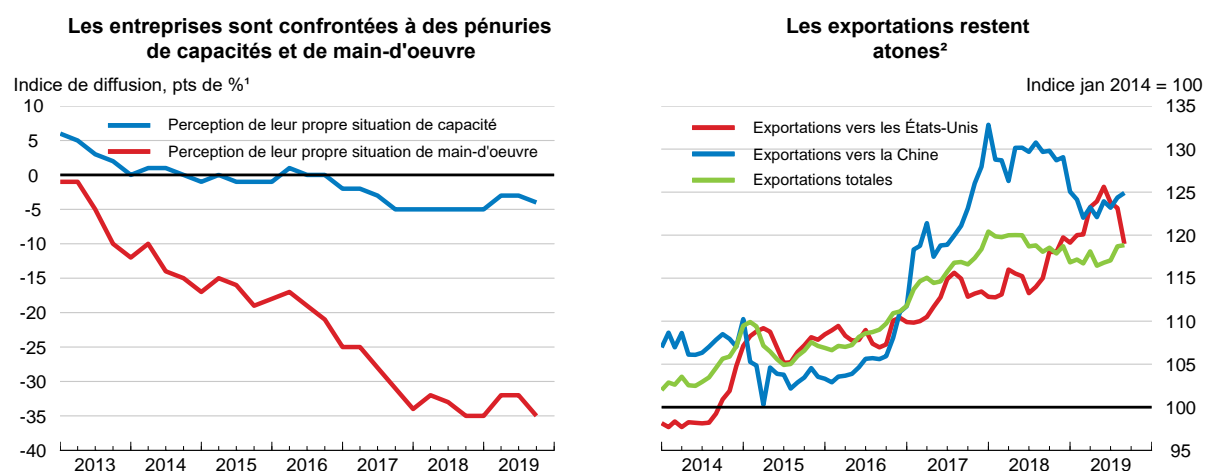
Un ralentissement plus profond ou plus durable des échanges mondiaux ou de la croissance des partenaires commerciaux de l'Italie compromettrait fortement les prévisions en raison de l'ouverture de l'économie italienne. En raison du niveau élevé des ratios d'endettement public, les coûts d'emprunt et les crédits bancaires en Italie demeurent sensibles à l'éventualité d'une nouvelle détérioration des conditions du marché et des perceptions du risque souverain. Par ailleurs, des progrès plus rapides que prévu sur le plan de l'efficacité des services publics ou de l'allègement des lourdeurs administratives et réglementaires doperaient l'investissement intérieur, l'emploi et la confiance des consommateurs. De même, des avancées plus tangibles en matière de rationalisation des dépenses fiscales et d'efficacité des dépenses publiques nourriraient l'excédent primaire et, partant, un regain de confiance ainsi qu'une réduction de l'endettement public plus précoce qu'anticipé.

# Japon

On estime que l'économie japonaise a progressé au rythme de 1 % en 2019, mais la croissance devrait quelque peu ralentir en 2020-21. L'effet temporaire de la hausse de la taxe sur la consommation sur l'accroissement du PIB sera atténué par des mesures budgétaires et la tenue des Jeux olympiques à Tokyo en 2020. La hausse des salaires et de l'investissement est soutenue par les pénuries de main-d'œuvre et de capacités, si bien que la croissance du PIB devrait rester proche du taux potentiel de croissance après l'abandon des mesures budgétaires temporaires en 2021. L'inflation devrait se hisser à 1 ½ pour cent d'ici 2021, portée par la progression continue de l'activité économique et des salaires.

La dette brute des administrations publiques atteint un niveau sans précédent de 224 % du PIB, ce qui entraîne des risques graves et exige la mise en œuvre d'un programme d'assainissement détaillé à moyen et long terme, prévoyant de nouvelles hausses progressives du taux de la taxe sur la consommation et des mesures permettant de maîtriser les dépenses dans un contexte de vieillissement démographique rapide. La conduite de réformes structurelles génératrices de gains de productivité et d'emplois est essentielle pour ramener les finances publiques sur une trajectoire durable et améliorer le bien-être. La Banque du Japon devrait poursuivre sa politique monétaire expansionniste jusqu'à ce que l'objectif de 2 % d'inflation soit atteint.

## Japon 1



1. Ces indices de diffusion correspondent à la différence entre le pourcentage d'entreprises sondées faisant état de sureffectifs et le pourcentage de celles faisant état d'effectifs insuffisants, et à la différence entre le pourcentage d'entreprises faisant état de capacités excédentaires et le pourcentage de celles faisant état de capacités insuffisantes. Les chiffres relatifs au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2019 reposent sur les prévisions des entreprises.

2. Données corrigées des variations saisonnières (moyenne mobile sur trois mois).

Source : Banque du Japon.

StatLink  <https://stat.link/10.1787/888934045639>



## Japon : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants trillions de YEN	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2011)				
<b>Japon</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	536.0	1.9	0.8	1.0	0.6	0.7
Consommation privée	298.6	1.1	0.4	0.7	0.2	0.6
Consommation publique	106.6	0.3	0.8	2.0	1.3	0.9
Formation brute de capital fixe	125.0	3.0	1.1	2.1	1.2	0.1
Demande intérieure finale	530.2	1.4	0.6	1.3	0.7	0.5
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.5	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0
Demande intérieure totale	530.7	1.4	0.8	1.3	0.5	0.5
Exportations de biens et services	87.1	6.8	3.4	-1.9	1.5	3.2
Importations de biens et services	81.8	3.4	3.4	-0.3	1.2	2.0
Exportations nettes <sup>1</sup>	5.3	0.6	0.0	-0.3	0.1	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	-0.2	-0.1	0.6	0.9	1.0
Indice des prix à la consommation <sup>2</sup>	–	0.5	1.0	0.6	1.1	1.2
IPC sous-jacent <sup>3</sup>	–	-0.1	0.2	0.5	1.1	1.2
Taux de chômage (% de la population active)	–	2.8	2.4	2.4	2.4	2.3
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	2.5	4.3	4.5	5.0	4.8
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-3.0	-2.4	-2.6	-2.4	-1.9
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	222.5	224.1	224.7	225.2	225.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	4.2	3.5	3.5	3.4	3.5

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Calculés comme la somme des indices trimestriels corrigés des variations saisonnières pour chaque année.

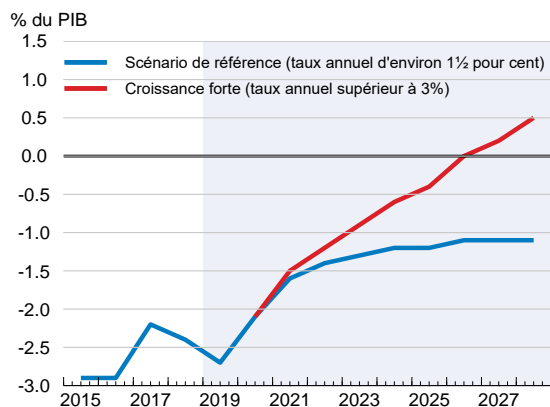
3. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

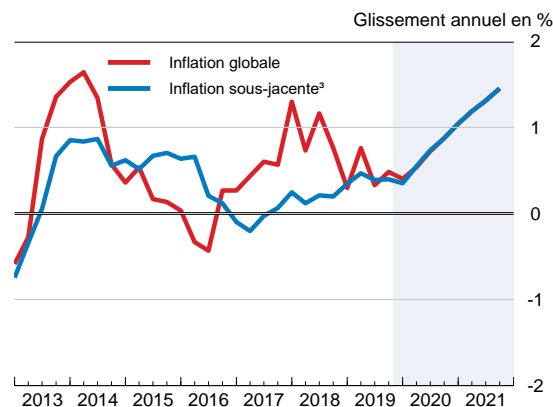
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046589>

## Japon 2

### Le solde budgétaire primaire devrait rester déficitaire jusqu'à l'exercice fiscal 2025 à politiques inchangées<sup>1</sup>



### La hausse des prix à la consommation reste inférieure à l'objectif de 2 %<sup>2</sup>



1. Prévisions du gouvernement en juillet 2019. Les deux scénarios intègrent la hausse du taux de la taxe à la consommation de 8% à 10% en octobre 2019. Solde primaire des administrations centrale et locales, exprimé en pourcentage du PIB et calculé pour l'exercice budgétaire.

2. Les données ne tiennent pas compte des effets du relèvement de la taxe sur la consommation, intervenu en avril 2014, qui, selon une estimation du gouvernement, a fait grimper l'inflation de 2 points de pourcentage au cours de l'exercice budgétaire 2014. Elles excluent également la hausse de la taxe sur la consommation programmée pour octobre 2019, qui majorerait l'inflation de 1.0 point de pourcentage au quatrième trimestre de 2019, ainsi que l'effet de la gratuité des services d'accueil des jeunes enfants âgés de trois à cinq ans, qui réduirait l'inflation de 0.5 point de pourcentage, selon une estimation de l'OCDE.

3. Mesure de l'OCDE, qui exclut les prix des produits alimentaires et de l'énergie.

Source : Bureau du Cabinet ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Banque du Japon.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046589>

## La croissance est portée par la demande intérieure

Malgré des exportations en berne, pour cause de fléchissement de l'expansion des échanges mondiaux, la croissance économique durant les trois premiers trimestres de 2019 s'est hissée à 1 ¼ pour cent, sous l'impulsion d'une reprise modérée de la consommation privée et de la bonne tenue des investissements des entreprises. Alors que les exportations, en volume, stagnent depuis la mi-2018, les salaires réels progressent au rythme de 1.3 % par an depuis l'automne 2018 et les entreprises comptent accroître leurs investissements de 2.4 % durant l'exercice 2019. La demande intérieure a également bénéficié des retombées du deuxième budget supplémentaire pour l'exercice 2018 et du budget pour l'exercice 2019, qui se sont notamment concrétisés par de nouveaux investissements publics.

Les pénuries de main-d'œuvre ont été amplifiées par le déclin rapide de la population d'âge actif et elles alimentent la croissance des salaires et les investissements des entreprises. Le taux de chômage s'est maintenu aux alentours de 2 ¼ pour cent et le ratio entre offres et demandes d'emploi à 1.6 environ, son plus haut niveau depuis 1974. Les revalorisations répétées du salaire minimum et une incitation fiscale à relever les salaires ont contribué à la progression générale des salaires. Si l'inflation demeure nettement inférieure à l'objectif de 2 % fixé par la Banque du Japon, l'inflation sous-jacente a peu à peu augmenté pour atteindre près de ½ pour cent, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'étant répercutée sur les prix des produits et des services.

## Relever les défis interdépendants du vieillissement démographique et de la dette publique

Pour amortir l'impact économique à court terme du relèvement de la taxe sur la consommation devenu effectif en octobre 2019, le gouvernement a adopté diverses mesures temporaires en matière d'impôts et de dépenses, ainsi que de nouveaux programmes de dépenses durables dont le financement sera assuré par la moitié des recettes supplémentaires recouvrées représentant 1% du PIB. Le déficit primaire devrait rester aux alentours de 2 ½ pour cent du PIB en 2019-20 avant de tomber à 1.9 % en 2021, le gouvernement ayant l'intention de renoncer aux mesures budgétaires temporaires à partir de l'exercice 2021, conformément à son plan d'assainissement des finances publiques visant à atteindre un excédent primaire d'ici 2025. Au-delà de l'objectif d'un excédent primaire en 2025, un programme d'assainissement détaillé et concret sera nécessaire pour rétablir la viabilité des finances publiques. En ce qui concerne les recettes, il conviendrait de s'orienter de préférence vers des impôts induisant moins de distorsions, notamment la taxe sur la consommation, qui devrait être relevée progressivement, et les taxes environnementales. S'agissant des dépenses, la priorité est de contenir les dépenses sociales, en particulier en faisant un meilleur usage des ressources affectées aux soins de santé.

Dans le cadre de sa politique de « contrôle de la courbe des rendements », la banque centrale, qui dispose d'avoirs considérables et poursuit ses achats d'obligations d'État, maintient le taux de rendement des obligations d'État à dix ans aux alentours de zéro. Elle s'est engagée à continuer d'accroître la base monétaire jusqu'à ce que le taux d'augmentation des prix à la consommation (hors produits alimentaires frais) s'établisse de manière stable au-dessus de l'objectif de 2 % et s'attend à ce que les taux d'intérêt demeurent à leurs niveaux actuels, extrêmement bas, aussi longtemps que nécessaire pour entretenir la dynamique devant conduire à la réalisation de l'objectif. La projection présuppose une orientation accommodante inchangée de la politique monétaire jusqu'en 2021.

Bien que le taux d'emploi des seniors soit relativement élevé, la diminution et le vieillissement de la population japonaise sont tels qu'il est important de supprimer les obstacles à l'emploi des personnes âgées, en particulier des plus de 65 ans. Pour encourager l'emploi des seniors, les autorités pourraient supprimer le droit des entreprises d'imposer un âge de départ obligatoire à la retraite, qui est actuellement fixé le plus souvent à 60 ans, ce qui contribuerait également à réduire l'importance de l'ancienneté dans la détermination des salaires. Mettre fin au dualisme du marché du travail, notamment en réduisant la

protection de l'emploi des travailleurs réguliers, permettrait de promouvoir l'emploi féminin et d'amenuiser les écarts de rémunération considérables qui existent entre les hommes et les femmes. Le gouvernement a l'intention d'accepter 345 150 travailleurs étrangers entre 2019 et 2024 pour pourvoir aux besoins des secteurs confrontés à des pénuries de main-d'œuvre aiguës, tels que la construction, les services d'hôtellerie et de restauration et les soins de longue durée. Dans le cadre du Plan d'action de la stratégie pour la croissance lancée en juin 2019, il entend adopter toute une panoplie de mesures pour réaliser la « Société 5.0 » : encadrement des transactions sur le marché numérique, réformes de la réglementation pour promouvoir de nouveaux services tels que les solutions de technologie financière et poursuite des réformes de la gouvernance d'entreprise. D'autres initiatives seront nécessaires pour stimuler la croissance de la productivité, notamment pour encourager l'ouverture commerciale grâce à des accords multilatéraux.

### **La croissance devrait se maintenir juste au-dessus de la croissance potentielle**

En 2020, la croissance sera dynamisée par les mesures budgétaires destinées à atténuer l'impact de la hausse de la taxe sur la consommation et par la tenue des Jeux olympiques, qui devrait donner un coup de fouet à la consommation privée et aux exportations de services. Les pénuries de main-d'œuvre et de capacités tireront vers le haut les salaires et l'investissement. De ce fait, la croissance devrait se maintenir juste au-dessus du taux estimé de la croissance potentielle en 2021, malgré l'abandon des mesures temporaires de relance budgétaire. Aussi l'inflation devrait-elle atteindre plus facilement 1 ½ pour cent vers la fin de la période.

Le Japon, en particulier son secteur manufacturier, est vulnérable à un nouveau ralentissement de la demande d'importations de la Chine. Le protectionnisme continue aussi de représenter une menace, même si, en vertu de la déclaration conjointe des États-Unis et du Japon de septembre 2019, aucune nouvelle restriction commerciale ne devrait être instaurée à l'encontre des exportations japonaises. La politique budgétaire, notamment l'inscription de nouvelles mesures temporaires de relance au budget supplémentaire pour l'exercice 2019 et au budget pour l'exercice 2020, pourrait contrecarrer la survenue de ces risques de divergence à la baisse par rapport aux prévisions. Le niveau sans précédent de la dette publique du Japon constitue un risque majeur : toute érosion de la confiance dans la viabilité des finances publiques du pays pourrait déstabiliser le secteur financier et l'économie réelle et avoir des retombées négatives de grande ampleur sur l'économie mondiale.

# Lettonie

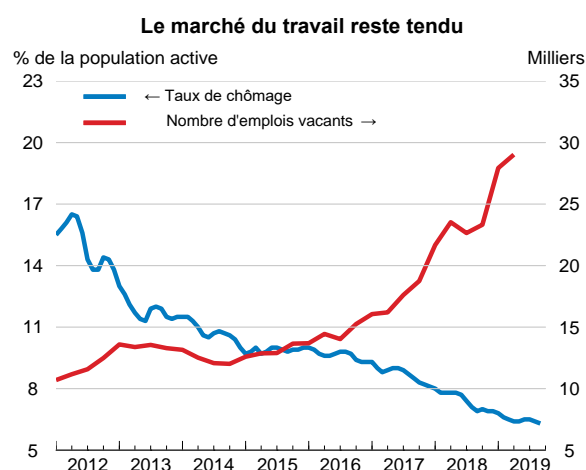
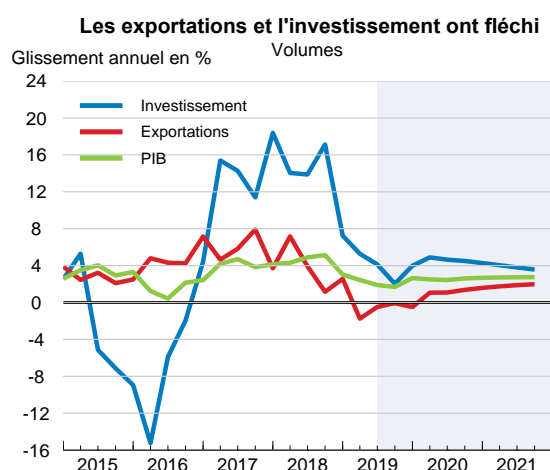
La croissance économique a ralenti au premier semestre de 2019 et devrait rester modérée. L'atonie des échanges mondiaux pèsera sur l'activité, tandis que la progression de l'investissement prendra un rythme plus soutenable, après une hausse exceptionnelle des versements de fonds de l'Union européenne (UE). La consommation privée, soutenue par le dynamisme du marché du travail, continuera à contribuer grandement à la poursuite de la croissance. L'inflation va diminuer progressivement vers 2 %.

La solidité des finances publiques, conjuguée au niveau déjà bas des taux d'intérêt, laisse au gouvernement des marges de manœuvre pour soutenir davantage la croissance si les effets du fléchissement des échanges sont plus graves que prévu et se répercutent sur le marché du travail. Un renforcement des investissements dans les compétences et la recherche permettrait de réaliser des gains supplémentaires d'efficacité et de qualité de vie. Continuer à réduire l'économie informelle aiderait à financer ces investissements.

## Après avoir été forte, la croissance devrait se modérer

La croissance du PIB a fléchi aux alentours de 2,5 % au premier semestre de 2019, avec un net ralentissement de la croissance des exportations et de l'investissement. En raison de la hausse du taux d'emploi et des salaires, la demande intérieure reste solide. Le taux de chômage a encore diminué, pour s'établir à 6,4 %. Les offres d'emploi non satisfaites continuent à augmenter, de même que les salaires nominaux, qui progressent à un rythme annuel de l'ordre de 8 %, sous l'effet des gains de productivité et de l'accentuation des pénuries de compétences. La montée des salaires contribue à la vigueur persistante de la consommation privée et à la hausse des coûts de main-d'œuvre, dont les effets sur la compétitivité sont atténués par des hausses similaires en Estonie et en Lituanie. En dépit de la progression rapide des salaires, le taux d'inflation est stable à 3 % environ.

## Lettonie



Source : Central Statistical Bureau of Latvia ; Eurostat ; et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045696>

## Lettonie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Lettonie</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	25.1	3.8	4.6	2.3	2.5	2.7
Consommation privée	15.1	3.1	4.2	3.1	3.7	3.3
Consommation publique	4.5	3.2	4.0	2.6	2.8	2.8
Formation brute de capital fixe	4.9	11.3	15.8	4.6	4.5	3.9
Demande intérieure finale	24.5	4.8	6.6	3.3	3.7	3.3
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.3	0.5	-0.1	1.1	0.4	0.0
Demande intérieure totale	24.8	5.0	6.2	4.2	4.1	3.3
Exportations de biens et services	15.1	6.4	4.0	0.0	0.8	1.8
Importations de biens et services	14.9	8.4	6.4	3.1	3.3	2.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	0.2	-1.1	-1.5	-1.9	-1.6	-0.6
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	3.0	4.0	2.7	2.0	2.5
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	2.9	2.6	2.9	2.3	2.3
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.7	1.9	2.4	2.3	2.4
Taux de chômage (% de la population active)	–	8.7	7.4	6.4	6.4	6.6
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	-5.1	-2.6	-0.2	1.4	2.9
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-0.5	-0.7	0.5	0.5	0.6
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	45.9	44.2	43.2	42.2	41.2
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	38.6	36.4	35.3	34.4	33.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	1.0	-0.7	-0.6	-1.9	-2.5

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046627>

## Il est essentiel de renforcer la croissance de la productivité compte tenu de la diminution de la population

Les finances publiques restent solides : la dette de l'État diminue et s'établit actuellement à un niveau relativement bas de l'ordre de 35 % du PIB selon la définition de Maastricht. Le solde budgétaire primaire devrait demeurer excédentaire, en dépit du ralentissement de la croissance. La politique budgétaire conservera une orientation globalement neutre. Cela laissera aux autorités des marges de manœuvre pour réduire les impôts ou accroître les dépenses publiques, si le fléchissement des échanges devait entraîner une augmentation du chômage. La politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) soutient la croissance, dans la mesure où elle se traduit par de faibles coûts d'emprunt.

Une accélération des gains de productivité est nécessaire à la poursuite de la convergence du PIB par habitant vers les niveaux de l'Europe de l'Ouest, malgré l'évolution démographique défavorable due au vieillissement et à l'émigration. Cela exigera d'investir davantage dans les compétences et la recherche, ainsi que d'intensifier la concurrence, en particulier dans les secteurs où les entreprises appartenant à l'État ou aux communes ont une grande influence. Faire correspondre plus étroitement la formation professionnelle et l'enseignement supérieur aux besoins du marché du travail et développer le marché de la location de logements contribueraient à remédier aux problèmes d'inadéquation des compétences. Faciliter l'obtention de financements à long terme et aider les communes à construire des appartements locatifs plus abordables contribueraient au développement du marché du logement locatif. Le

gouvernement devrait en outre continuer à prendre des mesures pour faire baisser le taux de pauvreté, actuellement élevé, parmi les personnes âgées.

### **Le ralentissement mondial pénalisera encore la croissance**

La croissance économique ralentira encore en 2020 avant de connaître une reprise progressive en 2021. La progression des exportations restera faible, compte tenu de l'atonie persistante des échanges mondiaux. Les fonds structurels de l'Union européenne (UE) continueront à soutenir l'investissement, mais devraient retrouver un rythme plus soutenable. La progression des salaires demeurera rapide tant que les pénuries de compétences perdureront et que la productivité augmentera. Elle ralentira cependant, étant donné que le fléchissement de l'investissement pèsera sur la demande main-d'œuvre et qu'aucune revalorisation du salaire minimum n'est anticipée. La hausse des salaires contribuera au dynamisme de la consommation privée. Cela dit, le ralentissement prévu de l'augmentation des salaires et de la production va entraîner un fléchissement progressif de la croissance de la consommation privée, ainsi que de l'inflation.

La Lettonie est confrontée aux risques résultant de l'incertitude liée aux échanges mondiaux, en particulier quand elle concerne ses principaux partenaires commerciaux, au premier rang desquels l'Allemagne et le Royaume-Uni. Ces risques liés au commerce s'intensifieront si la hausse rapide des salaires ne s'accompagne pas d'une croissance équivalente de la productivité, et menace la compétitivité des entreprises lettones. À l'inverse, la progression des revenus pourrait renforcer la consommation davantage qu'on ne l'anticipe, entraînant un redressement plus marqué de la confiance des entreprises résidentes et de l'investissement.

# Lituanie

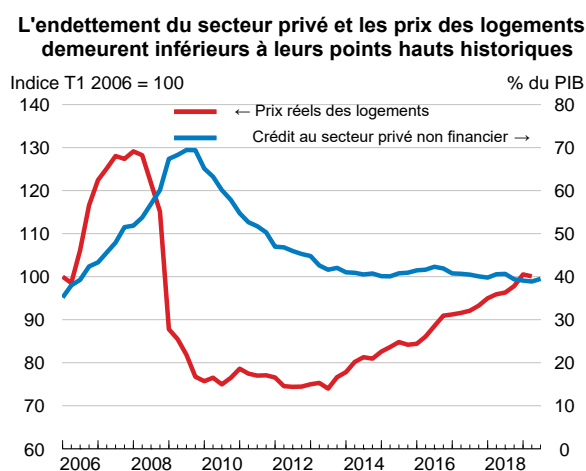
La croissance économique devrait fléchir dans un contexte de situation dégradée des marchés d'exportation et de contraintes de capacité. En outre, un ralentissement du versement des fonds de l'Union européenne (UE) pèsera sur l'investissement. La forte hausse des salaires soutiendra la consommation et réduira les inégalités de revenu, mais constituera une source de tensions sur les prix des services et pourrait nuire à la compétitivité.

Le budget des administrations publiques restera légèrement excédentaire en 2020-21. Une situation budgétaire saine est indispensable pour étayer la mise en œuvre de nouvelles réformes structurelles destinées à répondre aux besoins sociaux et à améliorer les compétences. Ces réformes devraient avoir pour but de réduire l'ampleur des problèmes d'inadéquation des compétences grâce à une amélioration des résultats du système d'enseignement et à des programmes efficaces de recyclage professionnel. Promouvoir le dynamisme des entreprises en allégeant les charges administratives conditionne aussi l'accélération des gains de productivité.

## La croissance a été résiliente

L'activité économique est restée vigoureuse. La consommation privée est toujours soutenue par la hausse rapide des salaires et l'augmentation des transferts sociaux, ainsi que par l'intensification de l'immigration et la progression concomitante de l'emploi. L'investissement s'est renforcé, grâce à l'essor de la construction et à la réalisation accélérée de projets financés par l'UE. Le niveau élevé d'utilisation des capacités a stimulé les dépenses des entreprises. Les exportations ont enregistré une croissance soutenue au premier semestre de cette année, en particulier pour les céréales et les services, mais se sont ensuite essouffées. La confiance des entreprises et leurs anticipations d'exportation se sont dégradées, ce qui laisse augurer un fléchissement de l'activité. L'inflation demeure faible, du fait de la baisse des prix du pétrole, mais la forte augmentation des salaires, plus rapide que la croissance de la productivité, reste une source de tensions sur les prix des services.

## Lituanie



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Banque centrale européenne (BCE).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045715>

## Lituanie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Lituanie</b>	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	38.9	4.2	3.6	3.6	2.5	2.5
Consommation privée	24.5	3.5	3.7	3.7	3.8	3.4
Consommation publique	6.6	-0.3	0.5	1.3	0.7	0.6
Formation brute de capital fixe	7.7	8.2	8.4	7.0	4.4	4.0
Demande intérieure finale	38.9	3.7	4.1	3.9	3.4	3.0
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 0.3	-1.0	-0.8	-1.8	0.2	0.0
Demande intérieure totale	38.6	2.8	3.4	2.0	3.8	3.1
Exportations de biens et services	26.3	13.6	6.3	7.9	2.3	3.7
Importations de biens et services	26.0	11.5	6.0	5.9	3.1	4.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	0.3	1.5	0.4	1.6	-0.5	-0.5
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	4.3	3.3	2.4	2.3	2.2
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	3.7	2.5	2.3	2.2	2.2
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	2.6	1.9	2.2	2.2	2.2
Taux de chômage (% de la population active)	–	7.1	6.1	6.0	5.9	5.9
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	-3.6	-5.1	-4.9	-4.7	-4.6
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	0.5	0.6	0.1	0.1	0.1
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	47.3	41.1	40.3	39.6	39.0
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	39.3	34.1	33.2	32.5	31.9
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	0.5	0.3	1.9	0.7	0.2

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046646>

## Le renforcement des compétences reste une priorité essentielle

Les conditions monétaires restent très accommodantes dans la zone euro. Le coût relativement bas des emprunts et la progression rapide des revenus maintiennent à un niveau record l'activité sur le marché du logement et la hausse des prix y est forte, bien que les évolutions observées soient très contrastées selon les régions. Les crédits au logement ont progressé de 9 % environ au premier semestre. Toutefois, le ratio crédit au secteur privé/PIB et les prix réels des logements étant encore bas par rapport aux niveaux observés par le passé, les risques pour la stabilité financière semblent limités. Les autorités doivent continuer à utiliser de manière préventive les instruments prudentiels pour empêcher l'apparition de déséquilibres.

Le budget de 2020 intègre de nouvelles augmentations des dépenses sociales, notamment des prestations pour enfant à charge, et des hausses de salaires pour les salariés du secteur public dans des domaines tels que l'éducation et la santé. Le surcroît de dépenses dû à ces mesures visant à réduire la pauvreté est en partie compensé par une amélioration de l'administration de l'impôt, marquée notamment par la mise en place d'un système de contrôle en continu des contribuables destiné à empêcher la fraude fiscale, et la hausse de certains impôts, tels que les droits d'accise sur les combustibles, les alcools forts et les produits à base de tabac. Après son assouplissement en 2019, on suppose que l'orientation de la politique budgétaire deviendra globalement neutre en 2020-21. Une situation budgétaire saine est indispensable pour répondre aux besoins sociaux et étayer de nouvelles réformes structurelles dans des



domaines essentiels, comme l'éducation et l'innovation, mais aussi pour conserver un bas niveau d'endettement.

Il est essentiel de renforcer les compétences et de réduire leur inadéquation pour réaliser des progrès en matière de productivité et d'inclusion. De nombreux travailleurs sont surqualifiés pour les emplois qu'ils occupent. Il faut absolument prendre des mesures pour améliorer la qualité de l'enseignement et rendre le système éducatif plus réactif aux besoins du marché du travail. Il faudrait aussi renforcer la formation professionnelle en étoffant sa composante de formation en entreprise et la rendre plus attractive pour les jeunes. La qualité et la pertinence des qualifications dépendent également de l'efficacité des programmes de développement des compétences et de recyclage professionnel, qui favorisent la formation tout au long de la vie tout en améliorant les possibilités d'emploi et l'inclusivité du marché du travail.

### La croissance va ralentir

La croissance du PIB devrait refluer à 2 ½ pour cent en 2020-21, les effets du ralentissement mondial se faisant sentir sur les exportations et la confiance des entreprises. Le ralentissement des versements de fonds de l'Union européenne (UE), dont le rythme reviendra à un niveau normal, freinera aussi l'investissement. Par ailleurs, la demande intérieure subira l'influence de la diminution de la population, qui limitera la croissance de la consommation. Le taux de chômage restera aux alentours de 6 % pendant la période considérée. Le solde migratoire positif a contribué à atténuer les pénuries de main-d'œuvre, mais des contraintes affectant l'offre continueront à s'exercer, et seront aggravées par l'ampleur des problèmes d'inadéquation des compétences. La hausse rapide des salaires maintiendra les prix à un niveau élevé dans le secteur des services. Une croissance plus faible qu'on ne s'y attend chez les principaux partenaires commerciaux de la Lituanie appartenant à l'UE pourrait réduire les exportations et l'investissement, tandis que des déséquilibres plus importants que prévu sur le marché du travail pourraient accélérer l'augmentation des salaires, au détriment de la compétitivité. À l'inverse, la mise en œuvre de réformes structurelles pourrait favoriser une croissance plus vigoureuse de la productivité et de la production.

# Luxembourg

La croissance devrait fléchir, revenant à 2.8 % en 2020 puis à 2.3 % en 2021, dans le contexte d'investissements en demi-teinte et de faiblesses persistantes dans la zone euro, qui pèseront sur le dynamisme des exportations. La croissance robuste de la consommation privée soutiendra la demande intérieure. Le marché du travail, tonique, continuera de créer des emplois, quoiqu'à un rythme moins rapide et principalement pour le bénéfice des travailleurs transfrontaliers. Par conséquent, le taux de chômage ne devrait diminuer que légèrement.

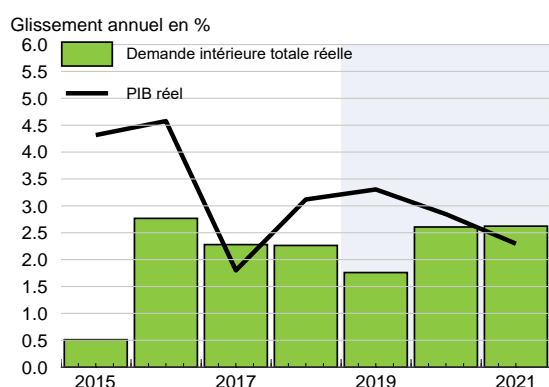
Les finances publiques sont solides et la marge de manœuvre budgétaire est confortable. Il conviendra d'assouplir la politique budgétaire si le ralentissement actuel s'aggrave et fait baisser la croissance largement au-dessous de son taux potentiel. Le parc de logements sociaux et de logements locatifs privés doit être étendu pour rendre l'accès au logement plus équitable et ralentir la croissance des prix des logements. La hausse de l'endettement des ménages crée des fragilités pour certaines familles et certaines banques, d'où la nécessité de mettre en place des outils macroprudentiels ciblés sur les emprunteurs.

## La croissance est davantage soutenue par la demande intérieure

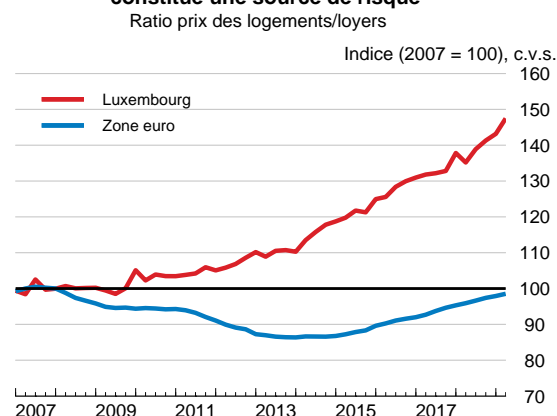
Le PIB a crû à un rythme soutenu au cours du premier semestre de 2019, principalement grâce à l'essor des exportations. Cette progression reflète l'important rebond des activités financières et d'assurance, qui s'explique en partie par un effet de compensation après les résultats très faibles de la fin 2018. La confiance des consommateurs et les ventes au détail restent fermes et devraient continuer de bien résister. Le secteur de la construction est toujours orienté à la hausse. Néanmoins, les enquêtes menées auprès des entreprises commencent à montrer des signes de dégradation des perspectives, qui reflètent le ralentissement de l'activité dans la zone euro. Le taux de chômage a diminué et de plus en plus de données pointent des pénuries de main-d'œuvre qualifiée et des problèmes d'inadéquation des compétences, qui pourraient être synonymes de contraintes de capacités.

## Luxembourg

**La croissance reposera davantage sur la demande intérieure**



**La montée des prix des logements constitue une source de risque**



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045734>

## Luxembourg : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>Luxembourg</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	54.9	1.8	3.1	3.3	2.8	2.3
Consommation privée	16.3	2.2	3.3	2.5	2.8	2.7
Consommation publique	8.7	5.2	3.9	4.4	3.8	3.7
Formation brute de capital fixe	10.0	5.6	-6.1	2.0	1.3	1.3
Demande intérieure finale	35.0	3.9	0.8	2.9	2.7	2.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.5	-1.0	0.9	-0.7	-0.1	0.0
Demande intérieure totale	35.4	2.3	2.3	1.8	2.6	2.6
Exportations de biens et services	116.8	0.7	0.5	1.7	2.9	2.6
Importations de biens et services	97.4	0.7	-0.3	1.0	2.8	2.8
Exportations nettes <sup>1</sup>	19.4	0.4	1.6	1.8	1.3	0.7
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.7	2.5	2.9	1.9	1.7
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	2.1	2.0	1.7	1.7	1.8
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.4	0.9	1.8	1.7	1.8
Taux de chômage (% de la population active)	–	5.9	5.5	5.3	5.3	5.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	16.0	16.0	14.5	13.6	13.2
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	1.4	2.7	2.8	2.9	2.9
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	29.9	29.0	29.0	28.3	27.2
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	22.4	21.0	21.0	20.3	19.2
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	4.9	4.8	5.0	4.6	4.3

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046665>

## Des mesures doivent être prises pour promouvoir la croissance verte et accroître la productivité

Les finances publiques sont solides, avec un excédent budgétaire qui devrait rester proche de 3 % du PIB et un ratio de dette publique brute parmi les plus faibles de la zone OCDE. Après avoir quelque peu réduit l'impôt sur les sociétés et abaissé les taux de TVA appliqués à certains produits en 2019, les autorités devraient maintenir une orientation budgétaire globalement neutre au cours des deux prochaines années. La croissance verte pourrait être soutenue au moyen de mesures budgétaires telles que l'augmentation des taxes sur les carburants, la mise en place de redevances de décongestion à Luxembourg-Ville, l'alourdissement de la fiscalité des véhicules automobiles, et des investissements dans les infrastructures destinées aux véhicules électriques.

La croissance de la productivité marque le pas depuis quelques années. Ce ralentissement est dû notamment aux pénuries de compétences, aux contraintes réglementaires qui pèsent sur certains services professionnels et au manque d'innovation, y compris parmi les entreprises les plus productives. Les politiques du marché du travail devraient comprendre un processus d'examen périodique des besoins professionnels futurs et veiller à ce que l'offre de formations s'adapte à leurs conclusions. Le processus de modernisation de la législation sur les faillites devrait alléger les restrictions en matière de restructurations précoces et développer les possibilités de seconde chance, tout en facilitant la sortie des

entreprises non viables. Les pouvoirs publics devraient également assurer des règles du jeu équitables entre les acteurs de la technologie financière et les intermédiaires financiers traditionnels, en faisant prévaloir une approche de la réglementation des innovations financières fondée sur le risque.

Les prix des logements ont fortement augmenté sous l'effet de la croissance démographique, du taux élevé de formation de nouveaux ménages, des tensions constantes que font peser les travailleurs frontaliers sur la demande et d'une utilisation limitée des terrains disponibles pour la construction. En conséquence, l'accessibilité financière du logement s'est détériorée, en particulier pour les ménages à bas revenu. Pour rendre le marché du logement plus efficace et inclusif, il y aura lieu de mettre en œuvre une panoplie de mesures permettant d'alléger les restrictions liées à l'offre, ainsi que des politiques visant à accroître la neutralité vis-à-vis du mode d'occupation des logements et des mesures de soutien budgétaire mieux ciblées.

### **La croissance va ralentir mais restera robuste**

La croissance devait faiblir mais se maintenir à un niveau confortable, supérieur à 2 % en 2020 et 2021. La croissance de l'investissement devrait s'orienter à la baisse, et après les solides résultats enregistrés au début de 2019, les exportations devraient s'infléchir et voir leur contribution au PIB reculer à des niveaux modestes par rapport au passé. Dans le contexte d'un marché du travail tonique, la vigueur de la consommation privée contribuera à soutenir l'activité économique.

Les risques de divergence par rapport aux prévisions sont orientés à la baisse et tiennent notamment à la croissance plus faible que prévu dans la zone euro et à l'échelle mondiale et aux incertitudes entourant le Brexit, même si, à moyen terme, le Luxembourg pourrait bénéficier d'une relocalisation de certaines activités de services financiers actuellement basées au Royaume-Uni. Le secteur financier devrait rester rentable, mais l'accentuation de la volatilité des marchés financiers du globe pourrait accélérer le repli des marchés d'actions mondiaux et, par suite, le déclin des actifs nets sous gestion auprès des fonds d'investissement.

# Mexique

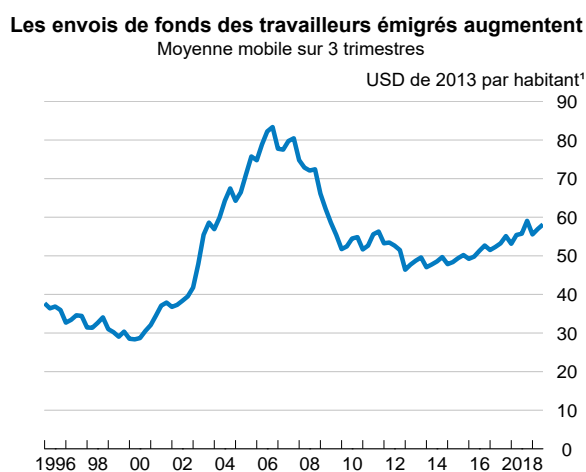
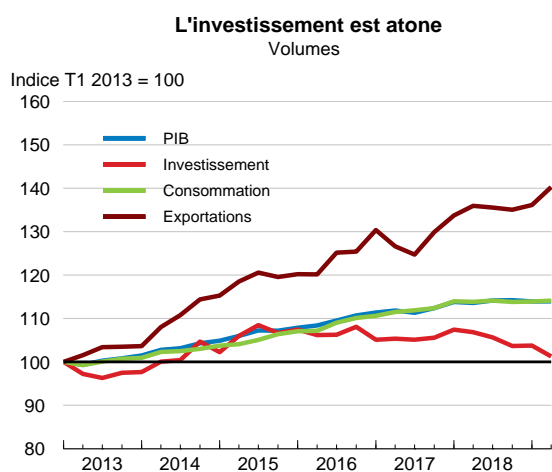
La croissance s'accéléra progressivement, les importants envois de fonds des travailleurs émigrés, les hausses du salaire minimum et le recul de l'inflation stimulant la consommation. L'investissement a diminué, mais se renforcera peu à peu sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt. La progression des exportations ralentira du fait de la dégradation de la situation extérieure, en particulier aux États-Unis. L'activité informelle reste généralisée et les inégalités entre régions sont fortes.

La politique monétaire prendra de manière appropriée une orientation plus accommodante, compte tenu de la modération de l'inflation et du volant actuel de ressources inemployées dans l'économie. La politique budgétaire devra rester prudente afin qu'il soit possible de stabiliser la dette publique. Une amélioration sensible de la productivité passe par une intensification de la concurrence et des efforts constants pour renforcer l'État de droit et faire reculer la criminalité. Augmenter le taux d'activité des femmes, qui est faible, en améliorant l'accès au système d'éducation des jeunes enfants, favoriserait grandement la croissance et l'inclusion.

## L'activité économique a ralenti

Les tensions commerciales et l'incertitude liée à l'action publique ont entamé la confiance des entreprises et freiné l'investissement. L'activité est faible dans l'industrie et l'agriculture, tandis que les services continuent de mieux résister. Du fait de la baisse des prix des combustibles, l'inflation diminue, ce qui est bénéfique pour le pouvoir d'achat et à la consommation privée. La consommation publique est affaiblie par la limitation persistante des dépenses de l'administration fédérale. La création d'emplois dans le secteur formel a chuté, et le chômage s'est légèrement élevé. Le déficit des paiements courants s'est réduit parallèlement au ralentissement de la demande intérieure.

## Mexique



1. À partir du 1<sup>er</sup> trimestre de 2019, les données sur la population sont des prévisions.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Statistiques de population de l'OCDE ; et Banque du Mexique.

## Mexique : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de MXN	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2013)				
<b>Mexique</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	20 118.1	2.1	2.0	0.2	1.2	1.6
Consommation privée	13 188.7	3.2	2.2	0.6	2.1	2.5
Consommation publique	2 417.6	0.5	1.4	-0.8	0.9	0.8
Formation brute de capital fixe	4 612.4	-1.6	0.6	-3.5	1.4	2.1
Demande intérieure finale	20 218.7	1.8	1.7	-0.5	1.8	2.2
Variation des stocks <sup>1</sup>	296.6	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0
Demande intérieure totale	20 515.3	1.7	1.8	-0.7	1.7	2.2
Exportations de biens et services	7 456.4	4.2	5.7	3.7	3.7	3.0
Importations de biens et services	7 853.6	6.4	6.2	0.3	4.6	4.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 397.2	-0.7	-0.2	1.2	-0.3	-0.5
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	6.6	5.3	3.5	2.7	2.7
Indice des prix à la consommation	—	6.0	4.9	3.5	2.7	2.7
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	4.7	3.8	3.6	2.9	2.7
Taux de chômage <sup>3</sup> (% de la population active)	—	3.4	3.3	3.5	3.4	3.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-1.7	-1.8	-0.7	-1.1	-1.6

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice de prix à la consommation à l'exclusion des produits volatils : agriculture, énergie et tarifications approuvées par les différents niveaux gouvernementaux.

3. Données établies sur la base de l'enquête nationale sur l'emploi.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046684>

## Des réformes sont nécessaires pour favoriser une croissance plus inclusive

La politique monétaire deviendra à juste titre plus accommodante, l'inflation étant inférieure à l'objectif de 3 % et le sous-emploi des ressources économiques s'accroissant. La politique budgétaire restera prudente et visera un excédent primaire de 1.0 % du PIB cette année et de 0.7 % en 2020. Cela correspond à un juste équilibre entre la nécessité de stabiliser la dette et celle de préserver les dépenses sociales. Accroître les rentrées d'impôts, en renforçant l'administration fiscale et en supprimant les exonérations à caractère régressif, permettrait de disposer de marges de manœuvre supplémentaires pour financer les investissements en infrastructures et les dépenses sociales. La mise en place d'un conseil budgétaire indépendant renforcerait le cadre budgétaire tout en améliorant la transparence et l'obligation de rendre des comptes.

Une croissance plus forte et plus inclusive exige des réformes permettant d'améliorer sensiblement la productivité. Continuer de lutter contre la corruption, par exemple en renforçant la protection des lanceurs d'alerte, contribuerait à renforcer l'investissement ainsi que l'efficacité du secteur public. Il faut absolument accélérer la mise en œuvre des réformes dans des domaines clés de l'action publique, notamment la réforme du système judiciaire, pour améliorer l'environnement des entreprises et renforcer l'investissement et la croissance. Doter les autorités de la concurrence et les instances de régulation sectorielles de moyens leur permettant d'exercer leur mission contribuerait à rehausser la productivité et à réduire les prix, ce qui bénéficierait en particulier aux ménages à bas revenu.

L'activité informelle a légèrement diminué, mais représente encore 60 % de l'emploi. Cette situation appelle des mesures supplémentaires et coordonnées, comme l'allégement des cotisations de sécurité sociale pour les travailleurs faiblement rémunérés ou la simplification des procédures d'immatriculation des sociétés. Un renforcement quantitatif et qualitatif du système d'éducation des jeunes enfants se traduirait par une amélioration des résultats scolaires et permettrait à davantage de femmes d'exercer une activité rémunérée. Réduire encore les doubles emplois entre programmes sociaux offrirait la possibilité d'élargir leur champ d'application.

### **La croissance devrait se renforcer modestement**

L'économie devrait se redresser progressivement en 2020 et enregistrer une croissance de 1.6 % en 2021. La consommation, portée par la hausse des salaires et le dynamisme des envois de fonds de travailleurs émigrés, sera un facteur déterminant de la croissance. La baisse des taux d'intérêt favorisera une augmentation progressive de l'investissement. Parmi les risques à la hausse figure l'éventualité de résultats meilleurs que prévu dans le secteur pétrolier, la production se concentrant sur l'exploitation de gisements à haut rendement. Le secteur de la construction pourrait aussi réserver de bonnes surprises, après la suppression récente de certaines restrictions sur des sites constructibles à Mexico. S'agissant des risques à la baisse, une aggravation des tensions commerciales avec les États-Unis et de nouveaux épisodes de volatilité financière dans les économies de marché émergentes pourraient alourdir le coût du financement de la dette.

# Norvège

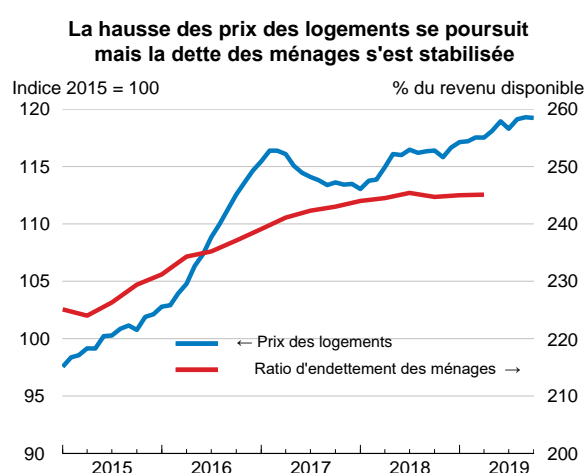
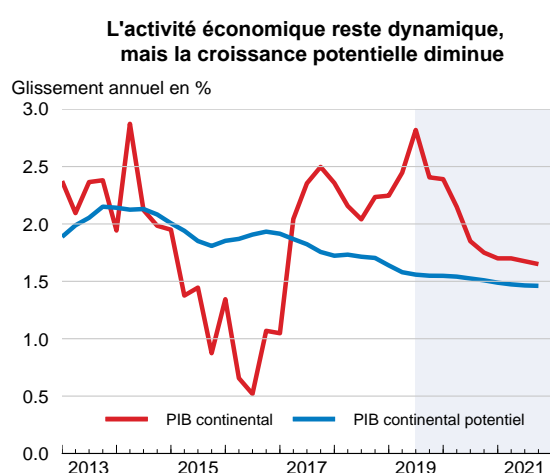
La croissance du PIB continental a été solide, mais elle ralentira sous l'effet de l'accentuation des contraintes de capacité ainsi que d'une moindre progression des exportations et de l'investissement. Les tensions sur les prix s'atténueront et la hausse de l'emploi se modérera.

En raison du tassement de la croissance, la Norges Bank a indiqué à juste titre que le taux d'intérêt directeur ne changerait sans doute pas après les récentes hausses. La neutralité de la politique budgétaire est également judicieuse, car la croissance devrait rester supérieure au potentiel. Toutefois, les autorités doivent absolument rester vigilantes à l'égard des risques liés aux prix du pétrole, à la dégradation des perspectives mondiales et, sur le plan national, au marché du logement et aux emprunts immobiliers. Il faudrait que la politique structurelle s'attache à améliorer les perspectives de croissance à long terme, notamment en faisant augmenter l'emploi dans certaines catégories sociales et en rendant les dépenses du secteur public plus efficaces.

## La croissance économique reste solide

La croissance de la production continentale (c'est-à-dire excluant le gaz et le pétrole) a été solide au cours des derniers trimestres, dépassant encore le potentiel. La croissance globale de la production a bénéficié du rebond continu de l'investissement dans le secteur pétrolier et de la reprise de l'investissement en logements. En revanche, les exportations non pétrolières ont récemment ralenti. La hausse de la consommation des ménages s'est quelque peu repliée, en partie à cause d'une décélération dans la progression des revenus. La hausse des salaires continue à redresser la tête, mais celle de l'emploi a légèrement marqué le pas selon les enquêtes sur la population active. Le chômage poursuit sa baisse. L'inflation s'est modérée pour approcher l'objectif de 2 %, car les effets de la dépréciation du taux de change s'estompent.

## Norvège



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Statistics Norway ; et Real Estate Norway (Eiendom Norge).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045810>



## Norvège : Demande, production et prix

Norvège	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de NOK	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2017)				
<b>PIB continental aux prix du marché<sup>1</sup></b>	2 691.6	2.0	2.2	2.5	2.0	1.7
<b>PIB total aux prix du marché</b>	3 098.1	2.3	1.3	1.1	2.4	2.3
Consommation privée	1 411.4	2.2	1.9	1.8	1.9	1.9
Consommation publique	754.7	1.9	1.4	2.2	1.9	1.8
Formation brute de capital fixe	780.8	2.6	2.8	4.3	3.3	2.1
Demande intérieure finale	2 946.9	2.3	2.0	2.6	2.3	1.9
Variation des stocks <sup>2</sup>	89.9	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0
Demande intérieure totale	3 036.8	2.4	2.1	2.4	2.1	1.9
Exportations de biens et services	1 098.6	1.7	-0.2	1.6	2.6	3.1
Importations de biens et services	1 037.3	1.9	1.9	5.4	1.9	2.0
Exportations nettes <sup>2</sup>	61.3	0.0	-0.7	-1.2	0.3	0.5
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	4.0	5.8	-0.6	1.5	2.2
Indice des prix à la consommation	–	1.9	2.7	2.3	2.0	2.2
IPC sous-jacent <sup>3</sup>	–	1.7	1.2	2.5	2.0	2.2
Taux de chômage (% de la population active)	–	4.2	3.8	3.4	3.2	3.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	6.7	6.5	6.7	6.8	7.0
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	5.0	8.1	8.8	9.1	9.0
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	44.9	45.7	38.2	..	..
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	4.7	7.2	4.2	4.3	4.8

1. PIB non compris le pétrole et la marine marchande.

2. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

3. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046741>

Les prix des logements poursuivent leur hausse après la correction de la fin 2017, mais à un rythme encore modéré. Les stocks de logements invendus restent élevés et les délais de vente s'allongent, ce qui pourrait être le signe annonciateur d'une nouvelle correction. Le ratio dette/revenu des ménages reste élevé, mais stable.

## Une politique budgétaire globalement neutre est appropriée

Le projet de budget pour 2020 maintient pour l'essentiel la neutralité en vigueur depuis 2017, tout en envisageant une légère contraction entre 2019 et 2020. Cette orientation correspond bien à la poursuite d'une croissance de la production supérieure au potentiel. Les déficits resteront en deçà de la valeur cible de référence (la « trajectoire des 3 % »). En tant que telle, l'orientation budgétaire constitue également une interprétation prudente souhaitable de la règle budgétaire selon laquelle le déficit structurel tendanciel doit être égal à 3 % des avoirs du fonds souverain pétrolier (le « Fonds de pension international de l'État »). Selon les attentes, la Norges Bank devrait maintenir les taux d'intérêt à leur niveau actuel, après les avoir relevés à quatre reprises depuis septembre 2018.

Il faut que la politique structurelle contribue à inverser la tendance au ralentissement de la croissance potentielle, tout en veillant à ce que la trajectoire économique permette de respecter les objectifs relatifs au changement climatique et que l'inclusion continue à figurer au premier rang de ses priorités. Les

problèmes d'offre de main-d'œuvre et de compétences, notamment le nombre élevé de congés maladie et de demandeurs d'allocations d'invalidité, sont traités par une commission nommée par le gouvernement. Il est important de s'employer à y remédier, du point de vue de l'inclusion économique et de l'offre de main-d'œuvre. En vertu des politiques actuellement menées, les mesures programmées pour réduire les émissions intérieures hors système européen de quotas d'émission (SEQE-UE) devront être associées à des achats de crédits hors SEQE auprès de pays de l'UE pour que les objectifs puissent être atteints. La politique structurelle doit aussi contribuer à ce que les budgets restent conformes aux objectifs ; pour y parvenir, il faudrait prêter davantage attention à l'efficacité de la dépense publique.

### **La croissance de la production continentale ralentira et les risques restent élevés**

Selon les prévisions, la croissance de la production continentale devrait se replier à 1.7% en 2021, surtout du fait de la fin du redressement de l'investissement pétrolier ainsi que d'une progression moins rapide des exportations et de la consommation des ménages. Néanmoins, l'utilisation des capacités restera élevée et le taux de chômage bas. La hausse des prix à la consommation s'accélérera progressivement.

Les risques sont plutôt orientés à la baisse par rapport aux prévisions. Une dégradation des perspectives de l'économie mondiale, particulièrement en Europe, pourrait accentuer le ralentissement des exportations non pétrolières. En outre, une correction appréciable du marché du logement et les éventuelles conséquences négatives du montant élevé du crédit aux ménages restent des risques importants, en particulier pour la consommation des ménages. La grande incertitude qui persiste à propos des prix du pétrole constitue une source de risques de divergence aussi bien à la hausse qu'à la baisse par rapport aux prévisions. La réduction sensible des coûts dans ce secteur a renforcé la résilience.

# Nouvelle-Zélande

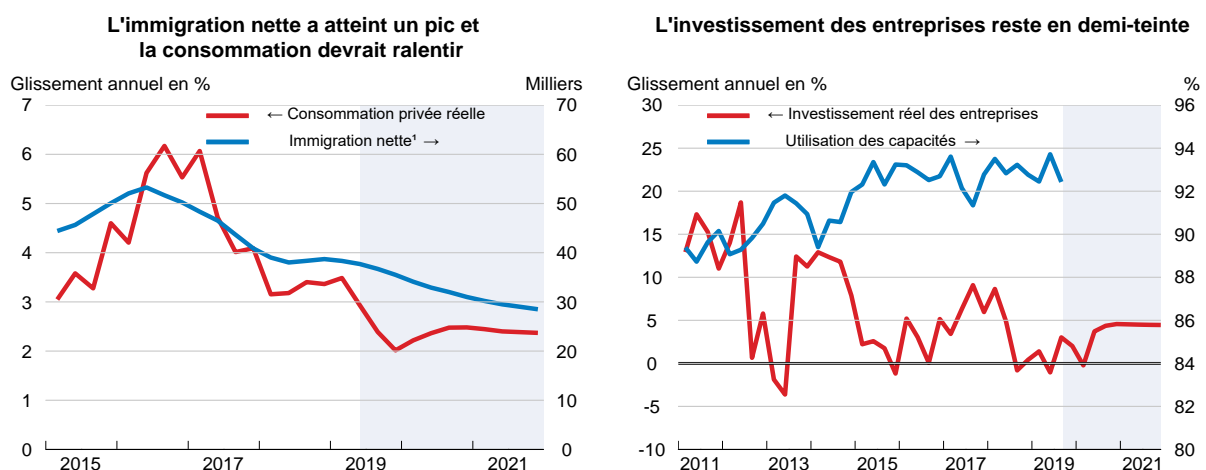
La croissance devrait demeurer aux alentours de 2 ½ pour cent en 2020-21. Les exportations devraient ralentir et la consommation va se modérer, du fait d'une baisse de l'immigration nette et de la diminution des gains de patrimoine résidentiel. Cela dit, l'investissement des entreprises devrait se raffermir, compte tenu de la hausse des coûts de main-d'œuvre et de la diminution du coût du capital, atténuant du même coup les fortes contraintes de capacité.

L'orientation de la politique budgétaire, qui est actuellement expansionniste, deviendra quasiment neutre en 2020 et restrictive en 2021. La banque centrale a récemment réduit le taux directeur de 50 points de base pour le ramener à 1 %, et devrait sans doute procéder à deux autres baisses de 25 points de base d'ici à la mi 2020, nécessaires pour rapprocher l'inflation au point médian de la fourchette retenue comme objectif. Elle prévoit aussi de revoir sensiblement à la hausse les exigences de fonds propres des banques, ce qui atténuerait les risques mais ferait augmenter le coût du crédit.

## La croissance économique est stable

La croissance économique a fléchi pour s'établir aux alentours de 2 ½ pour cent. La consommation des ménages se modère en raison de la baisse de l'immigration nette et de la diminution des gains de patrimoine résidentiel. En dépit du point haut historique atteint par le taux d'utilisation des capacités et du faible coût du capital, l'investissement des entreprises reste atone, leur confiance ayant été entamée par l'accentuation de l'incertitude relative à la situation économique mondiale, ainsi que par des préoccupations concernant la politique du gouvernement, les ressources en main-d'œuvre disponibles et leur coût, et l'étroitesse des marges bénéficiaires. Toutefois, l'investissement résidentiel a beaucoup augmenté, ce qui a contribué à réduire les pénuries de logements. Les prix des produits de base exportés par la Nouvelle-Zélande restent élevés par rapport aux tendances antérieures, ce qui soutient les revenus et l'activité économique.

## Nouvelle-Zélande



1. Prévisions de la RBNZ. Les données relatives à l'immigration nette se rapportent aux migrants d'âge actif (âgés de 15 ans ou plus).  
Source : Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (RBNZ, Reserve Bank of New Zealand) (2019), Monetary Policy Statement, Août ; Institut néo-zélandais de recherche économique (NZIER, New Zealand Institute of Economic Research) (2019), Capacity Utilisation, Business Opinion ; et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045791>

## Nouvelle-Zélande : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de NZD	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2009/2010)				
<b>Nouvelle-Zélande</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	265.9	2.7	2.8	2.7	2.5	2.4
Consommation privée	153.0	4.7	3.3	2.7	2.4	2.4
Consommation publique	48.1	2.8	2.2	2.9	3.5	2.2
Formation brute de capital fixe	61.1	3.5	3.6	3.0	3.0	3.5
Demande intérieure finale	262.2	4.1	3.2	2.8	2.7	2.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.8	-0.1	0.5	-0.7	0.3	0.0
Demande intérieure totale	263.1	3.9	3.7	2.1	3.0	2.6
Exportations de biens et services	71.1	2.3	2.6	2.8	1.6	2.3
Importations de biens et services	68.2	6.9	5.8	1.0	3.3	3.1
Exportations nettes <sup>1</sup>	2.9	-1.2	-0.8	0.5	-0.5	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	3.5	1.1	2.1	2.2	2.0
Indice des prix à la consommation	–	1.9	1.6	1.5	1.9	1.9
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.4	1.2	1.8	1.9	1.9
Taux de chômage (% de la population active)	–	4.7	4.3	4.1	4.2	4.3
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	-1.4	-1.0	-0.7	-0.6	-0.4
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	1.1	0.9	0.4	0.3	0.8
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	36.0	34.5	32.7	32.5	31.8
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	-2.7	-3.9	-3.2	-3.3	-3.4

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046722>

Le marché du travail est tendu, le taux de chômage étant inférieur à son niveau structurel estimé et la progression des salaires s'accéléralant légèrement, ce qui est en partie imputable aux relèvements programmés du taux de salaire minimum, qui devrait atteindre 20 NZD de l'heure en 2021, faisant de la Nouvelle-Zélande un des pays de l'OCDE où le salaire minimum mesuré en proportion du salaire médian est le plus élevé. L'inflation reste légèrement inférieure au point médian de la fourchette retenue comme objectif par la Banque de réserve.

## La politique monétaire est expansionniste, mais la politique budgétaire va prendre une orientation restrictive

La politique budgétaire sera légèrement expansionniste en 2020, compte tenu des effets retardés du recul estimé (de ½ point de PIB) de l'excédent primaire sous-jacent des administrations publiques en 2019, et devrait prendre une orientation restrictive en 2021, ce même excédent primaire sous-jacent augmentant de ½ point de PIB. Certaines hausses de dépenses programmées pour l'exercice 2019/20 (clos le 30 juin) pourraient être différées en raison de contraintes de capacité, notamment dans les infrastructures, ce qui reportera la relance. Le resserrement budgétaire de 2021 résultera d'un accroissement des recettes fiscales. La politique monétaire devrait devenir plus accommodante d'ici à la mi-2020, sachant que l'on s'attend à deux nouvelles baisses de 25 points de base du taux directeur, qui s'établit actuellement à un point bas historique de 1 %. Toutefois, le relèvement programmé du ratio de fonds propres de base imposé aux banques risque de restreindre l'accès au crédit.

Si de nouvelles mesures de relance se révèlent nécessaires, la Nouvelle Zélande pourra tout à fait actionner les leviers budgétaires, dans la mesure où le budget des administrations publiques est excédentaire et leur endettement faible. L'approche de la budgétisation axée sur le bien-être, adoptée pour la première fois pour l'exercice 2019/20, pourrait améliorer l'efficacité des dépenses ou des allègements fiscaux supplémentaires en termes de gains de bien-être. Le renforcement de ce dernier et de la demande agrégée pourrait être favorisé par des réformes destinées à réduire les obstacles à l'augmentation de l'offre de logements neufs, notamment ceux qui découlent de règles d'urbanisme inutilement restrictives et complexes ainsi que de contre-incitations financières qui dissuadent les collectivités locales de mettre en place les infrastructures liées aux logements.

### La croissance économique restera régulière

La croissance du PIB devrait demeurer aux alentours de 2 ½ pour cent en 2020-21. Même si l'immigration nette et les exportations devraient ralentir, et la politique budgétaire prendre une orientation légèrement restrictive, l'investissement des entreprises devrait s'accroître, compte tenu de la montée des coûts salariaux et de la poursuite de la baisse du coût du capital. Le taux de chômage devrait rester proche de son bas niveau actuel. La hausse du coût du travail va entraîner une accélération progressive de l'inflation. Une dégradation de la situation économique mondiale plus marquée que prévu constitue un risque majeur de divergence à la baisse par rapport aux prévisions ; elle réduirait en effet la progression des exportations et de l'investissement des entreprises. Dans ce scénario, les prix des exportations néo-zélandaises de produits de base pourraient aussi baisser, ce qui pèserait sur les revenus et la croissance de la production. En revanche, si l'immigration nette diminue moins qu'on le suppose, cela favorisera une croissance plus vigoureuse.

# Pays-Bas

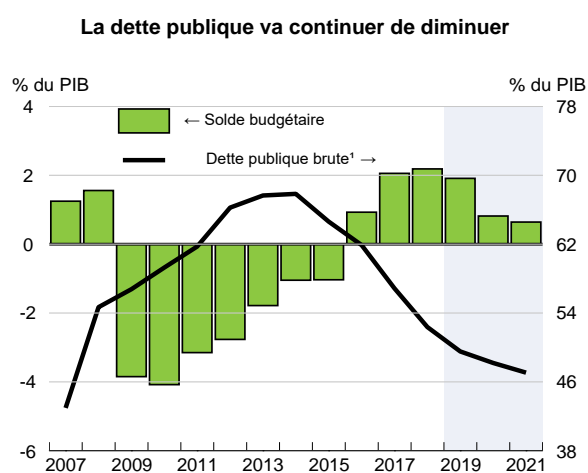
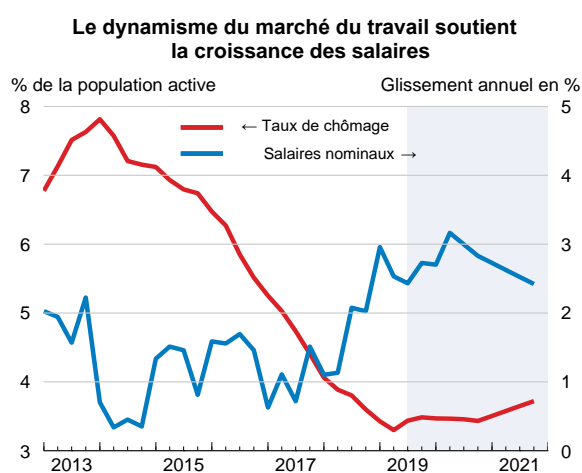
Après avoir fléchi en 2019 à cause du ralentissement des échanges mondiaux, la croissance devrait être renforcée en 2020 par un train important de mesures de relance budgétaire. Le marché du travail restera dynamique, le taux de chômage étant bas et la croissance des salaires vigoureuse.

L'impulsion budgétaire programmée freinera le recul de la dette publique exprimée en pourcentage du PIB. Les autorités conservent des marges de manœuvre budgétaires pour intervenir si l'environnement international devait se dégrader encore, en particulier en cas de perturbations liées au retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (« Brexit »). Réduire la différence de traitement fiscal entre les salariés réguliers et les travailleurs indépendants améliorerait l'inclusion.

## La faiblesse de la demande extérieure pèse sur la croissance

L'atonie de la demande extérieure, surtout celle de l'Allemagne, freine la progression des exportations et a légèrement réduit l'excédent des paiements courants. En revanche, la croissance de l'investissement des entreprises s'est redressée. La consommation privée s'est caractérisée par une solidité largement imputable au bas niveau du chômage et à la forte croissance des salaires. Cela dit, la confiance des consommateurs et des entreprises demeure faible. L'inflation a diminué, les effets de la hausse antérieure de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) s'étant estompés. La situation tendue du marché du logement a tiré les prix vers le haut, et la construction résidentielle s'est ralentie.

## Pays-Bas



1. Définition de Maastricht.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045772>

## Pays-Bas : Demande, production et prix

Pays-Bas	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	708.3	3.0	2.5	1.7	1.8	1.6
Consommation privée	316.1	2.2	2.3	1.4	1.8	1.5
Consommation publique	174.9	0.9	1.6	1.3	2.5	2.0
Formation brute de capital fixe	141.8	4.3	3.2	5.0	1.7	1.6
Demande intérieure finale	632.8	2.3	2.3	2.2	2.0	1.7
Variation des stocks <sup>1</sup>	3.4	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
Demande intérieure totale	636.2	2.4	2.1	2.3	2.0	1.6
Exportations de biens et services	562.8	6.7	3.7	2.4	2.7	2.1
Importations de biens et services	490.7	6.4	3.2	3.2	3.1	2.3
Exportations nettes <sup>1</sup>	72.1	0.9	0.7	-0.3	0.0	0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.2	2.2	2.8	1.4	1.3
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	1.3	1.6	2.7	1.8	1.5
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	0.8	1.0	1.9	1.8	1.5
Taux de chômage (% de la population active)	–	4.9	3.8	3.4	3.5	3.6
Taux d'épargne nette des ménages <sup>3</sup> (% du revenu disponible)	–	8.8	8.4	7.8	8.0	8.1
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	1.3	1.5	1.3	0.4	0.3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	70.8	65.6	62.8	61.4	60.3
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	56.9	52.4	49.5	48.2	47.1
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	10.8	10.9	8.8	8.8	8.8

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

3. Incluant l'épargne à l'assurance vie et aux régimes de retraite.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046703>

## La politique budgétaire soutiendra l'activité économique

La politique budgétaire a pris une orientation expansionniste. Le budget de 2020 prévoit une réduction de l'impôt sur le revenu et une augmentation du crédit d'impôt sur les revenus du travail. Des dépenses publiques supplémentaires seront affectées au renforcement de l'offre de logements abordables et de la protection sociale. Les mesures de relance budgétaire représentent environ 1 point de PIB et l'on estime qu'elles rehausseront le taux de croissance de 0.6 point de pourcentage en 2020. Cette orientation budgétaire est appropriée compte tenu du ralentissement de l'activité économique, de la solidité des finances publiques, de la trajectoire favorable de la dette et du faible coût de son financement. Une politique budgétaire active permettra de soutenir la demande et de réduire l'excédent des paiements courants. Il faudrait envisager de nouvelles mesures en cas de perturbations liées au Brexit.

Le coût de financement de l'État étant proche de son point bas historique, un fonds d'investissement, tel que celui dont la création est proposée par le gouvernement, pourrait contribuer à renforcer la capacité de l'économie de relever les défis à venir liés à la transformation numérique, au changement climatique et au vieillissement de la population. Malgré les récents progrès accomplis en matière de réduction du dualisme du marché du travail, de nouvelles réformes, en particulier du système fiscal et des cotisations de sécurité sociale, s'imposent pour placer sur un pied d'égalité les travailleurs indépendants et salariés.

## La dégradation des échanges et le Brexit font peser des risques sur la croissance

La croissance du PIB devrait s'accélérer légèrement pour s'établir à 1.8 % en 2020, puis refluer à 1.6 % en 2021. En 2020, la demande sera surtout soutenue par la consommation privée et la forte relance budgétaire. Une décélération plus marquée que prévu des principaux marchés d'exportation, notamment l'Allemagne, constitue un risque à la baisse. Les Pays-Bas restent vulnérables à l'incertitude persistante qui entoure le Brexit. En outre, le niveau élevé des prix des logements et de l'endettement des ménages représente un risque pour la stabilité financière. Des mesures ont été prises récemment pour faire baisser la dette des ménages, en particulier la réduction de la déductibilité fiscale des intérêts d'emprunt hypothécaire, mais il faut aller plus loin et surveiller les risques financiers. À l'inverse, la croissance pourrait être plus forte que prévu en cas d'amélioration plus marquée qu'on ne l'anticipe de la confiance des entreprises.



# Pologne

La croissance économique restera vigoureuse, mais reviendra à 3.8 % en 2020 et à 3 % en 2021. L'investissement privé et public s'essouffera, et la faible croissance du commerce mondial freinera les exportations. La hausse de la consommation privée fléchira progressivement à mesure que les effets des nouveaux transferts sociaux et des baisses d'impôts s'estomperont. La diminution des gains d'emploi et la décreue régulière de la population active conduiront à un reflux progressif du chômage.

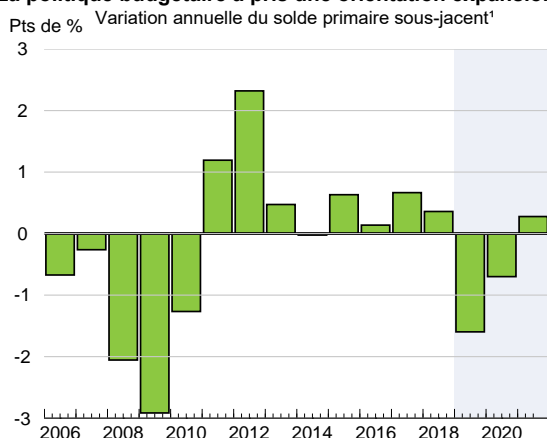
L'orientation de la politique budgétaire est procyclique et restera expansionniste en 2020. Cette stratégie aidera à compenser l'impact des faiblesses de l'environnement mondial en 2020, mais le train de mesures d'assouplissement budgétaire pourrait être composé de façon à mieux accompagner le traitement des questions à long terme. Selon les prévisions, la banque centrale devrait laisser son taux directeur inchangé, se concentrant ainsi moins sur les perspectives d'inflation à moyen terme que sur celles d'une décélération de la croissance. Des mesures structurelles devront être prises pour soutenir l'emploi des seniors et des femmes, favoriser l'intégration des immigrants sur le marché du travail et assurer un développement respectueux de l'environnement.

## La demande intérieure tire la croissance

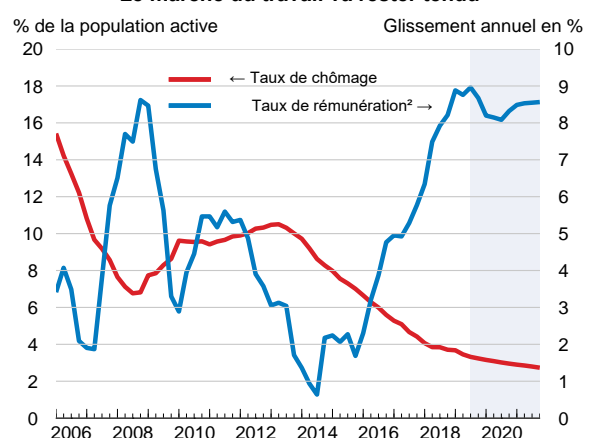
La croissance du PIB a ralenti en 2019, après avoir culminé, après la crise, à 5.1 % en 2018. La demande intérieure est restée soutenue, portée par la consommation privée et par l'investissement. La consommation privée est ferme en raison d'un marché du travail en plein essor, et l'investissement a bénéficié des décaissements rapides des fonds de l'UE et de conditions financières qui demeurent accommodantes. Toutefois, le ralentissement observé dans la zone euro a déjà entamé la croissance des exportations. Les gains d'emploi et la contraction de la population active ont abouti à un taux de chômage historiquement bas et à des pénuries de main-d'œuvre allant croissant. Par conséquent, la hausse des coûts de main-d'œuvre continue de tirer l'inflation à la hausse.

## Pologne

### La politique budgétaire a pris une orientation expansionniste



### Le marché du travail va rester tendu



1. Mesuré en pourcentage du PIB potentiel.

2. Moyenne mobile sur quatre trimestres.

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

## Pologne : Demande, production et prix

Pologne	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de PLN	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 861.1	4.9	5.1	4.3	3.8	3.0
Consommation privée	1 088.4	4.5	4.2	4.2	4.7	3.8
Consommation publique	333.1	2.9	3.6	3.9	4.4	3.4
Formation brute de capital fixe	335.0	4.0	8.9	8.6	4.6	3.3
Demande intérieure finale	1 756.5	4.1	5.0	5.0	4.6	3.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	29.5	0.8	0.4	-0.5	0.1	0.0
Demande intérieure totale	1 786.0	4.9	5.3	4.4	4.6	3.6
Exportations de biens et services	971.4	9.5	7.0	4.5	3.0	3.2
Importations de biens et services	896.3	9.8	7.6	4.7	4.2	4.3
Exportations nettes <sup>1</sup>	75.1	0.3	0.0	0.1	-0.5	-0.5
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.9	1.1	3.0	3.0	2.9
Indice des prix à la consommation	–	2.1	1.8	2.3	2.9	2.8
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	0.7	0.8	1.9	2.5	2.8
Taux de chômage (% de la population active)	–	4.9	3.9	3.4	3.1	2.8
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	0.4	0.3	1.4	1.9	1.5
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-1.5	-0.2	-1.2	-0.6	-1.4
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	50.6	48.9	47.4	45.6	45.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	0.0	-1.0	-0.1	-0.6	-0.9

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046760>

## Des réformes structurelles contribueraient à accélérer la croissance à long terme

En dépit d'une croissance dynamique, la conduite d'une politique budgétaire fortement expansionniste en 2019 et 2020 portera le déficit des finances publiques de 0.2 % du PIB en 2018 à 1.4 % du PIB en 2021. En 2020, l'extension du régime des prestations familiales, la revalorisation des retraites et la progression des salaires du secteur public stimuleront les dépenses publiques et la demande intérieure. Toutefois, des recettes temporaires, résultant notamment d'une nouvelle modification du système de retraite et s'établissant à quelque 0.7 % du PIB en 2020 et 2021, contribueront à contenir le déficit. Une orientation plus restrictive de l'action budgétaire serait indiquée pour résister, à moyen terme, aux tensions croissantes exercées sur les dépenses du fait du vieillissement.

La politique monétaire a été accommodante à juste titre, compte tenu du caractère modéré des tensions inflationnistes. Pourtant, la progression des salaires devrait rester ferme, sous l'effet d'un durcissement des contraintes de capacités, d'une revalorisation régulière du salaire minimum et des hausses de rémunérations dans le secteur public. L'augmentation des coûts de main-d'œuvre et les hausses des prix de l'énergie et des droits sur le tabac feront grimper les prix en 2020-21. La banque centrale devrait maintenir constant son taux directeur au cours des deux prochaines années, mais amorcer plus tôt un durcissement des taux d'intérêt contribuerait à contenir les tensions inflationnistes.

Des réformes structurelles doperaient la croissance à moyen terme en luttant contre la baisse de la population active et la faiblesse de la productivité. Faciliter l'accès à des services de qualité pour l'accueil des jeunes enfants permettrait de concilier plus aisément vie professionnelle et vie de famille, et d'améliorer les perspectives offertes aux femmes sur le marché du travail ainsi qu'aux enfants issus de milieux défavorisés. La forte immigration en provenance des pays voisins d'Europe de l'Est atténue les pénuries de main-d'œuvre, mais la mise en place de politiques intégrées de suivi et d'intégration constituerait une aide pour attirer et garder sur le territoire les migrants qualifiés. Les enjeux du changement démographique pourraient par ailleurs être abordés en encourageant l'allongement de la vie active et en harmonisant l'âge de départ à la retraite entre hommes et femmes. Enfin, des politiques prévisibles et porteuses d'une vision à long terme du changement climatique, ainsi que des incitations fiscales appropriées, s'imposent pour améliorer les résultats en termes d'environnement et de santé.

### **La croissance va fléchir progressivement**

La croissance de l'activité devrait être modérée. La progression de l'investissement ralentira en raison d'une moindre capacité d'absorption des fonds de l'UE et de perspectives moins favorables en matière d'exportations. La croissance de la consommation privée résistera temporairement en raison d'une augmentation des transferts sociaux et des salaires. La croissance des importations devrait être plus rapide que celle des exportations, et le déficit des paiements courants se creusera. La recrudescence des tensions commerciales et les incertitudes persistantes concernant l'issue du Brexit risquent de peser encore sur la progression des exportations et de l'investissement privé. Un repli éventuel des entrées de travailleurs étrangers pourrait provoquer des pénuries de main-d'œuvre et brider la croissance. Inversement, une augmentation des salaires plus rapide que prévu et un raffermissement de la confiance des ménages pourraient stimuler la consommation privée.

# Portugal

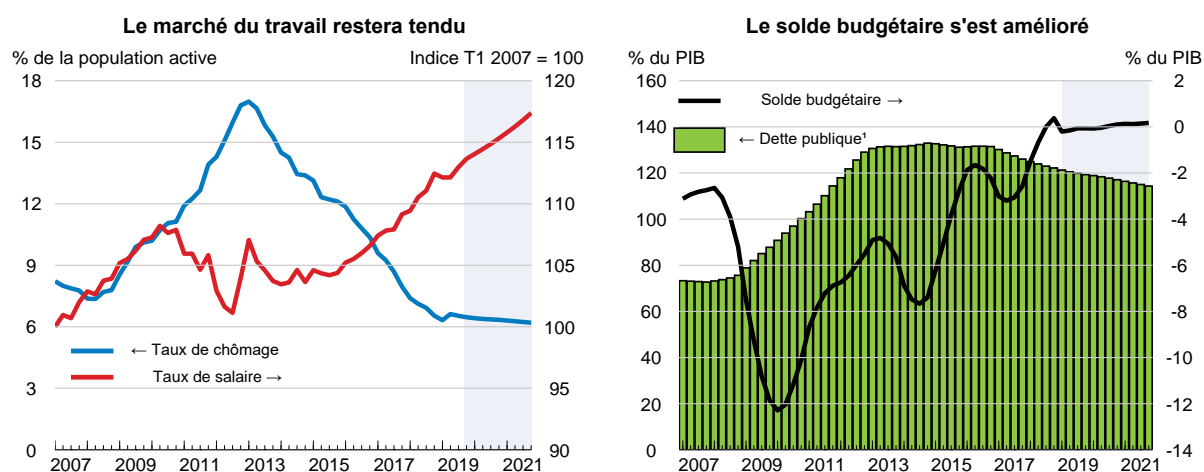
La croissance économique devrait s'orienter à la baisse pour s'établir à 1.7 % d'ici 2021. La consommation va marquer le pas en raison d'un ralentissement de la hausse des salaires. La progression des exportations sera soutenue par des gains de compétitivité en dépit de conditions extérieures difficiles. L'absorption des ressources des Fonds structurels de l'UE favorisera l'investissement. L'inflation devrait rester faible, et le chômage devrait connaître une légère baisse.

L'orientation budgétaire devrait être globalement neutre en 2020-21, ce qu'il convient de faire en l'absence de ressources inutilisées dans l'économie, et le ratio de dette publique/PIB continuera de diminuer. Des mesures structurelles pourraient contribuer à stimuler de nouveaux gains de productivité. La simplification de l'environnement réglementaire, le renforcement de la concurrence sur les marchés de produits – en particulier dans les services professionnels et les industries de réseau – et le développement des compétences seront essentiels à cet égard.

## La demande intérieure est le principal moteur de la croissance économique

L'activité économique est restée dynamique au premier semestre de l'année. La consommation privée a bénéficié d'un marché du travail tendu poussant les salaires modestement à la hausse, et d'une inflation modérée. La demande intérieure a également été stimulée par la vigueur de l'investissement des entreprises. La croissance des exportations s'est quelque peu essoufflée et la confiance des industriels s'est dégradée au deuxième semestre de l'année, en raison d'une montée des incertitudes entourant la situation extérieure et des tensions commerciales. Néanmoins, les indicateurs de confiance mesurés pour les services, les consommateurs et la construction se sont stabilisés, signe d'une certaine résilience face aux évolutions extérieures négatives.

## Portugal



1. Au sens de Maastricht.

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

## Portugal : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Portugal</b>	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2016)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	186.5	3.5	2.4	1.9	1.8	1.7
Consommation privée	122.0	2.1	3.1	2.1	2.2	1.7
Consommation publique	32.8	0.2	0.9	0.5	0.6	0.6
Formation brute de capital fixe	28.9	11.5	5.8	6.9	1.2	4.3
Demande intérieure finale	183.7	3.2	3.2	2.7	1.7	2.0
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0
Demande intérieure totale	184.3	3.4	3.3	2.9	1.9	1.9
Exportations de biens et services	75.0	8.4	3.8	2.7	1.1	2.2
Importations de biens et services	72.8	8.1	5.8	4.9	1.4	2.6
Exportations nettes <sup>1</sup>	2.1	0.2	-0.8	-0.9	-0.2	-0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.5	1.6	1.1	0.5	1.0
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	1.6	1.2	0.3	0.5	1.0
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.2	0.8	0.5	0.6	1.0
Taux de chômage (% de la population active)	–	8.9	7.0	6.5	6.4	6.3
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	-2.2	-2.4	-2.7	-2.7	-2.7
Solde financier des administrations publiques <sup>3</sup> (% du PIB)	–	-3.0	-0.4	-0.1	0.0	0.1
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	145.9	139.2	136.3	134.1	131.3
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	126.0	122.2	119.3	117.1	114.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	0.4	-0.6	-1.2	-1.0	-1.2

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

3. Sur la base des comptes nationaux.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046779>

## L'assainissement budgétaire va permettre de réduire la dette publique

La politique budgétaire devrait rester prudente, avec un budget pratiquement à l'équilibre en 2019-2021, ce qui correspond à une orientation globalement neutre. Le ratio dette publique/PIB devrait poursuivre son recul. Une meilleure efficacité des dépenses publiques soutiendra la constitution de réserves budgétaires pour amortir les chocs non prévus et l'impact d'une population vieillissante sur les finances publiques.

Les conditions financières devraient rester accommodantes. Du côté de l'offre, les banques ont fortement progressé en matière de renforcement de leur bilan et de réduction de leur encours de créances douteuses ou litigieuses, soutenant ainsi l'expansion du crédit et la consommation. Du côté de la demande, les entreprises, après une période de désendettement et d'amélioration de leur rentabilité, engagent des investissements dans un contexte de taux d'intérêt bas et d'une forte utilisation des capacités.

Pour stimuler l'investissement productif, il demeure primordial d'améliorer l'efficacité du secteur judiciaire et de résorber l'arriéré des dossiers en attente, et de diminuer les obstacles réglementaires dans les industries de réseau et les services professionnels. Le Portugal doit aussi poursuivre sur la voie du renforcement des compétences. Les niveaux d'instruction continuent de s'améliorer, mais la proportion de travailleurs peu qualifiés reste forte. Rehausser la qualité de l'enseignement et de la formation dans les écoles professionnelles contribuerait à mieux faire concorder les compétences avec les besoins des entreprises et à parvenir à une croissance inclusive.

### **La croissance économique devrait s'orienter à la baisse**

La croissance du PIB devrait fléchir pour s'établir à 1.7 % d'ici 2021. En dépit d'une inflation peu élevée et de conditions financières favorables à l'activité, la croissance des dépenses des ménages devrait fléchir face à une légère modération de la progression de l'emploi et une hausse des salaires qui se stabilise. Malgré la faiblesse de la demande extérieure, les exportations devraient poursuivre leur progression du fait de gains de compétitivité favorisés par une croissance modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre. Porté par l'absorption plus rapide des ressources des Fonds structurels de l'UE, la croissance de l'investissement s'affermira en 2021 et poussera les importations à la hausse.

Les risques de divergence à la baisse proviennent notamment d'une nouvelle détérioration des perspectives de croissance dans l'Union européenne. L'incertitude persistante suscitée par le Brexit risque d'affecter les échanges et le tourisme. Le secteur bancaire demeure vulnérable aux chocs financiers en raison de l'importance du stock de créances douteuses ou litigieuses. Quant aux risques de divergence à la hausse, ils tiennent à une amélioration des performances du marché du travail et de la compétitivité des exportations portugaises, sous l'effet des réformes structurelles en cours.

# République slovaque

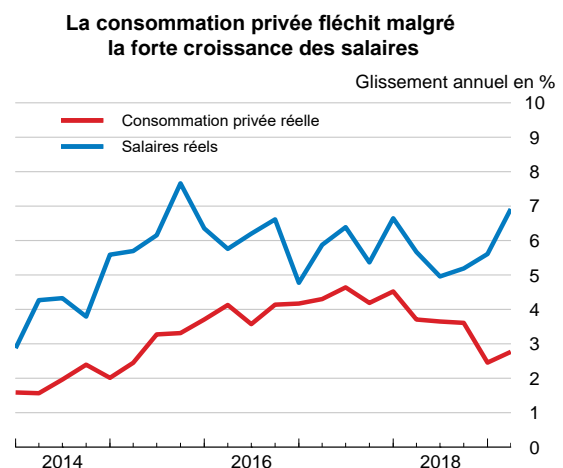
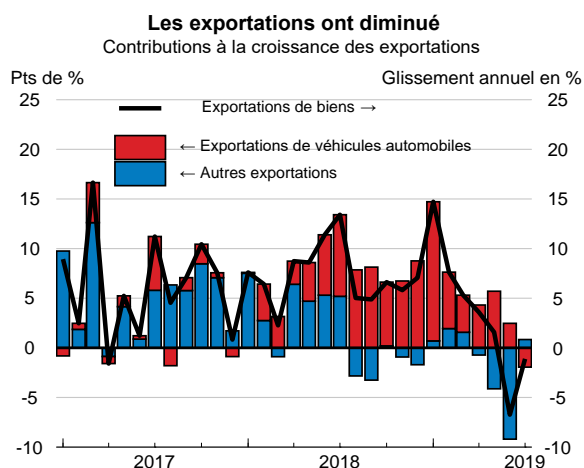
La croissance économique devrait ralentir pour revenir à 2 ½ pour cent environ en 2020-21, car le fléchissement de la demande extérieure pèsera sur la hausse des exportations. La demande intérieure se maintiendra à un niveau relativement élevé, en raison notamment de la consommation privée, qui sera sous-tendue par un marché du travail résilient et par un chômage historiquement bas. L'inflation restera supérieure à 2 %, l'économie tournant en surrégime.

L'orientation budgétaire sera neutre en 2020-21. Néanmoins, il sera important de contenir les tensions exercées sur les dépenses publiques, en l'absence de volant de capacités inutilisées et compte tenu des difficultés à venir à moyen terme du fait du vieillissement de la population. Une réforme approfondie du secteur public pourrait générer des gains d'efficacité et financer des réformes porteuses d'inclusivité au regard de l'intégration et de l'éducation des Roms.

## La croissance économique a ralenti

Sous l'effet du fléchissement des exportations, la croissance économique a fortement ralenti. L'essoufflement de la demande étrangère pèse sur la demande de biens dans lesquels la République slovaque s'est spécialisée. Le climat d'incertitude persistante bride l'investissement. Le marché du travail est resté solide, avec un taux de chômage historiquement bas et des salaires en hausse, portés par des augmentations de rémunérations dans le secteur public. Toutefois, leurs effets sur la consommation des ménages ont été tempérés par une augmentation sensible du taux d'épargne. Le taux d'inflation a grimpé à 2.6 %, principalement en raison du renchérissement des produits alimentaires et des contraintes continues pesant sur les ressources.

## République slovaque



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; Base de données des comptes nationaux de l'OCDE ; Banque nationale de Slovaquie (NBS, Národná banka Slovenska) ; et Office statistique de la République slovaque (SÚ SR, Statistický úrad Slovenskej republiky).

## République slovaque : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>République slovaque</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	81.0	3.0	4.0	2.5	2.2	2.6
Consommation privée	44.6	4.3	3.9	2.5	2.7	2.9
Consommation publique	15.3	1.0	0.2	2.9	2.7	2.3
Formation brute de capital fixe	17.0	3.9	3.7	2.5	2.5	3.0
Demande intérieure finale	77.0	3.6	3.1	2.5	2.7	2.8
Variation des stocks <sup>1</sup>	1.7	-0.2	0.5	0.2	0.0	0.0
Demande intérieure totale	78.6	3.3	3.6	2.7	2.6	2.7
Exportations de biens et services	76.0	3.5	5.4	1.5	1.8	3.6
Importations de biens et services	73.6	3.9	5.0	1.7	2.3	3.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	2.4	-0.2	0.5	-0.1	-0.4	-0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.2	2.0	2.6	2.8	2.6
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	1.4	2.5	2.8	2.6	2.5
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.4	2.0	2.1	2.6	2.5
Taux de chômage (% de la population active)	–	8.1	6.5	5.8	5.7	5.7
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	2.5	2.6	4.0	4.4	4.4
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-1.0	-1.1	-1.0	-1.2	-1.2
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	65.7	63.6	62.5	61.7	61.0
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	51.3	49.4	48.4	47.6	46.8
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	-1.9	-2.6	-1.7	-2.2	-2.2

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046817>

## La politique budgétaire devrait être neutre

Le déficit budgétaire devrait, en toute hypothèse, demeurer globalement stable au cours des deux prochaines années. Il faudra néanmoins contenir les tensions exercées sur les dépenses publiques, compte tenu de l'absence de capacités inutilisées dans l'économie et de difficultés à moyen terme, dues au vieillissement de la population. Les coûts liés au vieillissement vont connaître une forte hausse étant donné que la République slovaque est l'un des pays de l'OCDE où la population vieillit le plus rapidement et que la nouvelle loi constitutionnelle a plafonné l'âge légal de la retraite à 64 ans. Néanmoins, si les risques à la baisse venaient à se matérialiser et la croissance à ralentir sensiblement, il faudrait que les autorités budgétaires se tiennent prêtes à agir pour amortir le fléchissement de l'activité.

La mise en œuvre des recommandations des examens généraux de dépenses publiques contribuerait à l'efficacité budgétaire et au financement de réformes structurelles indispensables. Des investissements publics efficaces, en particulier dans l'éducation, la formation et l'innovation, devraient stimuler la productivité et favoriser une croissance plus inclusive. Le déclin des performances du système éducatif doit être enrayer, et il convient d'aller plus loin pour améliorer les chances des enfants issus de milieux défavorisés, en particulier les Roms. Les réponses à ces questions passeront nécessairement par des enseignants mieux formés et mieux rémunérés. Enfin, la montée en régime des projets de développement de nouvelles structures de qualité pour l'accueil des jeunes enfants et l'éducation préscolaire permettrait également de rehausser le taux d'activité des mères de jeunes enfants.



## La croissance va ralentir

La croissance ralentira pour s'établir à 2 ¼ pour cent en 2020, avant de se hisser à nouveau aux alentours de 2 ½ pour cent en 2021. La consommation privée continuera de croître à un bon rythme grâce à un marché du travail sous tension et à l'augmentation des transferts sociaux. La faiblesse de la demande extérieure et les incertitudes mondiales continueront de brider les exportations et l'investissement. L'inflation devrait se maintenir légèrement au-dessus de 2 % au cours des deux prochaines années. Le climat d'incertitude entourant la politique commerciale et un nouveau ralentissement des marchés d'exportation, en Allemagne notamment, demeurent les principaux risques de divergence à la baisse par rapport à ces perspectives, car ces évolutions pénaliseraient un peu plus encore les exportations et l'investissement. En revanche, une croissance plus vigoureuse de la consommation privée constituerait un risque d'écart à la hausse, les salaires pouvant grimper plus rapidement que prévu et le taux d'épargne, élevé, pouvant amorcer un repli.

# République tchèque

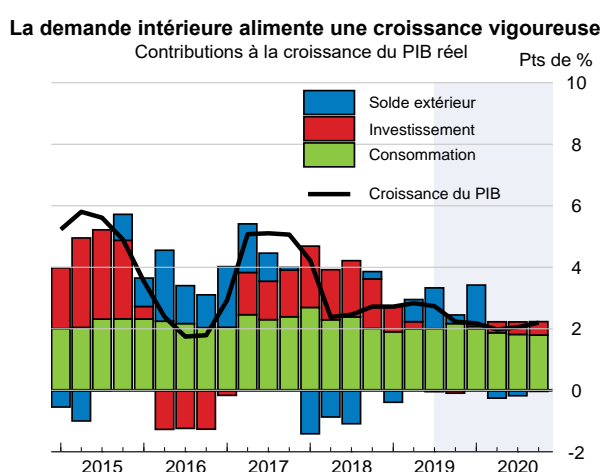
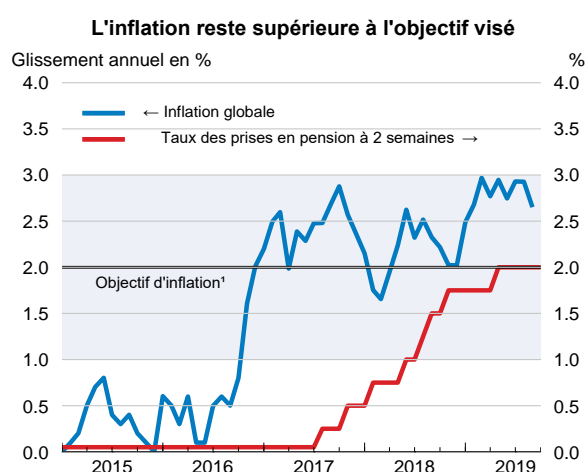
La croissance économique devrait être ramenée à 2-2 ¼ pour cent en 2020-21. La consommation des ménages et les dépenses publiques stimuleront la croissance. Les travailleurs continueront à bénéficier de la forte progression des salaires, tandis que le chômage demeurera faible. Cependant, le secteur extérieur modérera la croissance puisque l'activité économique ralentit dans les principaux pays partenaires commerciaux, ce qui conduira également à un repli dans la croissance de l'investissement.

L'ajustement de la politique monétaire devrait se poursuivre en 2020 et en 2021 car l'inflation devrait rester supérieure à l'objectif de 2 % fixé par la banque centrale. Les dépenses publiques augmentent, en particulier les prestations sociales, grâce à l'accroissement des recettes. Même dans ces conditions, la dette publique continuera à diminuer. La pénurie de main-d'œuvre demeure le principal obstacle intérieur à la croissance. Une accélération de la réforme de l'accueil des jeunes enfants dans l'optique d'accroître l'activité féminine et une simplification des procédures d'immigration contribueraient à apaiser les tensions sur le marché du travail.

## La croissance, solide, est tirée par la demande intérieure

Les dépenses publiques et la consommation des ménages stimulent la demande intérieure, qui est le principal moteur de la croissance. Les pouvoirs publics augmentent les dépenses consacrées aux mesures sociales, tandis que les travailleurs bénéficient toujours d'une forte progression des salaires, alimentée par un chômage très bas. Le taux d'investissement a chuté nettement cette année après une utilisation massive des ressources des Fonds structurels de l'UE l'an dernier. L'investissement a également reculé sous l'effet du ralentissement persistant dans les pays voisins. La production industrielle et les carnets de commandes dans l'industrie ont amorcé un fléchissement, qui témoigne des effets du ralentissement en Europe. Les exportations diminuent, mais moins que les importations, ce qui s'explique par une plus grande diversification de l'économie et une participation légèrement plus en amont dans les chaînes de valeur mondiales.

## République tchèque



1. L'objectif d'inflation est un taux de 2%, assorti d'une marge de tolérance de +/- 1 point de pourcentage.

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

## République tchèque : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de CZK	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>République tchèque</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	4 765.8	4.5	2.9	2.6	2.1	2.3
Consommation privée	2 242.1	4.4	3.3	2.9	2.8	2.8
Consommation publique	918.7	1.3	3.9	3.2	2.5	2.1
Formation brute de capital fixe	1 188.1	4.0	7.1	0.9	1.3	1.9
Demande intérieure finale	4 348.9	3.6	4.5	2.4	2.4	2.4
Variation des stocks <sup>1</sup>	49.9	0.1	-0.4	-0.1	-0.3	0.0
Demande intérieure totale	4 398.8	3.7	4.0	2.3	2.0	2.4
Exportations de biens et services	3 789.8	7.1	4.4	1.9	1.7	1.9
Importations de biens et services	3 422.8	6.3	5.9	1.3	1.5	2.0
Exportations nettes <sup>1</sup>	367.0	1.1	-0.8	0.5	0.2	0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.4	2.5	3.1	2.3	2.3
Indice des prix à la consommation	–	2.5	2.1	2.8	2.5	2.3
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	–	2.0	2.4	2.5	2.4	2.3
Taux de chômage (% de la population active)	–	2.9	2.2	2.0	2.1	2.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	4.4	6.0	6.7	6.6	6.5
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	1.6	1.1	0.7	0.5	0.4
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	43.8	40.1	38.5	37.2	36.4
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	34.6	32.5	30.9	29.6	28.9
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	1.7	0.3	0.9	0.7	1.2

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046304>

## Les politiques publiques doivent remédier aux pénuries de main-d'œuvre

L'inflation stagne au-dessus de l'objectif de 2 % fixé par la banque centrale, mais reste à l'intérieur de la marge de tolérance. Les prix des denrées alimentaires, de l'énergie et des services entraînent l'inflation, tandis que les prix à l'importation sont plus bas qu'attendu. L'appréciation de la monnaie permet également de contenir l'inflation. Comme des tensions inflationnistes relativement fortes devraient perdurer et que la progression des salaires devrait se poursuivre à un rythme soutenu, la banque centrale devra continuer à ajuster sa politique monétaire à la situation économique, tout en tenant compte de la politique monétaire de la zone euro.

La politique budgétaire est modérément expansionniste. Les dépenses publiques progressent à un rythme rapide, d'où une résorption sensible de l'excédent budgétaire. Les dépenses affectées à la santé, aux pensions de retraite et aux prestations d'invalidité s'inscrivent en hausse. Les transferts sociaux aux familles avec enfants augmentent. En outre, un congé de paternité a été mis en place. Cependant, des mesures s'imposent encore pour remédier aux pénuries de main-d'œuvre, qui constituent le principal obstacle intérieur à la croissance. Par ailleurs, une meilleure planification de l'affectation des fonds de l'UE aux dépenses d'infrastructures permettrait d'atténuer l'instabilité de l'investissement et améliorerait la qualité de la mise en œuvre des projets d'infrastructure.

Le marché du travail s'oriente vers des emplois plus qualifiés. Le secteur des services s'est développé et l'industrie manufacturière est à présent fortement intégrée dans les chaînes de valeur mondiales, si bien qu'on voit s'opérer une transition des emplois moyennement qualifiés au profit d'emplois plus qualifiés. Dispenser aux travailleurs les compétences et la formation dont ils ont besoin pour s'adapter à l'évolution de l'environnement permettrait d'améliorer leur capacité de résilience face à l'automatisation. Développer davantage le système de formation professionnelle et les structures d'accueil des jeunes enfants pourrait contribuer à réduire l'inadéquation des compétences et à accroître l'offre de main-d'œuvre féminine.

### **La croissance vigoureuse devrait se poursuivre**

La croissance devrait rester au-delà de 2 % au cours de la période de prévision, portée par les dépenses des ménages et des administrations publiques. Le chômage demeurera faible, ce qui contribuera à faire perdurer une progression sensible des salaires. Le ralentissement dans les pays voisins pèsera sur la croissance des exportations.

Les risques qui pèsent sur l'inflation sont considérables et orientés légèrement à la hausse. Un taux de change de la couronne plus faible que l'hypothèse retenue se traduirait par une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. En revanche, une appréciation inattendue de la monnaie impliquerait une baisse des prix à l'importation, qui devrait permettre de maintenir l'inflation sur les rails. Compte tenu de son intégration poussée aux chaînes de valeur mondiales, l'économie tchèque est fortement exposée aux risques que constituent les mesures de protectionnisme commercial et aux incertitudes entourant le Brexit.

# Roumanie

Après avoir connu une période de forte expansion ces dernières années, la Roumanie devrait voir sa croissance ralentir pour s'établir à 3.2 % en 2020, puis remonter ensuite à 3.7 % en 2021. Tandis que les salaires devraient renouer avec des taux de revalorisation à un seul chiffre, la consommation privée devrait rester solide, portée par une hausse conséquente des pensions de retraite du système public. Le déficit commercial se creusera encore en raison de la faiblesse de la demande extérieure et d'une compétitivité-prix qui s'érode. Grâce à une plus grande capacité d'absorption des fonds de l'UE, la croissance de l'investissement conservera un rythme modéré.

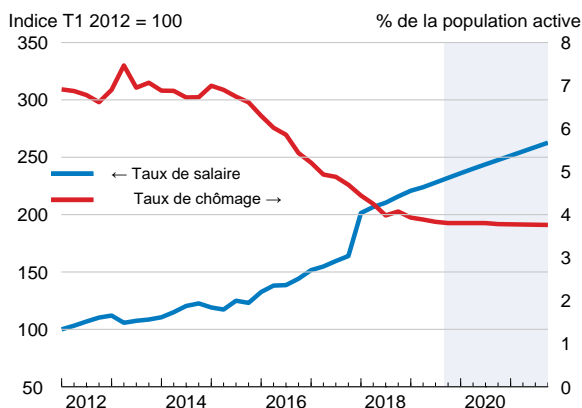
En dépit d'une inflation relativement forte, la politique monétaire devrait garder le même cap, avec la dissipation des risques de surchauffe. Si la dette publique est encore modeste, la marge de manœuvre budgétaire est restreinte étant donné que l'instabilité de l'environnement extérieur et pourrait réduire la capacité de financement de la dette. Une gestion prudente des finances publiques nécessitera des efforts d'assainissement, qui passeront par une révision de la structure des dépenses et par une plus grande efficacité dans la collecte de l'impôt.

## La croissance économique a été vigoureuse

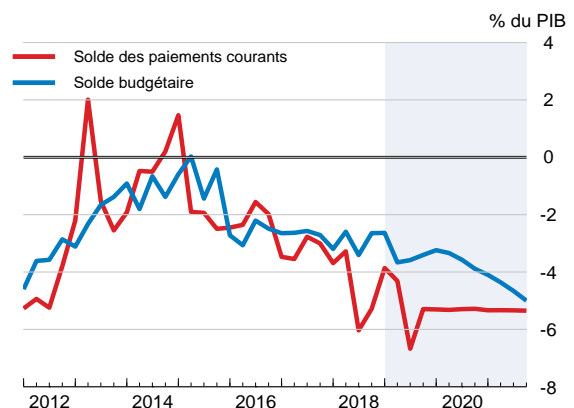
Portée par une consommation robuste et par la vigueur des investissements dans le secteur de la construction, la croissance du PIB a été solide en 2019. La revalorisation à la fois des rémunérations du secteur public et du salaire minimum a soutenu le pouvoir d'achat des ménages. Le chômage a atteint un niveau historiquement bas et les déficits de main-d'œuvre se sont creusés. Par ailleurs, la montée des coûts de main-d'œuvre a érodé la compétitivité-prix des producteurs roumains et contribué à creuser le déficit de la balance des paiements courants. Qui plus est, le ralentissement des échanges mondiaux a pesé sur la croissance de la production industrielle et les exportations. La confiance des chefs d'entreprise s'émousse et le taux d'utilisation des capacités diminue.

## Roumanie

Le marché du travail est tendu



Le déficit budgétaire et le déficit des paiements courants devraient rester importants



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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045867>

## Roumanie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Roumanie</b>	Prix courants milliards de RON	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	765.1	7.1	4.0	4.0	3.2	3.7
Consommation privée	478.2	10.0	5.2	4.6	3.9	4.3
Consommation publique	115.4	4.2	1.5	3.2	3.0	2.0
Formation brute de capital fixe	175.0	3.6	-3.3	13.5	5.7	5.1
Demande intérieure finale	768.7	7.7	2.7	6.2	4.1	4.1
Variation des stocks <sup>1</sup>	3.5	0.8	2.8	-0.9	-0.3	0.0
Demande intérieure totale	772.2	8.4	5.5	5.3	3.8	4.1
Exportations de biens et services	315.1	7.6	5.4	3.2	1.6	2.9
Importations de biens et services	322.2	10.8	9.1	6.3	3.3	3.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	-7.1	-1.4	-1.7	-1.5	-0.8	-0.6
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	4.7	5.9	4.8	3.4	3.5
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	1.3	4.6	3.9	3.4	3.2
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.5	2.8	3.2	3.3	3.2
Taux de chômage (% de la population active)	—	4.9	4.2	3.9	3.8	3.8
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	-15.4	-8.9	-8.1	-7.9	-7.7
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-2.6	-3.0	-3.3	-3.5	-4.5
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	45.1	43.8	45.5	47.7	50.6
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	35.1	35.0	36.7	38.9	41.8
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-3.2	-4.6	-5.0	-5.3	-5.3

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046798>

## La marge de manœuvre budgétaire est restreinte

La politique budgétaire expansionniste et procyclique menée antérieurement a réduit la marge de manœuvre disponible. Le déficit budgétaire devrait continuer de se creuser au cours des deux prochaines années, inscrivant la dette publique sur une trajectoire de hausse rapide. Une réforme des retraites adoptée récemment va augmenter les dépenses publiques de plus de deux points de PIB à l'horizon 2021. Les gains escomptés dans le recouvrement de l'impôt et l'efficacité du secteur public risquent de ne pas se matérialiser suffisamment rapidement pour compenser ce surcroît de dépenses. En conséquence, l'orientation de la politique budgétaire devrait rester globalement neutre en 2020 et fortement expansionniste en 2021.

La détérioration du solde budgétaire est porteuse de risques en faisant peser encore plus de tensions sur le déficit des paiements courants avec, à la clé, le risque d'une perte de confiance chez les investisseurs étrangers si un choc macroéconomique négatif devait advenir. Des volants de réserves budgétaires doivent être reconstitués pour remédier à ces risques et pour préserver la stabilité des finances publiques. Dans une optique de réduction du déficit budgétaire, il conviendrait que le gouvernement revoie le périmètre et/ou le calendrier de sa réforme des retraites. À défaut, les efforts d'assainissement risquent

de devoir en passer par des coupes de dépenses dans les domaines prioritaires que sont l'éducation, la santé et les infrastructures. Les autorités pourraient également envisager d'augmenter les impôts qui créent le moins de distorsions sur la croissance, comme les taxes sur l'environnement et la propriété immobilière.

Les conditions financières resteront favorables puisque la politique monétaire devrait rester accommodante, malgré une inflation qui est sortie de sa fourchette cible de 2.5 % (+/- 1%) en 2019. Les taux d'intérêt devraient rester inchangés à terme, les tensions inflationnistes étant censées se relâcher lentement et l'inflation devant retourner dans la fourchette cible de la banque centrale en 2020.

Les tensions persisteront sur le marché du travail, le vieillissement démographique et l'émigration continuant d'éroder les chiffres de la population active. Des mesures d'activation visant à rehausser les taux d'activité, actuellement bas, pourraient aider à résorber les déficits de main-d'œuvre et à relâcher les tensions sur les salaires. La revalorisation des rémunérations dans le secteur public et du salaire minimum marquera le pas. En conséquence, la hausse des salaires se tassera mais sera néanmoins supérieure aux gains de productivité.

### La croissance du PIB devrait ralentir

Après avoir atteint un taux de 4 % en 2019, la croissance du PIB devrait modérer l'allure et s'établir à 3.2 % en 2020, avant de remonter à 3.7 % en 2021. Le repli de l'inflation et les mesures de relance budgétaire soutiendront le pouvoir d'achat des ménages. L'investissement des entreprises connaîtra une progression relativement faible en raison d'un environnement extérieur fragile, mais une plus forte capacité d'absorption des ressources des Fonds structurels de l'UE soutiendra l'investissement public. La hausse des coûts de main-d'œuvre érodera la compétitivité des producteurs roumains. Le déficit de la balance courante devrait dépasser 5 % environ du PIB.

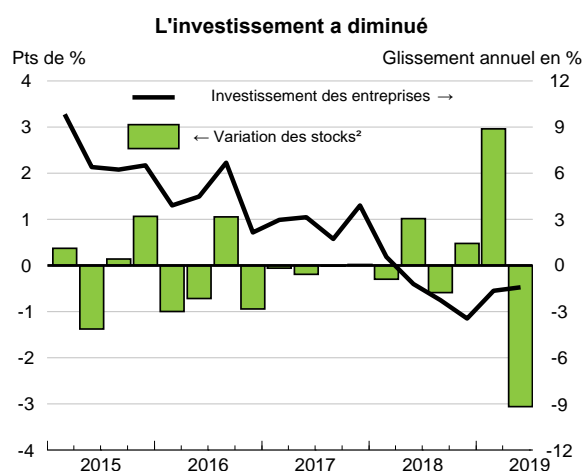
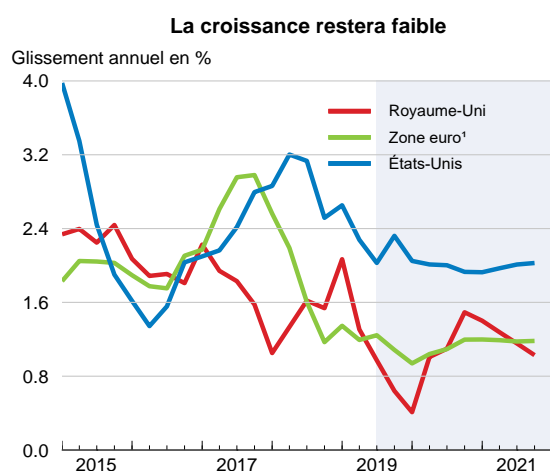
Le principal risque de divergence à la baisse tient à une nouvelle détérioration des perspectives du commerce international dans l'Union européenne et à une recrudescence des facteurs d'instabilité financière dans le monde, entraînant des sorties de capitaux. Un relâchement excessif des finances publiques, notamment via des hausses très nettes des rémunérations du secteur public et des retraites, entraînerait de plus fortes pertes de compétitivité. Un creusement brutal des écarts de rendement des obligations souveraines pourrait affecter fortement le secteur bancaire du fait de sa forte exposition au risque de la dette souveraine. En revanche, des mesures d'activation pourraient avoir un impact positif plus marqué sur les taux d'activité et contribuer à relâcher les tensions sur marché du travail. Enfin, une meilleure visibilité sur l'action publique après les élections de 2020 pourrait renforcer la confiance des entreprises et l'investissement.

# Royaume-Uni

Les perspectives économiques sont exceptionnellement incertaines, compte tenu des risques liés à la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (« Brexit »). Dans l'hypothèse d'une transition sans heurts s'achevant après 2021, le taux de croissance devrait s'établir aux alentours de 1 % au cours des deux prochaines années. L'incertitude liée au Brexit continuera de freiner l'investissement jusqu'à ce que la question du cadre des futures relations commerciales soit éclaircie. La morosité des perspectives économiques mondiales va ralentir la reprise des exportations. L'inflation devrait refluer et passer sous les 2 %.

Les autorités monétaires devraient continuer de soutenir l'activité et de maintenir l'inflation à proximité de l'objectif visé, mais elles ne peuvent amortir pleinement tous les chocs. Le gouvernement devrait se tenir prêt à intervenir pour faire face à toute perturbation liée au Brexit ou à un éventuel fléchissement de la croissance économique. Le Royaume-Uni devrait s'efforcer de trouver un accord garantissant les relations commerciales les plus étroites possibles avec l'Union européenne et un large accès des services financiers aux marchés étrangers.

## Royaume-Uni 1



1. Il s'agit de l'ensemble constitué par les 17 pays qui sont à la fois membres de la zone euro et de l'OCDE.

2. Contributions aux variations du PIB en volume.

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



## Royaume-Uni : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Royaume-Uni</b>	Prix courants milliards de GBP	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2016)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 995.5	1.9	1.4	1.2	1.0	1.2
Consommation privée	1 299.1	2.2	1.6	1.2	1.0	0.7
Consommation publique	381.5	0.3	0.6	3.3	3.1	2.1
Formation brute de capital fixe	343.7	1.6	-0.1	0.0	0.0	1.3
Demande intérieure finale	2 024.3	1.7	1.1	1.4	1.2	1.1
Variation des stocks <sup>1</sup>	3.5	-0.6	0.3	0.3	-1.5	0.0
Demande intérieure totale	2 027.8	1.2	1.4	1.6	-0.3	1.1
Exportations de biens et services	567.5	6.1	-0.9	0.2	1.2	1.6
Importations de biens et services	599.8	3.5	0.7	2.5	-2.8	1.2
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 32.3	0.7	-0.5	-0.7	1.3	0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.9	1.9	2.1	1.7	1.6
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	2.7	2.5	1.9	2.0	1.8
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	2.3	2.1	1.7	1.8	1.8
Taux de chômage (% de la population active)	—	4.4	4.1	3.8	4.0	4.1
Taux d'épargne brute des ménages (% du revenu disponible)	—	5.3	6.1	6.4	6.5	6.6
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-3.2
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	115.1	111.8	111.8	112.9	113.9
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	86.2	85.9	85.2	85.4	85.6
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-3.5	-4.3	-4.5	-3.7	-3.6

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

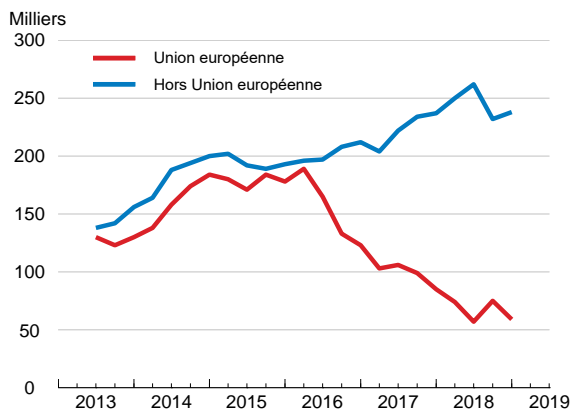
2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046950>

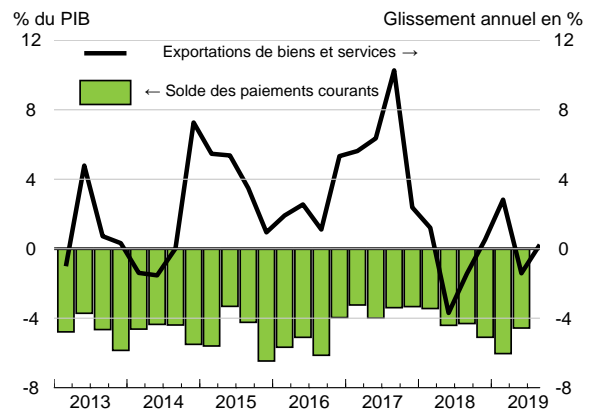
## Royaume-Uni 2

**L'immigration nette de ressortissants de l'UE ralentit**  
Migration nette au Royaume-Uni



Source : Office statistique du Royaume-Uni.

**Le déficit des paiements courants est ample**



StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046038>

## Les incertitudes économiques freinent l'investissement

La variabilité des anticipations concernant le calendrier potentiel et la nature du Brexit ainsi que la dégradation de l'environnement international ont pesé sur les échanges et l'investissement des entreprises. L'atonie persistante de l'investissement commence à dégrader les perspectives à long terme, et les enquêtes font ressortir la faiblesse des intentions d'investissement dans les mois qui viennent. Les stocks accumulés au premier trimestre de cette année ont été en partie résorbés, ce qui n'a guère eu d'effet sur la croissance, dans la mesure où ces stocks étaient essentiellement constitués de biens importés. La croissance de la consommation a bien résisté, étayée par la poursuite de la progression des revenus réels des ménages. Certains signes indiquent que le marché du travail commence à se détendre. Le taux de chômage a légèrement augmenté et le nombre de postes vacants a commencé à diminuer. L'immigration nette en provenance de l'Union européenne (UE) a nettement ralenti depuis 2017, et ce phénomène n'a été qu'en partie compensé par l'accroissement des arrivées d'immigrants originaires de pays non membres de l'UE. L'inflation est récemment passée sous son objectif.

## Les autorités britanniques devront prendre des mesures pour que la sortie de l'UE se déroule sans heurts

Les prévisions reposent sur l'hypothèse d'un retrait sans heurts du Royaume-Uni de l'UE, accompagné d'une période de transition se terminant après 2021. Les autorités britanniques devraient clarifier leur position dès que possible quant à la nature des relations avec l'UE, afin de réduire les incertitudes, dont la persistance est préjudiciable aux perspectives à long terme. Le gouvernement devrait s'efforcer de conclure un accord garantissant les relations commerciales les plus étroites possibles avec l'UE et un large accès des services financiers aux marchés étrangers. Étant donné la forte intégration commerciale du Royaume-Uni avec l'UE et son vaste réseau de relations commerciales avec des pays tiers, sa sortie de l'UE va accroître les obstacles aux échanges et peser sur les exportations britanniques.

La politique monétaire a opportunément conservé une orientation accommodante dans un contexte de forte incertitude. Si la sortie de l'UE avait lieu sans accord, la Banque d'Angleterre devrait stimuler l'activité en abaissant les taux d'intérêt et en achetant des obligations, même si cela sera insuffisant pour compenser pleinement la perte de production considérable que provoquerait une sortie sans accord. Le Comité de politique financière (FPC ou *Financial Policy Committee*) devrait se tenir prêt à réduire le taux du volant de fonds propres contracyclique pour préserver la capacité des banques à prêter aux ménages et aux entreprises en cas de turbulences financières.

Le gouvernement a annoncé une augmentation sensible des dépenses pour l'exercice budgétaire 2020-21 dans le cadre du cycle des dépenses, qui devrait rehausser le taux de croissance de 0.2 point de pourcentage environ. Le gouvernement a annoncé de futures baisses d'impôts et de nouvelles augmentations de dépenses, qui n'ont pas été intégrées dans ces prévisions. La future politique budgétaire est particulièrement incertaine en raison de la tenue d'élections législatives en décembre. En cas de sortie de l'Union européenne sans accord commercial, ou si l'environnement international se dégradait encore, un train de mesures budgétaires temporaires serait de mise pour gérer les perturbations en résultant. Outre le fait de laisser jouer pleinement les stabilisateurs automatiques, cela pourrait notamment se traduire par une augmentation des dépenses d'activation du marché du travail consacrées à la formation et à l'accompagnement des personnes victimes de suppressions d'emplois et des travailleurs peu qualifiés. Les politiques publiques devraient viser à soutenir les travailleurs, et non des secteurs ou des emplois particuliers, dans l'éventualité d'une réorientation des échanges et de la production en conséquence du Brexit. Des mesures d'urgence temporaires, telles qu'un dispositif d'amortissement accéléré de l'investissement, pourraient également être envisagées.

## La croissance devrait rester faible

Le taux de croissance devrait être inférieur à son niveau tendanciel, et s'établir tout juste au-dessus de 1 % en moyenne au cours des deux années à venir. La croissance de l'investissement se redressera mais restera faible, dans la mesure où l'incertitude relative à la nature du Brexit devrait en tout hypothèse se dissiper progressivement. Compte tenu de l'atonie persistante des échanges mondiaux, les exportations ne devraient augmenter que très modestement. L'inflation refluera sous les 2 % d'ici 2021, en rapport avec l'évolution du taux de change. Le taux de chômage devrait augmenter légèrement dans un contexte de fragilité persistante de l'économie. Compte tenu de l'augmentation déjà annoncée des dépenses, le déficit public, corrigé du cycle conjoncturel, devrait se hisser aux alentours de 2.5 % du PIB au cours des deux prochaines années, et le ratio dette publique/PIB devrait augmenter modérément, même en l'absence d'éventuelles mesures de relance supplémentaires. Le déficit des paiements courants restera ample.

Une sortie de l'UE sans accord serait très préjudiciable à l'économie, en particulier s'il déclenche des turbulences sur les marchés financiers. L'économie britannique est également exposée à des risques financiers mondiaux, à un nouveau ralentissement de l'économie mondiale et à une montée du protectionnisme. Sortir de l'UE risque d'accentuer ces facteurs de vulnérabilité. À l'inverse, les perspectives d'investissement pourraient s'améliorer plus rapidement que prévu si le Royaume-Uni et l'UE trouvaient un accord établissant une relation économique étroite dans l'avenir. Après les élections législatives, la politique budgétaire pourrait être assouplie au-delà des prévisions, ce qui renforcerait la croissance à court terme.

# Slovénie

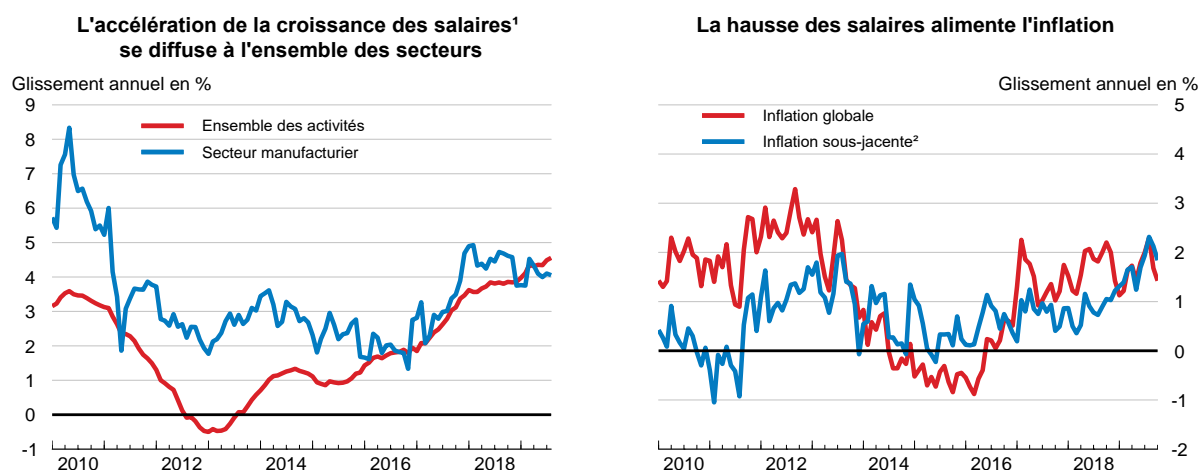
La croissance économique devrait se maintenir aux alentours de 3 % jusqu'en 2021. La consommation privée restera le principal moteur de la croissance, portée par une hausse des salaires et des gains d'emploi importants. L'incertitude liée à l'environnement extérieur réduira le rythme des nouveaux investissements des entreprises. L'amélioration des résultats à l'exportation ralentira sous l'effet de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. Le contenu en importations des exportations progresse, car la demande étrangère de biens à plus forte valeur ajoutée locale fléchit. La demande intérieure est de plus en plus satisfaite par les importations, en raison d'une accentuation des contraintes de capacité.

La politique budgétaire continuera de soutenir la croissance au cours des deux prochaines années, étant donné la hausse des salaires dans le secteur public et des transferts sociaux. Compte tenu de la persistance de conditions d'emprunt favorables, la montée des tensions inflationnistes intérieures nécessite une modération de la relance budgétaire. Des mesures visant à limiter les voies d'accès anticipé à la retraite permettraient de mobiliser les travailleurs âgés, tandis qu'une accélération des privatisations et une décentralisation des négociations salariales contribueraient à améliorer la répartition des ressources en main-d'œuvre, et à atténuer les pénuries sur le marché du travail et les tensions sur les salaires.

## Les tensions inflationnistes intérieures s'accroissent

La croissance s'est modérée malgré le dynamisme de la consommation privée. Le fléchissement de la demande étrangère d'équipements automobiles, de machines électriques et d'ouvrages en métaux s'est traduit par un ralentissement de la croissance des exportations. L'incertitude grandissante entourant les futures commandes à l'exportation a contribué à freiner la croissance de l'investissement des entreprises. Dans le même temps, la demande intérieure est de plus en plus satisfaite par les importations, du fait de l'accentuation des contraintes de capacité. La structure des exportations évolue aussi au profit des biens manufacturés ayant une plus forte teneur en importations.

### Slovénie



1. Salaires horaires. Pourcentage de variation en glissement annuel, moyenne mobile sur trois mois.

2. L'inflation sous-jacente exclut l'énergie et l'alimentation.

Source : Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE.

## Slovénie : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>Slovénie</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	40.4	4.8	4.1	3.1	3.0	3.1
Consommation privée	21.8	2.3	3.4	3.6	3.6	3.7
Consommation publique	7.7	0.3	3.2	2.4	2.5	2.6
Formation brute de capital fixe	7.0	10.4	9.4	6.8	6.2	6.4
Demande intérieure finale	36.5	3.4	4.6	4.0	4.0	4.1
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.4	0.7	0.2	-0.2	0.2	0.0
Demande intérieure totale	36.9	4.2	4.7	3.7	4.1	4.0
Exportations de biens et services	31.5	10.8	6.6	7.8	4.6	5.4
Importations de biens et services	28.0	10.7	7.7	9.1	6.0	6.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	3.5	1.0	-0.2	-0.3	-0.8	-0.6
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.6	2.2	2.7	2.9	2.6
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	1.6	1.9	1.8	2.4	2.3
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	0.7	1.0	2.0	2.3	2.3
Taux de chômage (% de la population active)	–	6.6	5.1	4.5	4.1	3.4
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	4.6	5.0	6.0	5.7	5.2
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	0.0	0.8	0.7	0.4	0.3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	89.4	84.1	82.1	80.5	79.1
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	74.1	70.4	68.7	67.5	66.8
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	6.1	5.7	5.0	4.2	3.7

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046836>

La création d'emplois reste dynamique, bénéficiant principalement aux travailleurs étrangers, et le taux de chômage est revenu à son niveau le plus bas depuis dix ans. La progression des salaires s'est accélérée, notamment dans le secteur public, sous l'effet des accords salariaux récemment conclus avec les syndicats, des promotions de fonctionnaires et de la revalorisation du salaire minimum. L'inflation a atteint près de 2 %, principalement tirée par le renchérissement des services. Les tensions salariales entraînent une augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre et une dégradation de la compétitivité-coûts.

### Une modération de la relance budgétaire s'impose pour empêcher une surchauffe

La politique budgétaire demeure expansionniste, compte tenu de l'augmentation des salaires dans le secteur public, des transferts sociaux et des dépenses de retraite. L'accroissement des dépenses sociales contribue à préserver une société égalitaire. Néanmoins, une modération de la relance s'impose pour contenir les tensions sur les salaires et les autres tensions sur les coûts et renforcer la viabilité des finances publiques. La qualité des actifs des banques continue de s'améliorer et le système bancaire semble être résilient. Les conditions de crédit bancaire favorables devraient perdurer et le volume des prêts à la consommation a fortement augmenté malgré le durcissement des mesures macroprudentielles.

Fermer les voies d'accès anticipé à la retraite et mieux cibler les politiques d'activation pour mobiliser les chômeurs âgés, de longue durée et peu qualifiés, tout en procédant à un transfert de charge fiscale destiné

à alléger les prélèvements sur les revenus d'activité pour éliminer les contre-incitations au travail, renforceraient l'offre de main-d'œuvre, prolongeraient la reprise et contribueraient à remédier aux difficultés relatives au marché du travail et aux finances publiques qui sont liées au vieillissement démographique. Un système de négociations salariales plus décentralisé améliorerait la répartition des ressources en main-d'œuvre.

### **Les risques à la baisse résultent de tensions commerciales internationales prolongées**

La croissance économique devrait rester globalement stable en 2020-21. Une dégradation de la compétitivité-coûts, due à une augmentation des coûts de main-d'œuvre conjuguée à des gains de productivité faibles, freinera la croissance des exportations. L'investissement continuera à ralentir quelque peu, malgré une hausse de l'activité dans le secteur de la construction, du fait du tassement des dépenses en machines et équipements. Un lent redressement des exportations et de l'investissement des entreprises est attendu vers la fin de 2021, sur fond d'accélération de la croissance du commerce international. Le principal risque à la hausse réside dans un raffermissement plus rapide de la confiance des entreprises et de la croissance de leurs investissements. À l'inverse, des tensions prolongées à l'échelle internationale pourraient conduire à une croissance des marchés d'exportation plus faible que prévu. Une hausse des salaires plus soutenue, et des gains de productivité encore plus modestes, entraveraient aussi le redressement des exportations.

## Suède

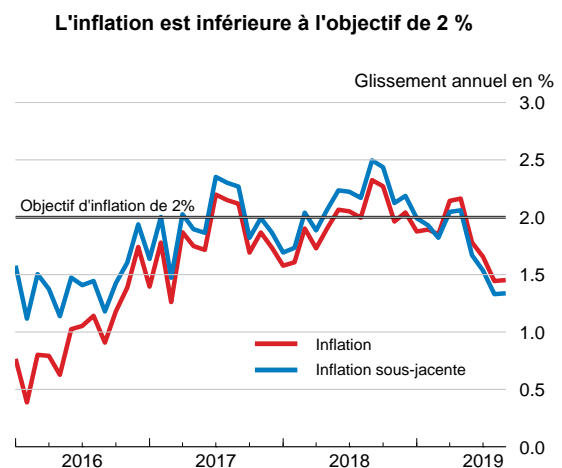
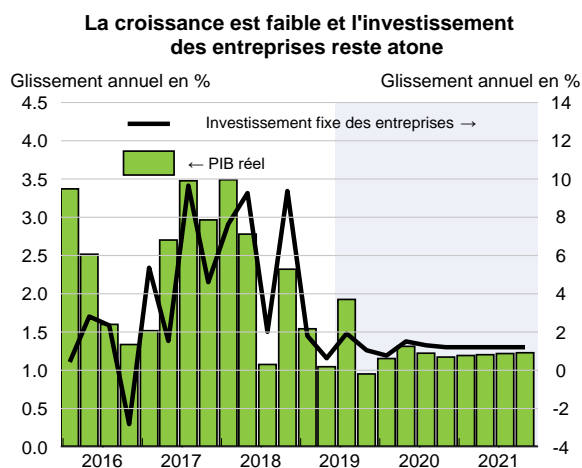
La longue phase d'expansion s'essouffle. La progression des exportations va enregistrer un net repli, sous l'effet du ralentissement de l'activité mondiale. Un climat de plus grande incertitude continuera de peser sur l'investissement des entreprises, tandis que l'investissement résidentiel amorcera un redémarrage. Les ménages continueront de dépenser avec prudence, le chômage ressortant en hausse et la progression des salaires restant modérée. L'inflation demeurera en deçà de l'objectif de 2 %.

Il est probable que la politique monétaire restera accommodante jusqu'à ce que l'économie montre des signes clairs de reprise et que l'inflation se rapproche plus nettement de l'objectif. Les stabilisateurs automatiques et des mesures budgétaires discrétionnaires soutiendront l'économie, mais une marge de manœuvre existe pour des mesures de relance supplémentaires si les conditions économiques venaient à se détériorer plus que prévu. Il sera essentiel de soutenir l'insertion dans le premier emploi et le développement des compétences, et de réformer le marché du travail, pour contenir la montée du chômage.

### La croissance ralentit sensiblement et le chômage progresse

L'asthénie des exportations et de l'investissement des entreprises, due au fléchissement de l'activité et aux incertitudes croissantes au niveau mondial, entame la croissance économique. La confiance mesurée des consommateurs et la progression en demi-teinte des salaires freinent la consommation privée. L'investissement résidentiel continue de se contracter, toutefois en partant d'un niveau élevé et à un rythme plus lent. Le chômage progresse rapidement, quoique très probablement à un rythme pas aussi vertigineux que ne le suggèrent des données récentes. Le marasme de l'activité, le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et l'atténuation des effets de la dépréciation de la couronne ont fait baisser l'inflation, qui s'établit en deçà de l'objectif de 2 %.

### Suède



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Bureau central des statistiques suédois (SCB, Statistiska centralbyrån).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045962>

## Suède : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de SEK	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2018)				
<b>Suède</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	4 407.0	2.7	2.4	1.4	1.2	1.2
Consommation privée	1 997.4	2.2	1.6	1.0	1.9	1.4
Consommation publique	1 163.4	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
Formation brute de capital fixe	1 063.5	6.0	4.6	-0.8	1.0	1.2
Demande intérieure finale	4 224.4	2.7	2.1	0.5	1.4	1.2
Variation des stocks <sup>1</sup>	21.2	0.1	0.5	0.0	0.1	0.0
Demande intérieure totale	4 245.6	2.7	2.7	0.5	1.4	1.2
Exportations de biens et services	1 901.4	4.7	3.3	3.9	0.9	1.2
Importations de biens et services	1 740.0	5.1	3.8	1.7	1.2	1.2
Exportations nettes <sup>1</sup>	161.4	0.0	-0.1	1.1	-0.1	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	2.1	2.2	2.8	1.8	1.9
Indice des prix à la consommation <sup>2</sup>	—	1.8	2.0	1.8	1.8	1.8
IPC sous-jacent <sup>3</sup>	—	2.0	2.1	1.7	1.8	1.8
Taux de chômage <sup>4</sup> (% de la population active)	—	6.7	6.3	6.8	7.0	7.0
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	13.3	15.4	17.1	17.3	17.6
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	1.4	0.8	0.4	0.2	0.1
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	—	40.7	38.7	35.7	33.3	33.1
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	2.8	1.7	4.5	4.5	4.5

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. L'indice des prix à la consommation tient compte des charges au titre des intérêts hypothécaires.

3. Indice de prix à la consommation à taux d'intérêt fixes.

4. Les séries historiques comme les prévisions sont basées sur une définition du chômage couvrant les 15-74 ans, y compris les étudiants à plein temps à la recherche d'un emploi et disponibles pour travailler.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046893>

## L'action des pouvoirs publics amortit le ralentissement et une marge de manœuvre existe dans les finances publiques

La politique monétaire continue de soutenir l'économie, malgré le relèvement de taux directeur, de -0.25 % à 0 %, attendu pour décembre. Une croissance en demi-teinte, de fortes incertitudes et une inflation inférieure à l'objectif vont probablement retarder tout nouveau relèvement dans les deux années qui viennent, les avantages de cette politique expansionniste l'emportant sur ses retombées négatives potentielles sur l'endettement des ménages et l'allocation des ressources. Si la croissance et l'inflation venaient à décevoir, les marges possibles pour de nouvelles mesures de relance monétaire seraient réduites.

En plus des puissants stabilisateurs automatiques qui peuvent jouer, les mesures discrétionnaires inscrites au projet de loi de finances de 2020, d'un montant égal à 0.5 % du PIB, stimuleront l'activité. Il s'agit notamment de baisses d'impôts en faveur des ménages à haut revenu et des retraités, d'un renforcement des aides en faveur des investissements verts, de la santé, des écoles et de l'emploi, ainsi que d'investissements publics, notamment dans la maintenance des infrastructures routières et ferroviaires.



Dans un contexte d'excédent budgétaire et de dette publique brute proche de 35 % du PIB, des mesures de relance supplémentaires pourraient être prises si la situation économique continuait de se détériorer.

Contenir la montée du chômage sur fond de ralentissement économique n'ira pas sans difficulté. En particulier, les tensions auxquelles est soumis le marché du travail depuis quelques années ont facilité le recrutement de la main-d'œuvre peu qualifiée et des immigrés arrivés de fraîche date, qui seront probablement confrontés demain à des perspectives plus rudes. Le gouvernement envisage d'introduire de nouvelles mesures, dont des accords d'insertion négociés avec les partenaires sociaux, afin d'aider les nouveaux immigrés et les chômeurs de longue durée à trouver un emploi. Un programme de développement des compétences aidera les travailleurs à s'adapter à l'évolution des qualifications requises et le service public de l'emploi fera l'objet d'une réforme, qui prévoit une plus large participation de prestataires privés.

### **La croissance restera atone, avec un risque à la baisse**

La faiblesse de la demande mondiale, notamment pour les biens intermédiaires et biens d'équipement dont la Suède s'est fait une spécialité, ainsi que l'incertitude qui prévaut au niveau mondial, continueront de peser sur les exportations et sur l'investissement. L'investissement résidentiel amorcera un redémarrage sur fond de diminution du stock de logements invendus. Toutefois, malgré une stabilisation des prix de l'immobilier résidentiel et la persistance d'une pénurie générale de logements, aucun rebond rapide n'est attendu dans le secteur de la construction. La réaction de l'emploi au fléchissement de l'activité économique et la capacité des nouvelles mesures en faveur du marché du travail à empêcher la montée du chômage sont des plus incertaines. Compte tenu des incertitudes liées au marché du travail et de la hausse modeste des salaires, les ménages continueront de se montrer prudents dans leurs dépenses, bien qu'ils bénéficient de baisses d'impôts. Les risques à la baisse sont liés à l'environnement mondial : une contraction de la croissance mondiale et une recrudescence des tensions commerciales pourraient entraîner un nouveau recul des exportations et de l'investissement en Suède. Toutefois, la solidité des finances publiques permettrait alors de mener une politique budgétaire plus expansionniste pour freiner le repli de l'activité.

# Suisse

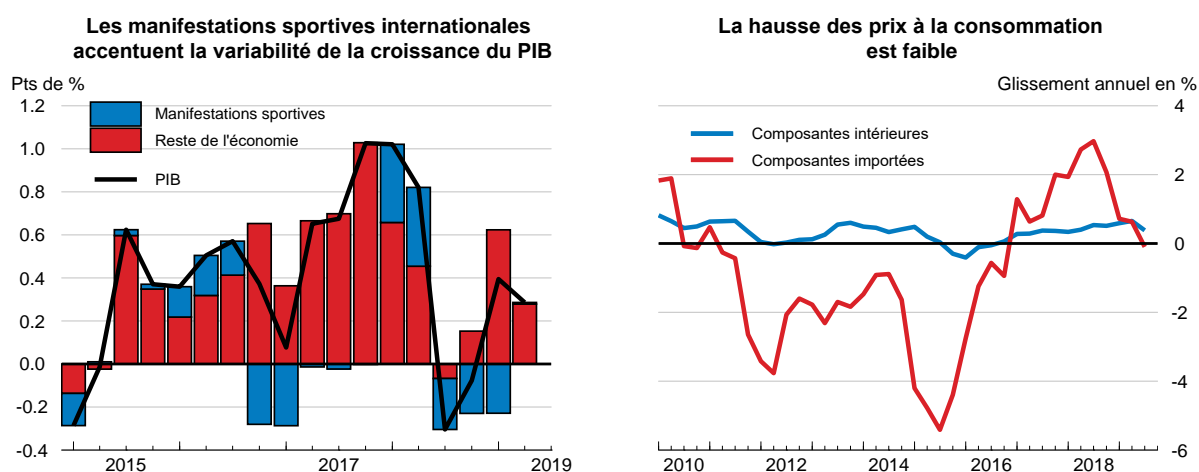
Après avoir ralenti en 2019, la croissance économique devrait se redresser en 2020-21. La consommation privée restera résiliente, étayée par la faiblesse du chômage. La morosité de l'environnement mondial pèsera sur l'investissement et les échanges, mais l'excédent des paiements courants demeurera conséquent. Les manifestations sportives internationales renforceront les exportations de services et, partant, la croissance en 2020. L'inflation sera modérée suite à la récente appréciation du franc suisse, mais augmentera légèrement en 2021.

La politique monétaire restera très accommodante, avec un taux directeur qui devrait être maintenu à -0.75 % au cours des deux prochaines années. La politique budgétaire aura une orientation expansionniste en 2020. Des réformes s'imposent pour faire face au vieillissement démographique et préserver le niveau élevé de bien-être. Un relèvement de l'âge légal de la retraite réduirait les dépenses publiques dans l'avenir, limiterait le recul attendu de la population active et contribuerait à préserver le niveau de vie des retraités.

## La croissance a ralenti

La croissance globale du PIB a connu une nette diminution en 2019, due en partie aux effets de manifestations sportives internationales bisannuelles, qui gonflent considérablement le produit intérieur brut chaque année paire. Ce phénomène est imputable aux recettes provenant des licences, brevets et droits connexes qui sont enregistrées au titre des exportations de services en Suisse, dans la mesure où les fédérations internationales organisatrices de ces manifestations y ont leur siège. Néanmoins, l'atonie de l'investissement et la morosité de l'environnement mondial freinent également la croissance, la confiance des entreprises et celle des consommateurs étant inférieures à leur niveau moyen sur longue période.

## Suisse



Source : Secrétariat d'État à l'économie (SECO) ; et Office fédéral de la statistique (OFS).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045981>

## Suisse : Demande, production et prix

Suisse	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de CHF	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2010)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	661.6	1.9	2.8	0.8	1.4	1.0
Consommation privée	353.2	1.3	1.0	1.1	1.4	1.5
Consommation publique	79.4	1.2	0.3	1.1	1.1	1.2
Formation brute de capital fixe	158.2	3.5	1.1	0.4	1.5	1.5
Demande intérieure finale	590.7	1.8	0.9	0.9	1.4	1.5
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 5.7	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0
Demande intérieure totale	585.0	1.7	0.8	0.9	1.5	1.5
Exportations de biens et services	435.0	0.0	2.9	-0.4	2.7	1.9
Importations de biens et services	358.4	-0.5	-0.3	-0.6	3.3	2.8
Exportations nettes <sup>1</sup>	76.6	0.3	2.0	0.1	0.0	-0.3
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	-0.6	0.3	0.7	0.7	1.1
Indice des prix à la consommation	—	0.5	0.9	0.4	0.4	1.0
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	0.3	0.5	0.5	0.4	1.0
Taux de chômage (% de la population active)	—	4.8	4.7	4.5	4.5	4.5
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	17.3	17.3	17.6	17.6	17.3
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	1.2	1.4	1.2	1.0	0.8
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	42.9	41.8	40.7	40.0	39.5
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	6.5	10.5	10.4	10.1	9.7

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046912>

Le taux de chômage demeure bas et la croissance des salaires est en train de se redresser. L'inflation est modérée en raison du recul de l'inflation intérieure et importée. La récente appréciation du franc suisse nuit à la compétitivité de l'économie, abstraction faite des secteurs moins sensibles aux prix tels que l'industrie pharmaceutique, mais l'excédent des paiements courants demeure considérable.

### L'orientation des politiques macroéconomiques va devenir plus expansionniste

La politique monétaire est expansionniste depuis la crise financière mondiale, et le taux de référence utilisé pour la conduite de la politique monétaire est négatif depuis 2015 et se situe aux alentours de -0.75 %. Cette faiblesse des taux pèse sur les marges d'intérêt nettes des banques ainsi que sur les rendements des caisses de pension et des sociétés d'assurance-vie. Une partie des dépôts à vue auprès de la banque centrale sont exemptés de l'application de taux négatifs, ce qui allège la charge pesant sur le secteur bancaire ; le seuil a été relevé en novembre. La baisse des rendements entraîne également une plus forte exposition des établissements financiers au secteur immobilier. Les prix des logements continuent d'augmenter plus rapidement que les loyers et les revenus, et le crédit hypothécaire a rebondi. Malgré le récent durcissement des dispositions d'autorégulation des banques en matière de quotité de financement (ratio prêt/valeur du bien) maximale, il est nécessaire de mettre en place un cadre formel fixant des limites de prêt, qui devrait être appliqué selon le principe « se conformer ou s'expliquer ».

En 2020, la politique budgétaire expansionniste va réduire l'excédent budgétaire, dans la mesure où la réforme de l'impôt sur les sociétés va se traduire par une diminution des recettes fiscales. Le bas niveau de la dette publique offre des marges de manœuvre budgétaires pour stimuler l'économie en cas de besoin. Néanmoins, le vieillissement démographique va exercer des tensions sur les dépenses de retraite et de santé à moyen terme. Harmoniser l'âge légal de la retraite à 65 ans pour les deux sexes, puis le porter progressivement à 67 ans, et enfin l'indexer sur l'espérance de vie serait bénéfique pour le système de retraite, ainsi que pour la croissance et les revenus. Accroître le poids de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) dans la structure fiscale tout en allégeant celui de l'impôt sur le revenu des personnes physiques permettrait de réduire l'impact du vieillissement démographique sur les recettes publiques. La baisse d'impôt sur le revenu prévue pour les deuxièmes apporteurs de revenu réduira les contre-incitations au travail.

Les pénuries de compétences s'accroissent, notamment dans les domaines liés à l'informatique, entravant l'expansion des entreprises et l'absorption des nouvelles technologies. Assouplir les procédures d'immigration pour les personnes originaires de pays non membres de l'Union européenne (UE) atténuerait les pénuries de compétences. Promouvoir les formations scientifiques et techniques, en particulier chez les femmes, permettrait aussi d'accroître l'offre à moyen terme. La requalification et l'amélioration des compétences peuvent réduire ces phénomènes de pénurie et permettre d'éviter que des travailleurs ne soient laissés pour compte dans le cadre de la transformation numérique.

### **Des facteurs externes freineront la croissance**

La croissance sous-jacente devrait rester modeste, la morosité de l'environnement mondial pesant sur les échanges et l'investissement. Néanmoins, les effets des manifestations sportives internationales vont tirer la croissance globale vers le haut en 2020, puis vers le bas en 2021. La consommation privée va se raffermir, grâce à la faiblesse du chômage et au regain de croissance des salaires. L'économie suisse pourrait être moins affectée qu'on ne le prévoit par l'atonie de la croissance des échanges mondiaux, grâce à sa spécialisation grandissante dans l'industrie pharmaceutique, même si des secteurs exportateurs à plus forte intensité de main-d'œuvre pourraient perdre du terrain. Une exacerbation des tensions commerciales mondiales ayant de nouvelles répercussions sur l'Europe pourrait avoir des effets d'entraînement importants sur les secteurs exportateurs de l'économie suisse. L'incertitude qui entoure les négociations relatives à un accord-cadre institutionnel avec l'UE pourrait avoir un effet préjudiciable sur l'investissement et la confiance des entreprises.

# Turquie

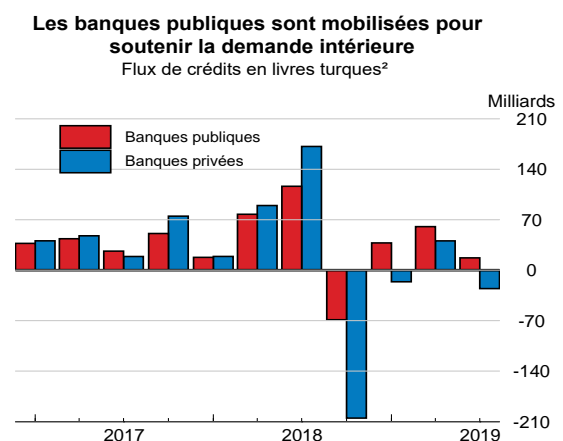
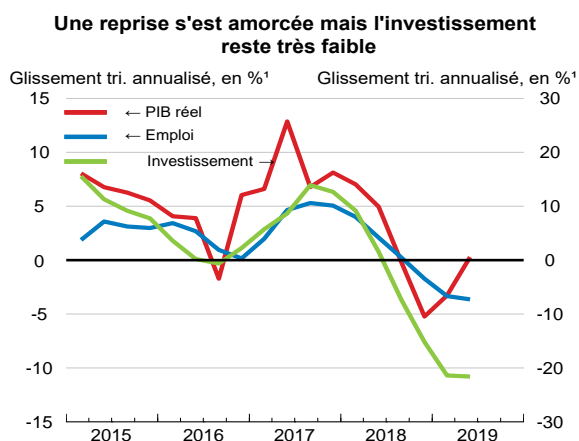
La croissance a continué de se redresser au cours des derniers mois. Les mesures de relance importantes du gouvernement entraînent un raffermissement de la demande intérieure plus vigoureux que prévu et la dépréciation de la monnaie soutient les exportations. Toutefois, la faiblesse de la demande extérieure, les incertitudes géopolitiques et les bilans dégradés du secteur privé devraient maintenir la croissance du PIB aux alentours de 3 %, soit bien en-deçà du taux de croissance potentielle, qui a lui-même diminué et pourrait fléchir encore sous l'effet d'une accentuation des distorsions induites dans l'économie par l'action publique. La confiance des investisseurs demeure fragile et l'investissement a nettement diminué.

Pour restaurer la confiance à l'échelle nationale et internationale, il faudrait simplifier le cadre de politique macroéconomique et le rendre plus transparent. Renforcer la transparence de la situation budgétaire des administrations publiques, notamment concernant les activités quasi budgétaires dont le champ s'élargit, et garantir la crédibilité de l'indépendance de la banque centrale auraient pour effet de raffermir la confiance. De nouvelles mesures destinées à accroître la flexibilité du marché du travail et la concurrence sur les marchés de produits dans le secteur formel doivent être prises pour enrayer l'affaiblissement de la croissance potentielle et de l'intensité de l'investissement à moyen et long terme.

## La reprise est amorcée, mais les incertitudes restent

À la faveur de la forte revalorisation du salaire minimum intervenue au début de 2019, de baisses temporaires des impôts indirects et de l'expansion des crédits octroyés par les banques publiques, la consommation privée a continué de se redresser. En revanche, l'investissement des entreprises a continué de reculer au premier semestre de l'année, et les indicateurs à haute fréquence ne laissent augurer aucune reprise sensible de l'activité. Les sociétés non financières continuent de réduire leurs dettes en devises et en monnaie nationale, qui avaient précédemment fortement augmenté. La hausse constatée des dépôts de bilan laisse à penser que les contraintes de financement continuent de saper les capacités d'investissement.

## Turquie



1. Moyenne mobile sur trois trimestres.

2. Recouvre les prêts à la consommation et les prêts aux entreprises.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 106 ; et Agence de réglementation et de surveillance bancaires (BDDK, Bankacilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu).

## Turquie : Demande, production et prix

Turquie	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Prix courants milliards de TRY	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2009)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	2 608.5	7.5	2.8	0.3	3.0	3.2
Consommation privée	1 560.5	6.2	0.1	-0.6	4.0	3.8
Consommation publique	387.0	4.6	7.1	4.8	1.8	2.1
Formation brute de capital fixe	764.7	8.2	-0.6	-15.9	4.0	6.5
Demande intérieure finale	2 712.2	6.6	0.9	-4.4	3.6	4.3
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 28.4	0.7	-2.3	-0.5	0.2	0.0
Demande intérieure totale	2 683.8	7.4	-1.6	-4.9	3.8	4.3
Exportations de biens et services	573.0	12.0	7.8	5.2	3.7	2.0
Importations de biens et services	648.2	10.3	-7.7	-12.4	6.6	5.8
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 75.3	0.1	4.2	5.3	-0.7	-1.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	11.0	16.4	16.0	13.0	10.9
PIB potentiel, volume	—	5.5	5.2	4.4	4.0	3.9
Indice des prix à la consommation <sup>2</sup>	—	11.1	16.3	15.8	13.2	10.0
IPC sous-jacent <sup>3</sup>	—	10.1	16.5	14.3	12.9	9.9
Taux de chômage (% de la population active)	—	10.9	11.0	13.5	13.2	13.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-5.6	-3.0	0.3	-0.7	-1.3

1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Calculé à partir des moyennes annuelles.

3. Indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046931>

Les parts de marché à l'exportation ont progressé en raison des gains de compétitivité résultant de la forte dépréciation du taux de change. Les exportations de tourisme en ont tout particulièrement bénéficié, grimant de plus de 15 % en termes réels au cours des sept premiers mois de l'année. Dans le secteur manufacturier, les commandes à l'exportation provenant du marché européen se sont contractées, mais la variation des exportations totales est demeurée positive. En revanche, l'emploi a reculé tout au long de l'année 2019, malgré des créations d'emplois supplémentaires considérables dans les services publics et sociaux. En dépit d'un net recul procyclique du taux d'activité, le taux de chômage hors agriculture est monté à 15 % au cours de la période de mai à juillet, et le taux de chômage des jeunes à 25 %.

### La politique macroéconomique s'appuie de manière excessive sur des instruments opaques

Les banques publiques ont fermement soutenu la consommation privée en rééchelonnant la dette des ménages contractée par carte de crédit ou sous d'autres formes, en accordant de nouveaux crédits à la consommation et en proposant des prêts aidés pour l'acquisition de logements ou de véhicules automobiles. La croissance des prêts à la consommation a été plus rapide que celle des crédits aux entreprises, atteignant le niveau très élevé de 25 % en rythme annualisé au début d'octobre. Dans le même temps, la livre, qui s'était dépréciée de 33 % par rapport au dollar des États-Unis après le choc d'août 2018, a regagné du terrain et la prime de risque du pays, qui avait fortement augmenté, a diminué. Le taux de change de la livre et la prime de risque du pays restent néanmoins sujets à des accès de volatilité dus aux incertitudes politiques et géopolitiques, qui se sont renforcées récemment. Dans ce contexte, la forte dollarisation de l'épargne et des crédits intérieurs accroît encore les risques de volatilité de la livre turque.

Un nouveau programme économique introduit en septembre vise à accélérer sensiblement la croissance du PIB en 2020 et 2021. Étant donné que la consommation privée est bridée par un chômage élevé et par la faible confiance des ménages, et que les banques privées (qui sont confrontées à une augmentation des défauts de paiement d'emprunteurs et subissent des restructurations de prêts massives) restent prudentes, les banques publiques et autres institutions financières publiques sont sollicitées à une échelle toujours plus grande. Il semblerait également que les banques publiques interviennent sur le marché des changes pour contribuer à la stabilisation du taux de change, dans les limites prévues par la réglementation. En sus de nouvelles mesures d'aide et d'incitation axées sur des entreprises et des projets spécifiques, la formation de capital est stimulée dans une large mesure par l'action publique. Cette évolution peut présenter des risques importants pour la qualité et la viabilité de la formation de capital dans le secteur des entreprises, notamment dans des branches d'activité exposées à de forts risques de mauvaise affectation des ressources en capital, tels que l'énergie et la promotion immobilière. Elle pourrait accentuer le ralentissement déjà observé précédemment des gains de productivité et de la croissance potentielle, sachant que l'effet de relance induit à court terme risque d'être largement compensé par une réduction durable de la croissance tendancielle. L'expansion des financements aidés et contrôlés par l'État ne figure pas non plus dans les rapports budgétaires ni dans les plans budgétaires officiels, pas plus que la majorité des autres engagements extrabudgétaires, comme l'extension des garanties de l'État aux partenariats public-privé. Même si l'on manque de données précises, il est clair que les éléments de passif éventuel de l'État ont massivement augmenté au cours de l'année écoulée.

Les autorités monétaires ont profité des conditions monétaires mondiales très favorables pour abaisser nettement le taux d'intérêt directeur et le ramener de 24 % en juillet à 14 % en octobre. Le taux d'inflation annuel, qui ressortait à 8.6 % en octobre, reste toutefois très supérieure à l'objectif de 5 % et risque d'être tiré vers le haut dans les temps à venir par de fortes augmentations des prix administrés. Il faudrait que la politique monétaire conserve une orientation restrictive afin d'assurer la poursuite du processus de désinflation. Il est essentiel de garantir l'indépendance de la banque centrale pour sa crédibilité future.

### **La reprise sera progressive et exposée à des risques substantiels**

La croissance du PIB devrait rester stable aux alentours de 3 % en 2020 et 2021. La consommation privée devrait se redresser, mais l'investissement ne devrait se renforcer que très progressivement. La faiblesse de la demande extérieure et les bilans dégradés du secteur privé continueront de peser sur la reprise. D'autres risques tiennent aux incertitudes géopolitiques qui, faute d'être dissipées, pourraient éroder la confiance et accroître l'instabilité. À l'inverse, des améliorations crédibles de l'action publique dans les domaines budgétaire, financier et monétaire pourraient accélérer la reprise en renforçant l'intérêt des investisseurs nationaux et internationaux.

## Zone euro

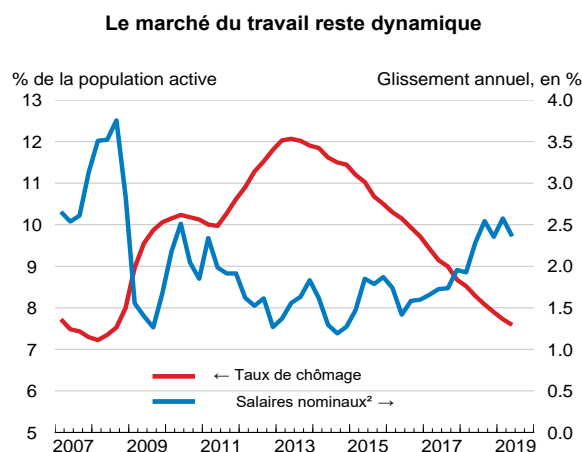
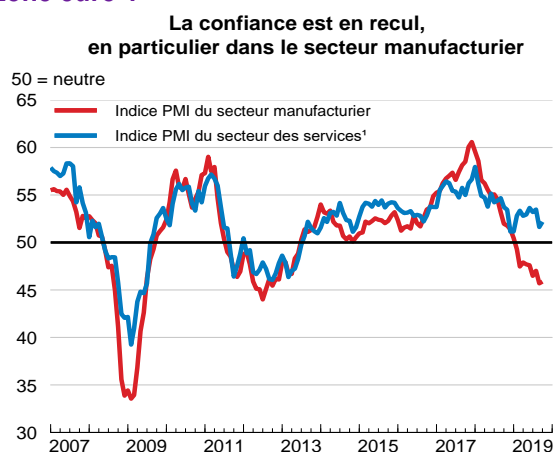
La croissance économique devrait rester en demi-teinte, l'éventualité d'une reprise au cours des deux prochaines années n'étant guère probable. La croissance modeste de la demande extérieure, les tensions commerciales mondiales et l'incertitude liée à l'action publique seront autant de freins à une réorientation à la hausse des exportations et de l'investissement des entreprises. L'épargne des ménages devrait continuer d'augmenter et, ce faisant, affaiblir encore les perspectives d'une hausse de la demande. L'inflation restera faible.

L'orientation très accommodante de la politique monétaire est une bonne chose étant donné la faiblesse des anticipations d'inflation, mais une reprise viable de la croissance et un retour durable de l'inflation vers l'objectif visé nécessiteront également un nouvel assouplissement budgétaire. À la faveur de la marge de manœuvre budgétaire accrue qu'offrent des taux d'intérêt très bas, l'investissement public devrait augmenter dans les pays où la dette publique est peu élevée, notamment pour étayer l'atténuation du changement climatique et la croissance économique à long terme. Un nouvel élan en faveur d'une intégration européenne plus poussée, notamment grâce à l'approfondissement du marché unique, à l'achèvement de l'union bancaire et à l'élaboration d'outils budgétaires communs, permettrait de renforcer la résilience de la zone euro et la croissance de la productivité.

### Le ralentissement économique s'inscrit dans la durée

L'économie de la zone euro a continué de fléchir au cours de l'année 2019. La détérioration continue de la demande extérieure, la persistance de tensions commerciales mondiales et les incertitudes continues entourant le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (« Brexit ») ont sérieusement freiné les exportations. De même, la faiblesse de l'investissement a eu tendance à s'accroître. Le marché du travail est demeuré solide, le chômage poursuivant son repli et les salaires continuant de progresser à un rythme modéré, ce qui s'est traduit par des gains de pouvoir d'achat compte tenu de la faiblesse de l'inflation. Toutefois, la croissance de la consommation privée a quelque peu fléchi, signe d'une augmentation de l'épargne des ménages, probablement liée à la constitution d'une épargne de précaution dans un contexte d'incertitudes grandissantes. L'industrie manufacturière a été le secteur le plus touché par le ralentissement économique, mais certains signes indiquent que la confiance vacille également dans le secteur des services.

### Zone euro 1



1. Entreprises privées du secteur des services.

2. Salaire nominal par employé.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045297>



## Zone Euro : Demande, production et prix

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Zone euro</b>	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	10 781.0	2.7	1.9	1.2	1.1	1.2
Consommation privée	5 836.9	1.8	1.4	1.2	1.3	1.2
Consommation publique	2 230.9	1.3	1.1	1.5	1.4	1.3
Formation brute de capital fixe	2 183.9	3.7	2.4	4.4	0.3	1.8
Demande intérieure finale	10 251.6	2.1	1.6	2.0	1.1	1.4
Variation des stocks <sup>1</sup>	56.4	0.5	0.1	-0.5	0.1	0.0
Demande intérieure totale	10 308.1	2.6	1.6	1.4	1.2	1.4
Exportations nettes <sup>1</sup>	472.9	0.5	0.4	-0.3	0.0	-0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	–	1.0	1.3	1.6	1.3	1.5
Indice des prix à la consommation harmonisé	–	1.5	1.8	1.2	1.1	1.4
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	–	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3
Taux de chômage (% de la population active)	–	9.1	8.2	7.6	7.5	7.4
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	–	6.0	6.3	6.9	7.2	7.2
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	–	-0.9	-0.5	-0.8	-0.9	-1.0
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	–	106.1	102.9	101.8	101.2	100.5
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht (% du PIB)	–	89.8	87.9	86.7	86.0	85.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	–	3.7	3.6	3.2	3.1	2.9

Note: L'agrégat correspondant à la zone euro est calculé à partir des pays de la zone euro membres de l'OCDE, et de données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.

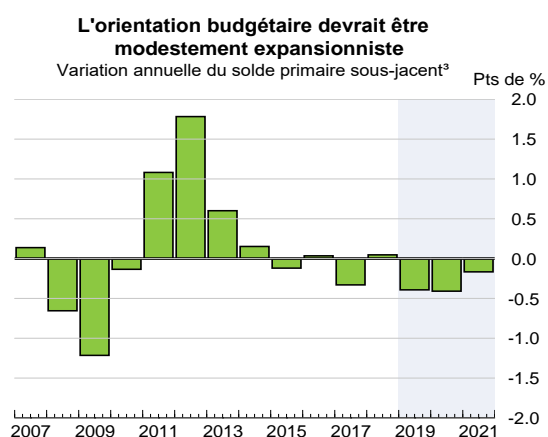
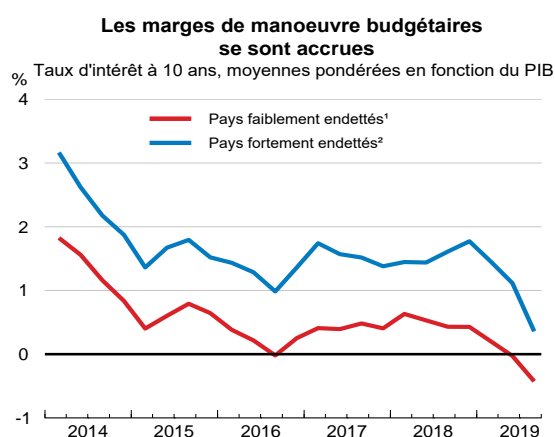
1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046361>

## Zone euro 2



1. Les pays de l'OCDE membres de la zone euro faiblement endettés sont l'Allemagne, l'Autriche, la Finlande, l'Irlande, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, les Pays-Bas, la République slovaque et la Slovénie. L'Estonie n'a pas été prise en compte en raison de la profondeur limitée de son marché d'obligations souveraines.

2. Les pays de l'OCDE membres de la zone euro fortement endettés sont la Belgique, la France, l'Espagne, la Grèce, l'Italie et le Portugal.

3. En pourcentage du PIB potentiel.

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

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045316>

Fortement tributaires de leur secteur manufacturier, l'Allemagne et l'Italie demeurent les pays les plus touchés par le ralentissement actuel, un phénomène plus marqué pour l'Allemagne du fait de sa plus grande dépendance aux exportations et de problèmes spécifiques liés à l'industrie automobile. Les pays dont la croissance repose davantage sur la demande intérieure, à l'image de la France et de l'Espagne, ont mieux résisté au ralentissement jusqu'à présent, mais sont désormais touchés eux aussi par des effets de contagion au sein de la zone euro.

### **Les efforts budgétaires et de réformes structurelles devraient être renforcés**

L'orientation accommodante de la politique monétaire a été encore renforcée. En septembre, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé de 10 points de base (à -0.5 %) le taux de la facilité de dépôt, s'engageant à maintenir les taux directeurs à leurs niveaux actuels, voire plus bas encore, jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent fermement vers un niveau proche de 2 %. Par ailleurs, un système de rémunération des réserves à deux paliers (dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques n'est pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt) a été mis en place, tandis que les conditions des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont été rendues plus attractives. Qui plus est, le programme mensuel d'achats nets d'actifs, d'un montant de 20 milliards EUR, a repris en novembre. Tout au long de la période considérée, ces achats nets devraient se poursuivre au même rythme et les taux directeurs devraient rester inchangés. Toutefois, ces initiatives de la BCE n'auront probablement qu'un impact modeste sur la demande agrégée si elles ne sont pas accompagnées d'autres mesures.

L'orientation budgétaire de la zone euro dans son ensemble devrait rester légèrement expansionniste, avec une impulsion budgétaire d'environ 0.5 point de PIB sur deux ans (2020-21). Cette orientation soutiendra l'activité jusqu'à un certain point. Toutefois, l'assouplissement prévu est en grande partie indépendant de la marge de manœuvre budgétaire disponible et sa vocation première n'est pas de renforcer l'investissement public, lequel demeure inférieur à ses niveaux de 2008. Les pays de la zone euro dont le ratio de la dette publique au PIB est faible ou modéré disposent d'une marge de manœuvre considérable que les taux d'intérêt, toujours plus bas, ont encore accrue. Cette marge de manœuvre devrait être utilisée pour augmenter notablement l'investissement public et satisfaire ainsi des besoins d'investissement nationaux, tout en créant des effets d'entraînement sur les autres pays. Dans ce contexte, la priorité devrait être donnée à la réalisation d'objectifs climatiques, lesquels requièrent un effort d'investissement supplémentaire d'environ 1 point de PIB par an, au minimum, dans des domaines tels que les réseaux énergétiques, l'efficacité énergétique des bâtiments et les infrastructures pour véhicules électriques.

Des initiatives coordonnées sont également nécessaires sur le front structurel pour améliorer la stabilisation du cycle économique, aider à amortir les chocs négatifs résultant de l'exacerbation des restrictions commerciales et accroître le potentiel de croissance. Afin de mieux conjuguer stabilisation et viabilité, les règles budgétaires européennes devraient être simplifiées et recentrées sur la croissance des dépenses, elle-même arrimée à un objectif de ratio d'endettement. Le nouvel instrument budgétaire de convergence et de compétitivité devrait être déployé rapidement et son ampleur augmentée ultérieurement, afin de créer une capacité budgétaire commune à même d'influer sur l'orientation budgétaire de la zone euro. L'achèvement de l'union bancaire, notamment avec la mise en place d'un mécanisme commun de garantie des dépôts et d'un filet de sécurité budgétaire commun pour le Fonds de résolution unique, reste la première des priorités pour instituer un système bancaire véritablement européen, qui faciliterait la transmission de la politique monétaire et améliorerait les mécanismes privés de partage des risques. Les avancées vers l'union des marchés de capitaux permettraient de diversifier les sources de financement des entreprises. Enfin, de nouvelles initiatives visant à renforcer les politiques de recherche et d'innovation et à approfondir le marché unique, en remédiant à la segmentation généralisée des services et des industries de réseau, redynamiseraient les échanges et l'investissement

en Europe et aideraient à compenser les faiblesses actuelles de l'activité en ouvrant la voie à une croissance plus forte à moyen terme.

### La croissance devrait rester décevante

La croissance du PIB devrait rester en demi-teinte et s'établir à un niveau très légèrement supérieur à 1 % au cours des deux prochaines années, les exportations et l'investissement continuant de pâtir de la persistance d'une demande extérieure atone, de l'incertitude liée à l'action publique et de la faiblesse de la confiance. Le soutien qu'apporteront la consommation privée et les dépenses publiques à l'activité devrait être limité par une nouvelle hausse du taux d'épargne des ménages et par la modestie de l'expansion budgétaire prévue. Le taux de chômage devrait globalement se stabiliser, mais un taux de croissance inférieur à la normale maintiendra l'inflation bien en deçà de 2 %. Quoiqu'en léger repli, l'excédent des paiements courants de la zone euro demeurera ample et concentré dans quelques pays.

Les exportations et l'investissement continueraient de fléchir si les tensions commerciales avec les États-Unis s'exacerbaient, si l'économie chinoise ralentissait davantage que prévu, ou si l'incertitude entourant le contenu de l'accord commercial qui devrait finalement être conclu entre l'Union européenne et le Royaume-Uni devait se prolonger. L'aggravation du déclin de l'activité industrielle qui en résulterait accentuerait les risques de contagion au secteur des services. Les pressions à la baisse exercées sur ce dernier seraient encore plus fortes si une perte de confiance des consommateurs venait à accélérer le repli vers l'épargne de précaution des ménages. En revanche, des efforts coordonnés pour accroître l'investissement public et parachever l'union économique et monétaire permettraient d'atténuer les incertitudes liées à l'action publique et contribueraient à renforcer la confiance et la productivité.

# Annexe Statistique

---

L'Annexe statistique est disponible uniquement en ligne, à l'adresse  
<http://www.oecd.org/fr/economie/perspectives/annexe-statistique>.

---

# Perspectives économiques de l'OCDE

Les *Perspectives économiques de l'OCDE*, publication semestrielle, présentent une analyse des grandes tendances économiques qui marqueront les deux années à venir. Les Perspectives économiques proposent un ensemble cohérent de projections concernant la production, l'emploi, les prix et balances des opérations courantes et budgétaires.

Tous les pays membres de l'OCDE sont examinés ainsi que certains pays non membres. Cette édition comporte une évaluation générale, une série de notes thématiques sur certaines questions macroéconomiques et structurelles, et un chapitre résumant les tendances économiques et fournissant des projections par pays.

Veillez consulter cet ouvrage en ligne : <https://doi.org/10.1787/77c8f557-fr>.

Cet ouvrage est publié sur OECD iLibrary, la bibliothèque en ligne de l'OCDE, qui regroupe tous les livres, périodiques et bases de données statistiques de l'Organisation.

Rendez-vous sur le site [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org) pour plus d'informations.

Volume 2019/2  
N° 106, Novembre

éditions OCDE  
[www.oecd.org/editions](http://www.oecd.org/editions)



ISBN 978-92-64-60588-6



9 789264 605886