



# Perspectives économiques de l'OCDE

Novembre 2022





# PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

112

---

NOVEMBRE 2022

VERSION PRÉLIMINAIRE

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

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

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 République de Türkiye

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 Türkiye 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 Türkiye 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 Türkiye. 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 (2022), *Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2022 Numéro 2 : Version préliminaire*, N° 112, Éditions OCDE, Paris, <https://doi.org/10.1787/25b26d2e-fr>.

ISBN 978-92-64-98680-0 (imprimé)

ISBN 978-92-64-79335-4 (pdf)

ISBN 978-92-64-60914-3 (HTML)

ISBN 978-92-64-59361-9 (epub)

Perspectives économiques de l'OCDE

ISSN 0304-3274 (imprimé)

ISSN 1684-3436 (en ligne)

**Crédits photo :** Couverture © Karabin/Shutterstock.com.

Les corrigenda des publications sont disponibles sur : [www.oecd.org/fr/apropos/editionsocde/corrigendadepublicationsdelocde.htm](http://www.oecd.org/fr/apropos/editionsocde/corrigendadepublicationsdelocde.htm).

© OCDE 2022

---

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

---

# Table des matières

Remerciements	6
Éditorial Faire face à la crise	7
1 Évaluation générale de la situation macroéconomique	11
Introduction	12
La croissance ralentit et les conditions financières se sont durcies	15
La croissance mondiale devrait fléchir davantage et l'inflation ralentir progressivement	32
Principaux risques et vulnérabilités	37
Impératifs pour l'action publique	53
Références	74
Annexe 1.A. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les projections	77
2 Évolution dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres	79
Allemagne	80
Belgique	85
Brésil	89
Canada	93
Chine	97
États-Unis	102
France	106
Inde	111
Italie	115
Japon	119
Luxembourg	124
Royaume-Uni	128
Suisse	133
Zone euro	136
<b>GRAPHIQUES</b>	
Graphique 1.1. Divers indicateurs à haute fréquence laissent entrevoir un ralentissement	16
Graphique 1.2. Les prix des matières premières ont connu récemment des évolutions divergentes	17
Graphique 1.3. Les prix de détail de l'énergie ont nettement moins augmenté que les prix de gros, en particulier en Europe	18
Graphique 1.4. Contributions de l'inflation par l'offre et par la demande à l'inflation globale dans certaines économies de l'OCDE	20

Graphique 1.5. Certains facteurs qui tiraient l'inflation vers le haut avant la guerre sont en train de s'atténuer	21
Graphique 1.6. L'inflation est de plus en plus généralisée	22
Graphique 1.7. Les anticipations d'inflation à court terme ont augmenté dans de nombreuses économies	23
Graphique 1.8. La situation des marchés du travail est tendue	25
Graphique 1.9. Les salaires réels évoluent à la baisse dans la plupart des économies	25
Graphique 1.10. Les taux de chômage et d'inactivité ont diminué dans la plupart des économies de l'OCDE	26
Graphique 1.11. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales se sont atténuées mais les nouvelles commandes à l'exportation diminuent	27
Graphique 1.12. La dégradation des termes de l'échange a eu un effet négatif sur les revenus dans les économies importatrices de produits énergétiques, en particulier en Europe	28
Graphique 1.13. La volatilité des marchés financiers s'est accrue	29
Graphique 1.14. Les taux d'intérêt réels à long terme ont fortement augmenté dans de nombreux pays	29
Graphique 1.15. Les conditions sur les marchés financiers se sont nettement durcies	30
Graphique 1.16. Les rendements des obligations d'entreprises ont vivement augmenté	31
Graphique 1.17. La croissance mondiale devrait ralentir et être de plus en plus déséquilibrée entre régions	33
Graphique 1.18. Les déséquilibres des paiements courants sont plus importants qu'ils ne l'étaient juste avant la pandémie	37
Graphique 1.19. Les périodes de hausse des dépenses énergétiques sont souvent associées à une récession	39
Graphique 1.20. Le gaz est une importante source d'énergie pour la production d'électricité dans de nombreux pays européens	41
Graphique 1.21. Des pénuries de gaz prolongées et une montée de l'incertitude amputeraient la croissance et renforceraient l'inflation en 2023 et 2024	42
Graphique 1.22. Les obligations au titre du service de la dette pourraient fortement augmenter	44
Graphique 1.23. Les emprunts hypothécaires à taux variable peuvent exacerber les risques financiers	45
Graphique 1.24. Dans les économies de marché émergentes, les sorties de capitaux se sont accrues sur fond de risque souverain élevé et volatil	47
Graphique 1.25. L'endettement est élevé dans de nombreuses économies de marché émergentes	47
Graphique 1.26. L'appréciation du dollar américain pourrait amplifier les vulnérabilités financières des économies de marché émergentes	49
Graphique 1.27. La structure de nombreuses économies a fortement changé depuis la fin des années 1990	50
Graphique 1.28. L'impact du resserrement de la politique monétaire varie lorsque tous les pays interviennent ensemble	52
Graphique 1.29. Une diminution des incertitudes et une baisse des prix des matières premières renforceraient la croissance et atténueraient l'inflation	53
Graphique 1.30. Le resserrement des politiques monétaires a été rapide et très synchronisé	54
Graphique 1.31. Le resserrement des politiques monétaires devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres	57
Graphique 1.32. Projections relatives à la réduction des bilans des banques centrales	59
Graphique 1.33. Les mesures prévues de soutien aux consommateurs d'énergie sont coûteuses et en grande partie non ciblées	61
Graphique 1.34. L'assainissement des finances publiques devrait être modéré et varier selon les pays	62
Graphique 1.35. La dette publique a augmenté et le coût des nouveaux emprunts est en hausse	64
Graphique 1.36. Les taux d'intérêt directs dans les économies de marché émergentes devraient rester élevés à court terme pour contribuer à réduire l'inflation	66
Graphique 1.37. L'augmentation de la dette publique a été moins importante dans les économies de marché émergentes exportatrices de matières premières	67
Graphique 1.38. Le stock de mesures de restriction des échanges a continué d'augmenter	69
Graphique 1.39. Certaines politiques structurelles ont un effet sur le revenu disponible plus marqué que sur le PIB	70
Graphique 1.40. Il est possible d'améliorer considérablement le taux d'emploi des femmes dans un grand nombre de pays	71

## TABLEAUX

Tableau 1.1 La croissance mondiale devrait encore ralentir	14
--	----

## ENCADRÉS

Encadré 1.1. Inflation par l'offre et par la demande dans certaines économies de l'OCDE	18
Encadré 1.2. Les dépenses d'énergie depuis les années 1970	38
Encadré 1.3. Projections relatives au rythme du resserrement quantitatif	57

### Suivez les publications de l'OCDE sur :



<https://twitter.com/OECD>



<https://www.facebook.com/theOECD>



<https://www.linkedin.com/company/organisation-eco-cooperation-development-organisation-cooperation-developpement-eco/>



<https://www.youtube.com/user/OECDiLibrary>




<https://www.oecd.org/newsletters/>

### Ce livre contient des...

**StatLinks** 

Accédez aux fichiers Excel® à partir des livres imprimés !

Vous trouverez un **StatLink**  sous chaque tableau ou graphique de cet ouvrage. Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de copier le lien dans votre navigateur internet ou de cliquer dessus depuis la version électronique de l'ouvrage.

# Remerciements

Cette édition des Perspectives économiques de l'OCDE a été préparée par le Département des Affaires économiques sous la supervision générale de Álvaro Pereira, Luiz De Mello, Isabell Koske, Vincent Koen et Alain de Serres, and gérée par Nigel Pain

Le Chapitre 1 a été préparé au sein de la Division de la politique macroéconomique, avec Geoff Barnard, et Álvaro Pina comme auteurs principaux et Catherine MacLeod, Patrice Ollivaud, Nobukazu Ono, Lucia Quaglietti, Elena Rusticelli, et Enes Sunel ayant fourni des contributions de fond.

Le Chapitre 2 a été préparé par la Branche des études économiques, avec l'apport des contributions de Michael Abendschein, Müge Adalet McGowan, Marius Bickmann, Hansjörg Blöchliger, Martin Borowiecki, Tim Bulman, David Carey, Steven Cassimon, Ben Conigrave, Federica De Pace, Dennis Dlugosch, Falilou Fall, Priscilla Fialho, Erik Frohm, Paula Garda, Daniela Glocker, Andrea Goldstein, Nicolas Gonne, Antoine Goujard, Robert Grundke, Philip Hemmings, Jens Høj, Hyunjeong Hwang, Nikki Kergozou, Eun Jung Kim, Caroline Klein, Michael Koelle, Vassiliki Koutsogeorgopoulou, Ze'ev Krill, Álvaro Leandro, Timo Leidecker, Gabriel Machlica, Alessandro Maravalle, Margit Molnar, Kei Oguro, Alberto González Pandiella, Jon Pareliussen, Bertrand Pluyaud, Axel Purwin, Adolfo Rodriguez-Vargas, Oliver Röhn, Cyrille Schwellnus, Patrizio Sicari, Urban Sila, Zuzana Smidova, Donal Smith, Jan Strasky, Kosuke Suzuki, Tomomi Tanaka, Srdan Tatomir, Ania Thiemann, Elena Vidal, Ben Westmore, Yoonyoung Yang et Zvezdelina Zhelyazkova. La rédaction des notes par pays a été effectuée sous la supervision de Müge Adalet McGowan, Jens Arnold, Sebastian Barnes, Mame Fatou Diagne, Alberto González Pandiella et Isabelle Jourmard.

La coordination générale ainsi que le soutien éditorial et des données statistiques clés ont été fournis par Isabelle Fakih et Jérôme Brézillon.

Le soutien des données statistiques a été fourni par Paula Adamczyk, Damien Azzopardi, Steven Cassimon, Corinne Chanteloup, Ane Kathrine Christensen, Véronique Gindrey, Federico Giovannelli, Béatrice Guérard, Mauricio Hitschfeld, Tony Huang, Eun Jung Kim, Seung-Hee Koh, Anne Legendre, Natia Mosiashvili and Axel Purwin. Le soutien éditorial relatif aux notes par pays a été apporté par Jean-Rémi Bertrand, Nathalie Bienvenu, Emily Derry, Karimatou Diallo, Laura Fortin, Stephanie Henry, Robin Houn Lee, Sisse Nielsen, Michelle Ortiz et Heloise Wickramanayake.

L'analyse du contexte et la gestion des bases de données clés ont été fournies par la Division de l'analyse macroéconomique, avec les contributions d'Yvan Guillemette et Jeroen Meyer, sous la supervision de David Turner.

Un projet initial a été préalablement discuté par le Comité de Politique Économique de l'OCDE. Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE.

# Éditorial

## Faire face à la crise

L'économie mondiale est confrontée à la pire crise énergétique depuis les années 1970. Le choc énergétique a porté l'inflation à des niveaux qu'elle n'avait plus atteints depuis des décennies et pèse sur la croissance dans le monde entier. Dans la présente édition des *Perspectives économiques de l'OCDE*, nous estimons aujourd'hui que la croissance mondiale refluera à 2.2 % en 2023, avant de rebondir très modestement pour atteindre 2.7 % en 2024. L'Asie sera le principal moteur de la croissance en 2023 et 2024, tandis qu'en Europe, en Amérique du Nord et en Amérique du Sud, les taux de croissance seront très faibles.

Sur fond de hausse de l'inflation et de recul de la croissance, l'économie mondiale paie au prix fort la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine. Si les prix avaient déjà commencé à augmenter sous l'effet du rapide rebond économique, survenu après la pandémie et des difficultés d'approvisionnement qui ont suivi, l'inflation s'est emballée et s'est propagée dans le monde entier après l'invasion russe en Ukraine.

En raison de cette envolée inattendue des prix, les salaires réels chutent dans de nombreux pays, amputant fortement le pouvoir d'achat. Nul n'est épargné. Si l'inflation n'est pas jugulée, ces problèmes ne feront que s'aggraver. La lutte contre la hausse des prix doit donc être aujourd'hui la première priorité des décideurs publics.

À travers le monde, les banques centrales relèvent les taux d'intérêt dans le but de contenir l'inflation et d'ancrer les anticipations d'inflation dans leurs économies respectives. Cette stratégie commence à porter ses fruits. Au Brésil par exemple, la banque centrale a réagi rapidement et l'inflation a commencé à régresser ces derniers mois. Aux États-Unis, les dernières données laissent aussi entrevoir quelques progrès dans la lutte contre l'inflation. Néanmoins, les pays où l'inflation demeure élevée et généralisée doivent poursuivre le resserrement de leur politique monétaire.

Pour combattre la hausse des prix, il est également essentiel que les autorités budgétaire et monétaire travaillent main dans la main. En effet, toute décision budgétaire ayant pour effet d'accentuer les tensions inflationnistes nécessitera des relèvements encore plus marqués des taux directeurs en vue de maîtriser l'inflation. C'est pourquoi les aides publiques instaurées pour protéger les familles et les entreprises contre le choc énergétique devraient être temporaires et ciblées sur les ménages et les entreprises les plus vulnérables, sans pour autant accroître les tensions inflationnistes ni alourdir le poids de la dette publique. Les gouvernements ont déjà fait beaucoup pour atténuer le coup porté à l'économie par l'envolée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, notamment au moyen de plafonnements des prix, d'aides aux revenus, de prix subventionnés et de baisses d'impôts. Cependant, comme les prix de l'énergie resteront sans doute élevés et volatils pendant un certain temps, les mesures non ciblées visant à contenir les prix deviendront de plus en plus difficiles à financer, et risquent en outre d'affaiblir les incitations aux économies d'énergie, pourtant nécessaires.

Les marchés de l'énergie demeurent l'un des principaux risques à la baisse par rapport à nos perspectives. L'Europe a beaucoup fait pour reconstituer ses réserves de gaz naturel et réduire la demande, mais il reste des risques pour cet hiver dans l'hémisphère nord. La situation pourrait être encore plus tendue à l'hiver 2023-24, le remplissage des réserves de gaz risquant de s'avérer plus problématique l'année prochaine. Un renchérissement du gaz, ou un arrêt pur et simple de l'approvisionnement, pèserait nettement sur la croissance et accélérerait l'inflation en Europe et dans le reste du monde en 2023 et 2024.

La hausse des taux d'intérêt va elle aussi entraîner de nombreux risques et difficultés. Le remboursement des dettes deviendra plus coûteux pour les entreprises, les États et les ménages ayant emprunté à taux variables ou contractant de nouvelles dettes. Nous sommes particulièrement préoccupés par la situation des pays à faible revenu, car plus de la moitié d'entre eux sont déjà en surendettement critique (ou risquent de le devenir) et doivent à présent faire face à un durcissement des conditions financières. Pour beaucoup d'entre eux et pour les économies de marché émergentes, la dépréciation de la monnaie par rapport au dollar des États-Unis accroît encore ces risques.

La guerre menée par la Russie contre l'Ukraine aggrave par ailleurs l'insécurité alimentaire mondiale en faisant monter les prix, en perturbant les approvisionnements et en limitant l'accès à des produits alimentaires abordables. Certaines des populations les plus vulnérables du monde courent des risques d'insécurité alimentaire extrêmes, et de nombreux États n'ont pas les moyens d'y remédier. La première des priorités doit donc être de préserver l'ouverture des marchés et la circulation des produits agricoles et d'apporter des aides dûment ciblées, afin d'éviter d'autres perturbations des approvisionnements alimentaires, voire des famines, dans nombre d'entre eux.

## Quelles mesures pour une reprise plus forte ?

En ces temps difficiles, les décideurs doivent prendre des mesures audacieuses. Au-delà des décisions monétaire et budgétaire, l'heure est venue pour les États de renouer avec les politiques structurelles pour résoudre certains des problèmes actuels les plus impérieux.

Premièrement, il est impératif d'investir dans la sécurité énergétique et la diversification des sources d'approvisionnement en énergie. Pour prévenir les problèmes liés à l'énergie, de nombreux pays ont décidé de revenir provisoirement à des sources plus polluantes et émettrices de carbone. Cependant, l'explosion des prix et les inquiétudes quant à la sécurité énergétique encouragent aussi États et entreprises à diversifier leurs sources d'énergie et à investir davantage dans les renouvelables. Les gouvernements devront en priorité renforcer les réseaux et investir dans l'efficacité énergétique et les technologies vertes afin d'atteindre les objectifs de neutralité carbone. L'OCDE entend soutenir ces efforts via son Forum inclusif sur les approches d'atténuation des émissions de carbone, qui promeut le dialogue entre pays à différents stades de développement et qui permettra de mieux comprendre et analyser les différentes approches d'atténuation du changement climatique ainsi que leurs effets.

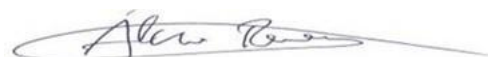
Deuxièmement, les gouvernements doivent veiller à préserver l'ouverture des marchés et les flux d'échanges internationaux. Les pressions concurrentielles en seront renforcées et les difficultés d'approvisionnement atténuées. En revanche, la mise en œuvre de politiques protectionnistes constituerait un grave recul pour de nombreux pays, notamment les plus pauvres, et nuirait fortement à l'économie mondiale.

Troisièmement, il est indispensable de promouvoir l'emploi pour dynamiser la croissance potentielle et asseoir une reprise plus solide et plus inclusive. Ainsi, les gouvernements devraient s'employer à réduire les écarts de taux d'emploi entre les femmes et les hommes dans les pays où ils restent élevés. Il est également essentiel d'investir dans les compétences pour contrebalancer les pertes en capital humain causées par la pandémie, notamment au sein des populations les plus vulnérables, et pour remédier aux pénuries de compétences persistantes ou nouvelles que connaissent de nombreux pays.

## En résumé

Nous sommes aujourd'hui face à des perspectives économiques très difficiles. Notre scénario central ne prévoit pas de récession mondiale, mais un net ralentissement de la croissance mondiale en 2023 et une inflation encore élevée, bien qu'en recul, dans de nombreux pays. Les risques demeurent importants. En ces temps difficiles et incertains, les politiques publiques ont encore une fois un rôle crucial à jouer : la poursuite du resserrement monétaire est nécessaire pour lutter contre l'inflation, tandis que les mesures de soutien budgétaire devront être plus ciblées et temporaires. Il sera impératif d'accélérer l'investissement dans l'adoption et le développement de sources et de technologies d'énergie propre pour diversifier les approvisionnements et assurer la sécurité énergétique. Mettre de nouveau l'accent sur les politiques structurelles permettra aux décideurs de stimuler l'emploi et la productivité, et de faire en sorte que la croissance profite à tous. En d'autres termes, c'est à nous d'agir pour surmonter cette crise. À nous de mettre en œuvre les bonnes politiques pour améliorer nos chances d'y parvenir.

Le 22 novembre 2022

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Álvaro Santos Pereira', enclosed within a thin, horizontal oval border.

M. Álvaro Santos Pereira

Chef économiste par intérim de l'OCDE



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

## Introduction

L'économie mondiale est confrontée à des difficultés grandissantes. La croissance s'est essouffée, la forte inflation s'avère persistante, la confiance s'est affaiblie et l'incertitude est grande. La guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine a sensiblement fait monter les prix, en particulier ceux de l'énergie, accentuant les tensions inflationnistes à un moment où le coût de la vie augmentait déjà rapidement dans le monde entier. Les conditions financières mondiales se sont nettement durcies, sur fond de mesures particulièrement énergiques et généralisées prises par les banques centrales pour relever leurs taux d'intérêt directs ces derniers mois. Cela a pesé sur les dépenses qui sont sensibles aux taux d'intérêt et a accentué les tensions observées dans de nombreuses économies de marché émergentes. La situation des marchés du travail reste globalement tendue, mais la progression des salaires a été moins rapide que la hausse des prix, ce qui a réduit les revenus réels malgré les mesures prises par les pouvoirs publics pour atténuer l'impact du renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie sur les ménages et les entreprises. La croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial devrait être de 3.1 % en 2022, soit un taux inférieur de moitié à celui observé en 2021 pendant le rebond consécutif à la pandémie, et ralentir encore pour s'établir à 2.2 % en 2023, nettement en deçà du rythme prévu avant la guerre. En 2024, la croissance mondiale devrait s'établir à 2.7 %, soutenue par les premières baisses de taux d'intérêt directs adoptées dans plusieurs pays. Les perspectives mondiales deviennent par ailleurs de plus en plus déséquilibrées, les grandes économies de marché émergentes d'Asie représentant près des trois quarts de la croissance du PIB mondial en 2023, du fait d'une expansion soutenue, tandis que le ralentissement de l'activité devrait être marqué aux États-Unis et en Europe. Dans les grandes économies avancées, l'inflation globale mesurée par les prix à la consommation devrait refluer de 6.3 % cette année aux alentours de 4¼ pour cent en 2023 et de 2½ pour cent en 2024, à mesure que les effets du resserrement des politiques monétaires commenceront à se faire sentir, que les tensions exercées par la demande se dissiperont et que les coûts de transport et les délais de livraison se normaliseront, même si le rythme du recul de l'inflation variera selon les pays.

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

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

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

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

**Tableau 1.1 La croissance mondiale devrait encore ralentir**

	Moyenne 2013-2019	2021	2022	2023	2024	2022 T4	2023 T4	2024 T4
		Pourcentage						
<b>Croissance du PIB en volume<sup>1</sup></b>								
Monde <sup>2</sup>	3.4	5.9	3.1	2.2	2.7	2.0	2.3	3.0
G20 <sup>2</sup>	3.5	6.2	3.0	2.2	2.7	2.0	2.2	3.0
OCDE <sup>2</sup>	2.2	5.6	2.8	0.8	1.4	1.2	0.9	1.8
États-Unis	2.4	5.9	1.8	0.5	1.0	0.2	0.3	1.6
Zone euro	1.9	5.3	3.3	0.5	1.4	1.4	0.7	1.7
Japon	0.8	1.6	1.6	1.8	0.9	2.0	1.2	0.7
Non-OCDE <sup>2</sup>	4.4	6.2	3.4	3.3	3.8	2.7	3.6	4.0
Chine	6.8	8.1	3.3	4.6	4.1	4.4	4.5	4.0
Inde <sup>3</sup>	6.8	8.7	6.6	5.7	6.9			
Brésil	-0.4	4.9	2.8	1.2	1.4			
<b>Taux de chômage dans l'OCDE<sup>4</sup></b>	6.5	6.2	5.0	5.3	5.5	5.0	5.5	5.5
<b>Inflation<sup>1</sup></b>								
G20 <sup>2,5</sup>	3.0	3.9	8.1	6.0	5.4	8.0	5.5	5.5
OCDE <sup>6,7</sup>	1.6	3.8	9.4	6.5	5.1	9.6	5.5	5.1
États-Unis <sup>6</sup>	1.4	4.0	6.2	3.5	2.6	5.5	3.1	2.3
Zone euro <sup>8</sup>	0.9	2.6	8.3	6.8	3.4	9.6	4.9	2.9
Japon <sup>9</sup>	0.9	-0.2	2.3	2.0	1.7	3.2	1.4	1.9
<b>Solde des administrations publiques dans l'OCDE<sup>10</sup></b>	-3.2	-7.3	-3.7	-3.6	-3.1			
<b>Croissance du commerce mondial<sup>1</sup></b>	3.4	10.0	5.4	2.9	3.8	2.4	3.2	4.0

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

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

3. Exercice budgétaire.

4. Pourcentage de la population active.

5. Inflation globale.

6. Déflateur des dépenses personnelles de consommation.


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

8. Indice des prix à la consommation harmonisé.

9. Indice national des prix à la consommation.

10. Pourcentage du PIB.

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

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

## La croissance ralentit et les conditions financières se sont durcies

### *La croissance mondiale s'est essoufflée sur fond de forte inflation*

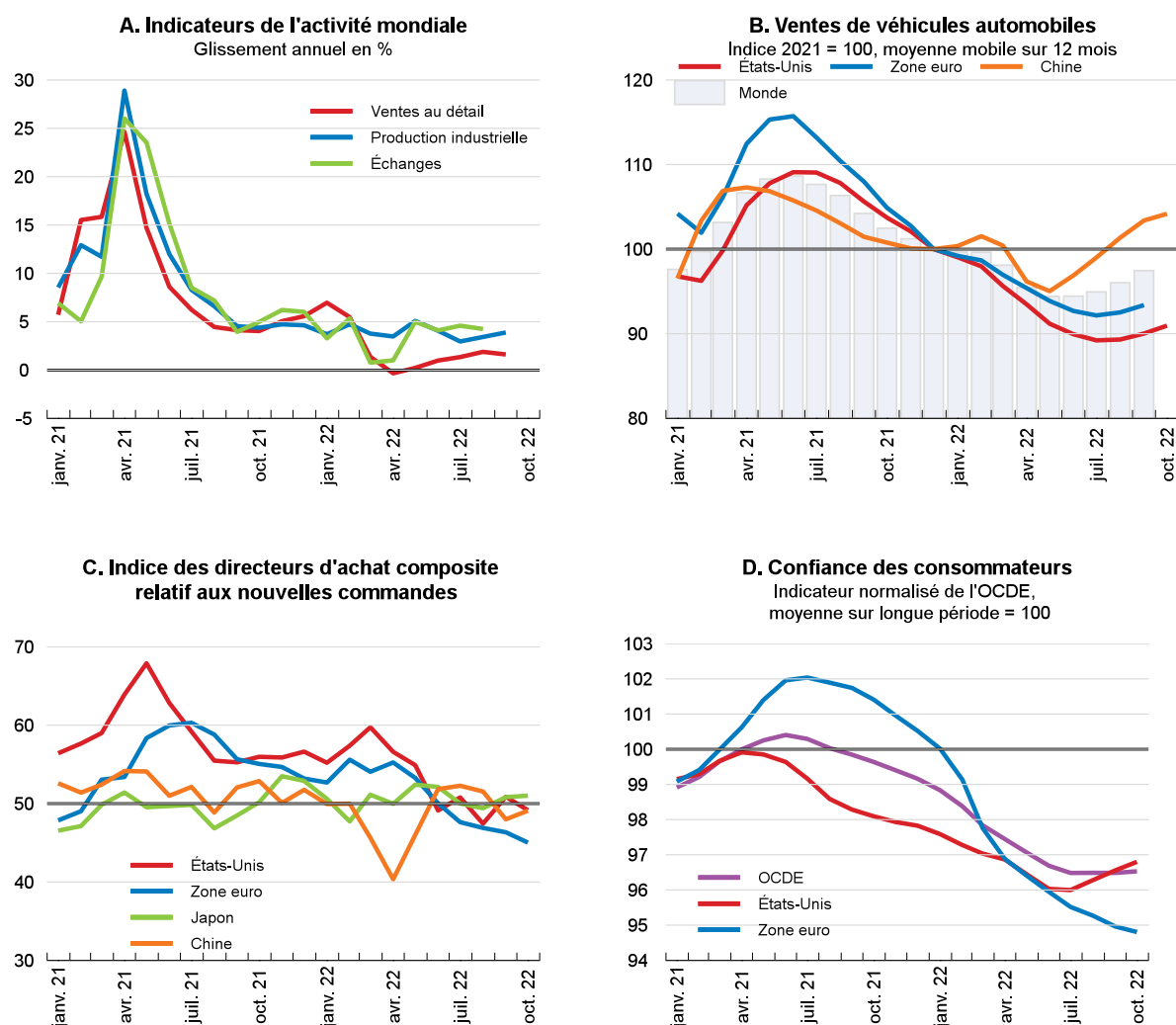
La guerre en Ukraine a des effets négatifs persistants sur la situation économique. Le PIB mondial a stagné au deuxième trimestre de 2022, où la production a chuté tant en Ukraine qu'en Russie et s'est contractée aussi bien en Chine (du fait des confinements imposés en application de la politique « zéro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

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

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

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

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



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

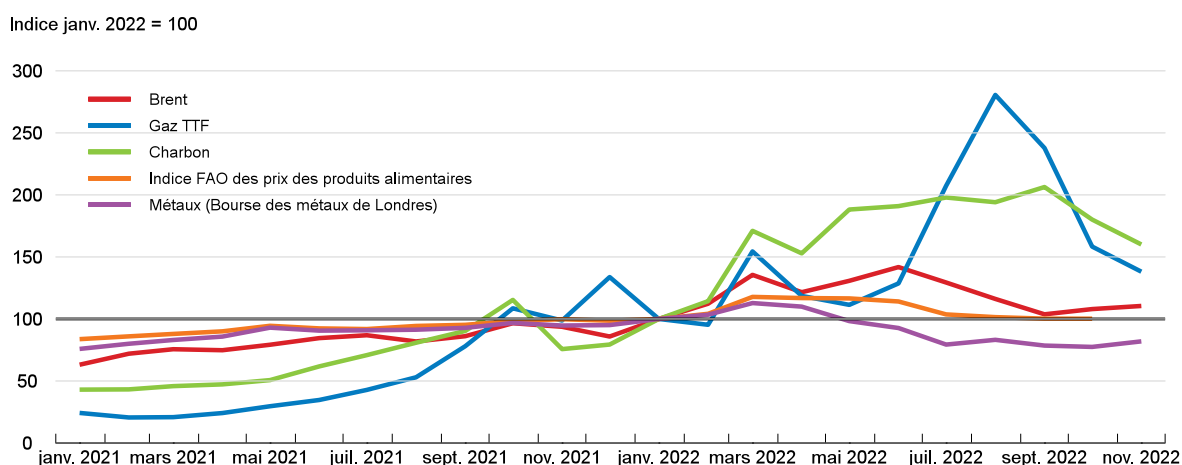
Source : Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; Bureau central de planification (CPB, *Centraal Planbureau*) des Pays-Bas ; S&P Global ; Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

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

Avant même la guerre en Ukraine, les tensions inflationnistes avaient commencé à s'accroître, la hausse des prix étant alimentée à la fois par des facteurs liés à l'offre et à la demande dans les économies de l'OCDE (encadré 1.1). Certains de ces facteurs se sont atténués ou ont commencé à s'inverser au cours de l'année écoulée. La hausse des prix des biens a ralenti, le changement de composition de la demande marqué par une diminution de la part des services et une augmentation de celle des biens (en particulier des biens durables) étant en train de s'inverser (graphique 1.5, partie A). La normalisation de la structure de la demande a commencé à se traduire par une augmentation des taux d'inflation des services dans la plupart des pays et, dans certains, par une diminution de l'inflation des biens<sup>1</sup>.

Un autre facteur qui tirait l'inflation vers le haut jusqu'au début de 2022, et qui s'est nettement affaibli au cours des derniers mois, réside dans les coûts du transport maritime. Compte tenu du fléchissement de la demande de biens dans les économies avancées et du fait que les chaînes d'approvisionnement ont été, dans une large mesure, rétablies depuis la première phase de la pandémie, les coûts du fret ont nettement diminué dernièrement (graphique 1.5, partie B). Pour les pays du G20 considérés dans leur ensemble, on estime que l'impact des coûts du transport maritime sur l'inflation a atteint un sommet au troisième trimestre de 2021, puis a diminué pour s'établir à 0.18 point de pourcentage seulement au troisième trimestre de 2022, et à zéro à la mi-novembre 2022<sup>2</sup>.

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



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

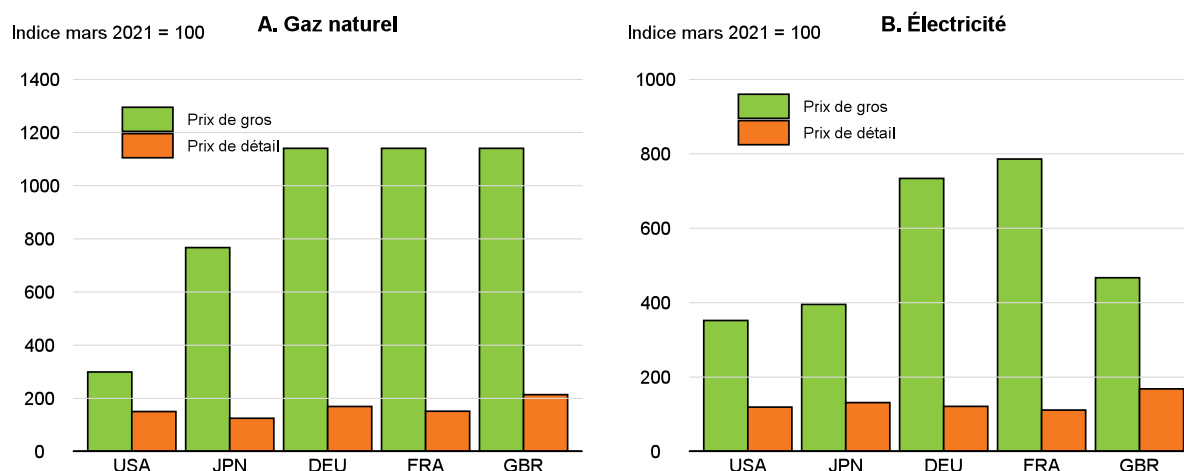
Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

et 2022b). On identifie les chocs subis par les prix et les volumes au cours d'un mois donné en effectuant des autorégressions vectorielles (VAR) sur la période de 10 ans qui s'achève le mois considéré pour les prix et les volumes de chaque composante, et en examinant les résidus des régressions respectives<sup>1</sup>. L'hypothèse retenue est que les résidus de prix et de volume ayant le même signe reflètent la demande – une augmentation de la demande tire à la fois les prix et les volumes vers le haut, et inversement pour une diminution de la demande – tandis que les résidus de signes opposés correspondent à des chocs d'offre – une diminution de l'offre se traduit par une réduction de volume mais une augmentation de prix. Outre les composantes pour lesquelles on détermine que les variations des prix sont clairement induites soit par la demande soit par l'offre, on identifie également une catégorie intermédiaire, qualifiée de « composante ambiguë », pour laquelle les résidus de prix et/ou de volume sont trop faibles pour pouvoir être considérés comme significatifs ; compte tenu du seuil défini, environ 20 % des variations en moyenne relèvent de cette composante ambiguë. Les contributions de ces trois catégories, dont la somme donne l'inflation globale mesurée par l'indice PCE, montrent l'importance relative des facteurs liés à l'offre et à la demande.

Les autres pays de l'OCDE ne disposent pas de données mensuelles désagrégées sur les prix et les volumes correspondantes pour la consommation des ménages, mais les données des comptes nationaux trimestriels relatives aux dépenses de consommation des ménages ventilées selon la nomenclature des fonctions de la consommation individuelle (COICOP) peuvent être utilisées pour réaliser un exercice similaire<sup>2</sup>. Le graphique 1.4 montre les résultats de cet exercice pour huit économies de l'OCDE, dont les États-Unis. La désagrégation des données est généralement nettement moins poussée que dans le cas des États-Unis, où les données relatives à l'indice PCE sont ventilées en 136 catégories : le nombre de catégories disponibles dans les comptes nationaux trimestriels varie en effet de 11 au Danemark à 110 au Royaume-Uni.

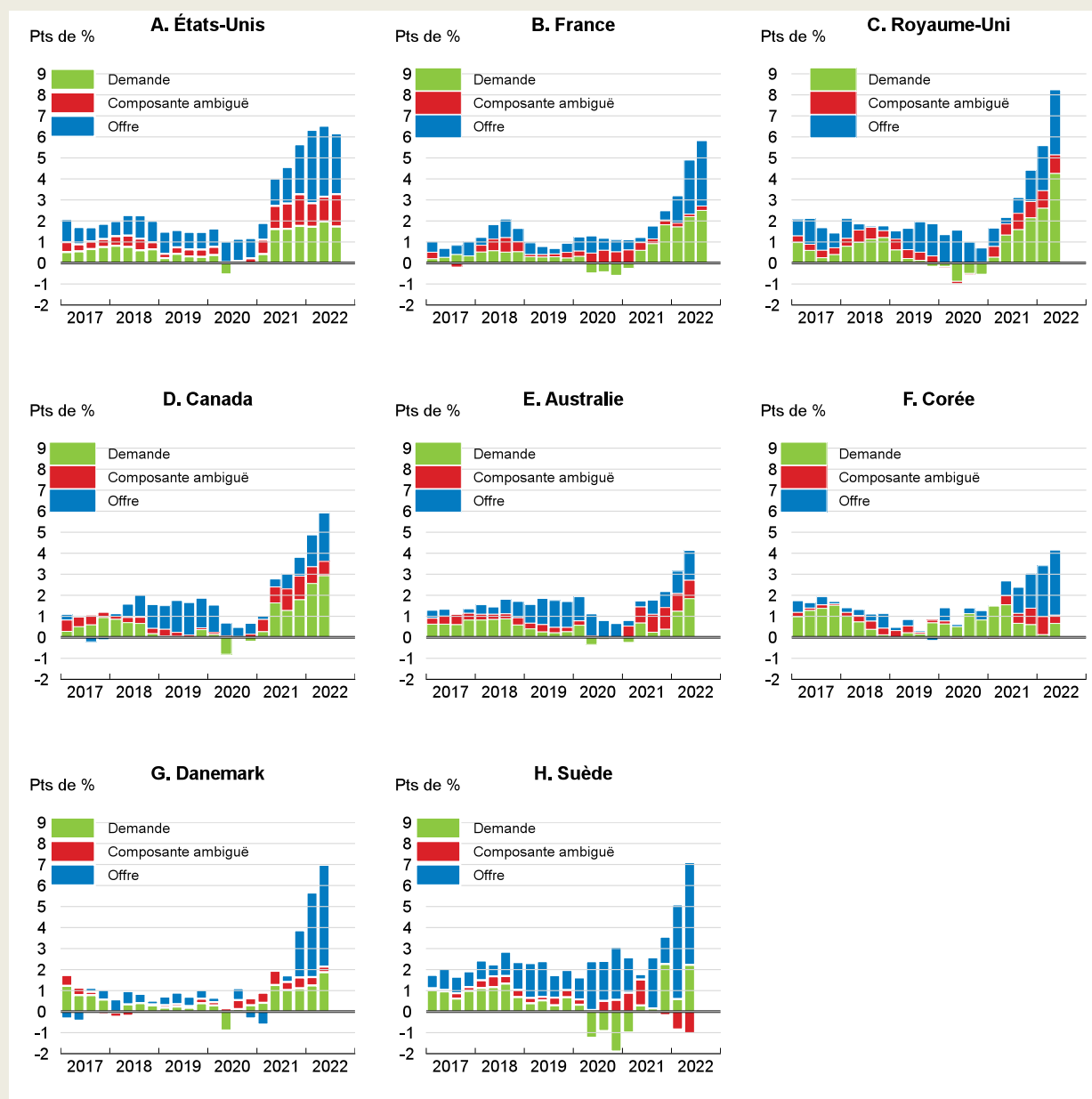
Dans tous les pays, ces résultats laissent à penser que les facteurs ayant tiré l'inflation vers le haut depuis la mi-2020 étaient à la fois liés à l'offre et à la demande. La part de l'inflation imputable à la demande au deuxième trimestre de 2022 va de moins d'un quart en Corée à la moitié environ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

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

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

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

Décomposition de l'inflation globale en glissement annuel



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

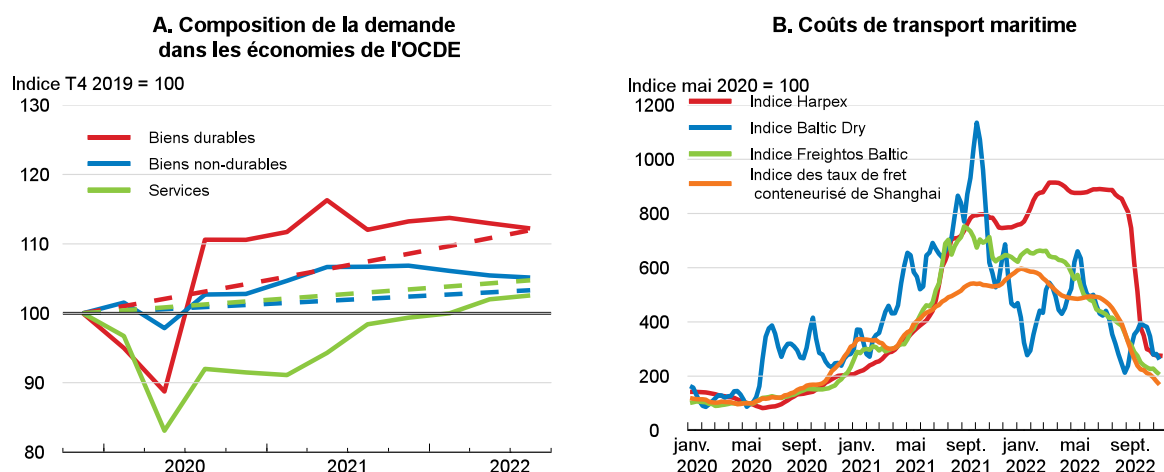
StatLink  <https://stat.link/m91a03>

1. Il s'agit d'une autorégression vectorielle (VAR) à deux équations portant sur les prix et les volumes (qualifiés de « quantités » dans les travaux de Shapiro) : on a estimé les équations  $p_{i,t} Z_{i,t-1} \gamma + \varepsilon_{i,t}^p$  et  $q_{i,t} Z_{i,t-1} \gamma + \varepsilon_{i,t}^q$ , où  $p_{i,t}$  et  $q_{i,t}$  sont les logarithmes des indices de prix et de quantité, respectivement, de la

catégorie  $i$  au trimestre  $t$ ,  $Z_{i,t-1}$  est un vecteur de 4 valeurs retardées des logarithmes des indices de prix et de quantité de la catégorie  $i$  au trimestre  $t$ , et  $\varepsilon_{i,t}^p$  et  $\varepsilon_{i,t}^q$  sont les résidus de prix et de quantité pour la catégorie  $i$  au trimestre  $t$ . Ces équations ont été estimées sur un intervalle mobile de 10 ans pour la période allant de T4 2005 à T2 2022 ou T3 2022. On calcule les contributions des composantes tirées par l'offre, tirées par la demande et ambiguës à l'inflation en glissement annuel en faisant la somme pondérée des quatre contributions trimestrielles les plus récentes.


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

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



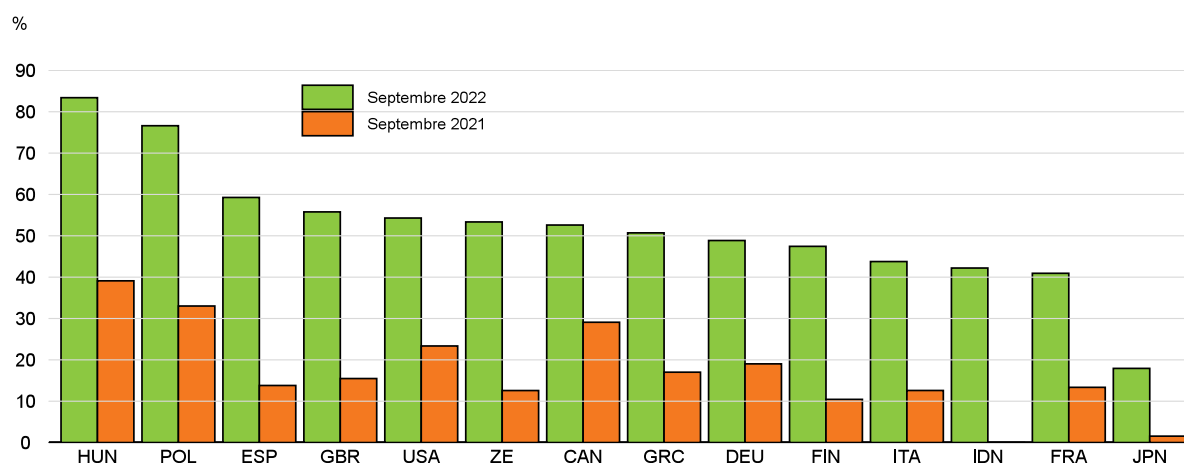
Note : Dans la partie A du graphique, les lignes en tirets correspondent à la prolongation de la tendance observée avant la pandémie de COVID-19 (période 2010-19). L'indice de l'OCDE repose sur la somme pondérée des taux de croissances des différents pays, pondérations fondées sur les PIB mesurés à parité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

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

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

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

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

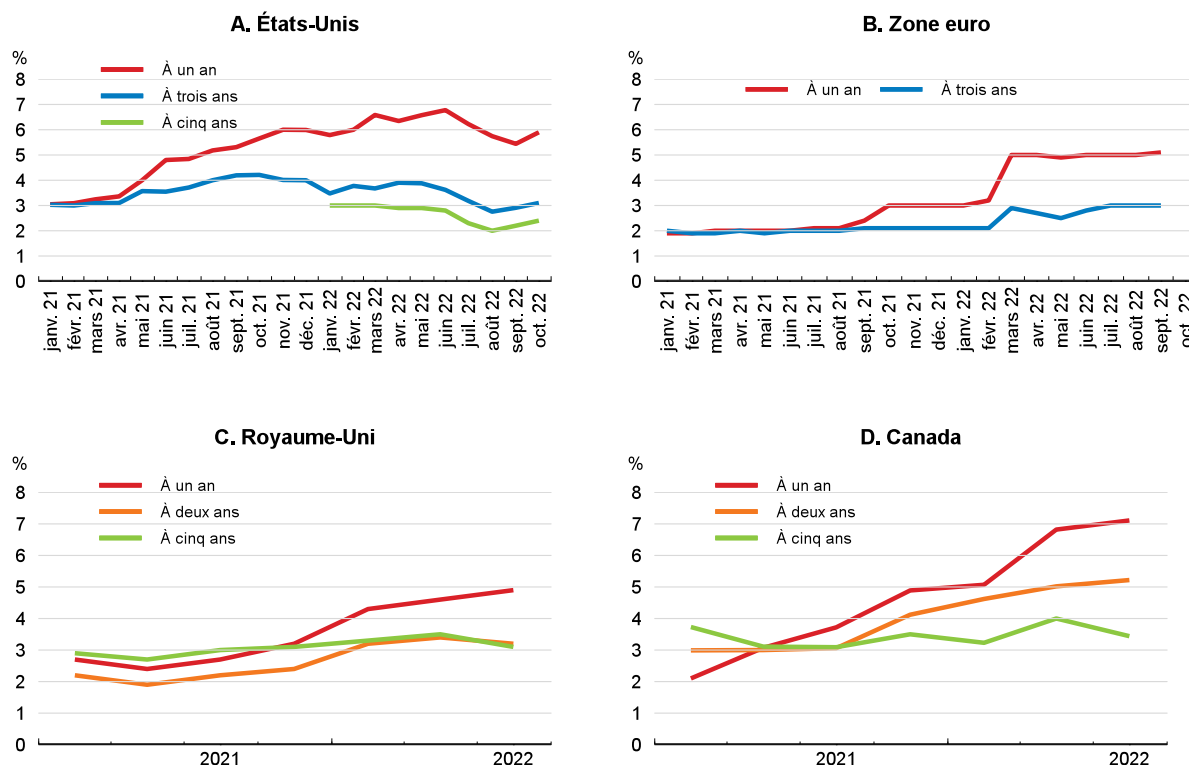


Note : Inflation calculée à partir de l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*), c'est-à-dire du déflateur de la consommation des ménages, pour les États-Unis, de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro, ses pays membres et le Royaume-Uni, et de l'indice national des prix à la consommation pour les autres économies. Le calcul effectué repose sur environ 40 sous-indices pour l'Indonésie, 70 pour le Japon, 150 pour l'Allemagne, le Canada, l'Espagne, la France, la Grèce et l'Italie, et plus de 200 pour les autres pays. Source : Bureau d'analyse économique (BEA, *Bureau of Economic Analysis*) des États-Unis ; Eurostat ; Bureau des statistiques du Japon ; Office des statistiques nationales (ONS, *Office for National Statistics*) du Royaume-Uni ; Office central des statistiques (BPS, *Badan Pusat Statistik*) d'Indonésie ; et calculs de l'OCDE.


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

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

Niveau médian des anticipations d'inflation des ménages



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

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

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

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

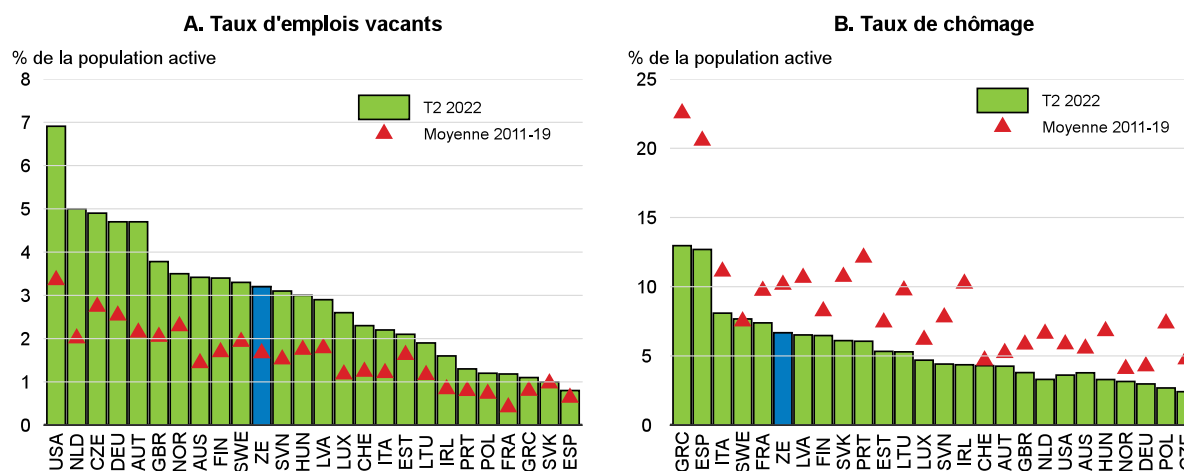
On observe des évolutions très différentes de la population active dans les pays membres de l'OCDE depuis le début de la pandémie. Dans la plupart d'entre eux, les taux d'activité ont continué d'augmenter, les taux d'inactivité étant nettement inférieurs à leur niveau d'avant la pandémie. Parmi les exceptions figurent les États-Unis, le Royaume-Uni ainsi que le Chili, la Colombie et la Lettonie, où le taux d'activité demeure en deçà de son niveau d'avant la pandémie (graphique 1.10). Cela explique peut-être en partie pourquoi certaines mesures des tensions sur le marché du travail, telles que les taux d'emplois vacants (graphique 1.8), sont plus élevées dans des pays comme les États-Unis et le Royaume-Uni que dans des pays où l'inactivité a nettement reculé par rapport à la période antérieure à la pandémie, comme la Grèce et la Pologne. Les raisons de ces disparités d'évolution du taux d'activité sont complexes, mais elles incluent probablement les différences d'impact de la pandémie sur la santé de la population d'âge actif. Les pays caractérisés par des taux élevés de morbidité et de mortalité liés au COVID-19 en 2020 et 2021 ont généralement vu leur taux d'activité augmenter plus modestement, voire reculer, par rapport au niveau auquel il s'établissait juste avant la pandémie<sup>3</sup>. En outre, le redressement du marché du travail dans certaines économies de marché émergentes a reposé dans une large mesure sur une progression des emplois informels, qui n'apparaît pas dans les statistiques de la population active.

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

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

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

## Graphique 1.8. La situation des marchés du travail est tendue

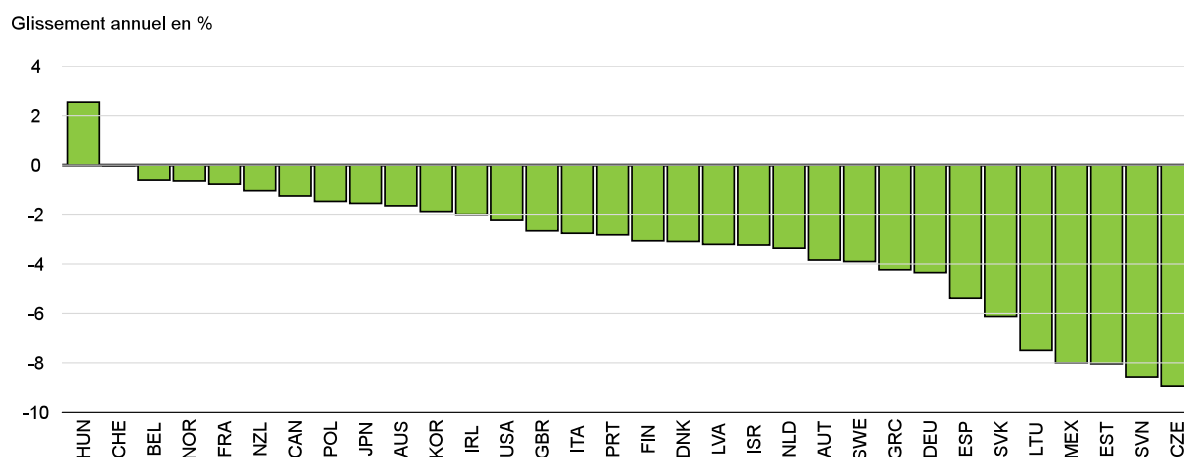


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; Eurostat ; OCDE, Statistiques de la population active ; Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (DARES) du ministère français du Travail ; et calculs de l'OCDE.

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

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

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



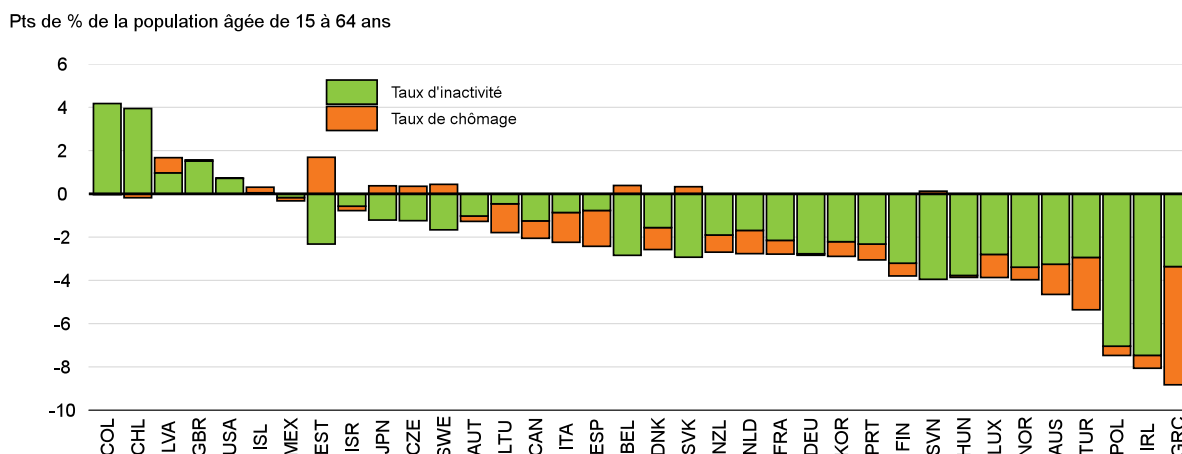
Note : Rémunération par salarié corrigée du déflateur de la consommation des ménages.

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

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

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

Différence entre T2 2022 et T4 2019



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

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

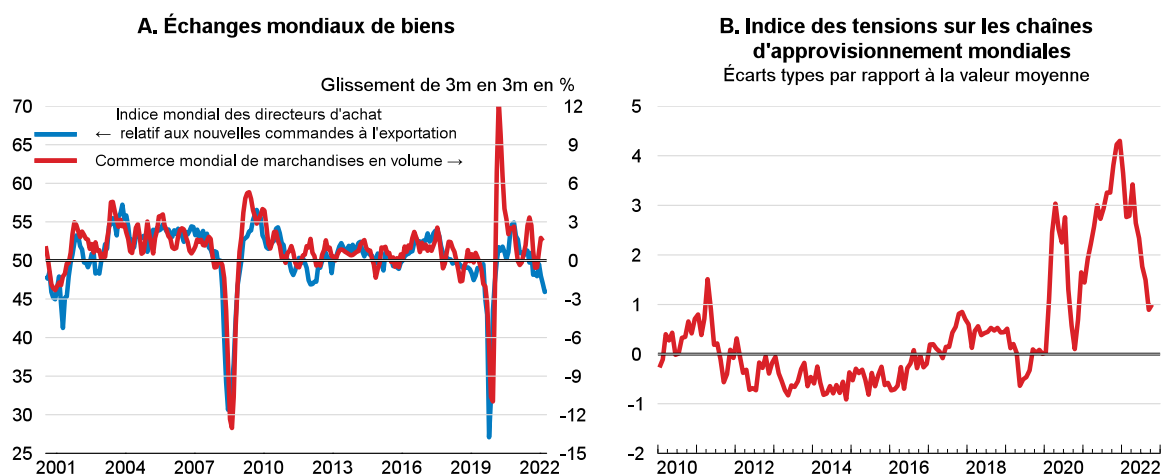
### ***La croissance des échanges a bien résisté au premier semestre de 2022, mais les indicateurs récents se sont dégradés***

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

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

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

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

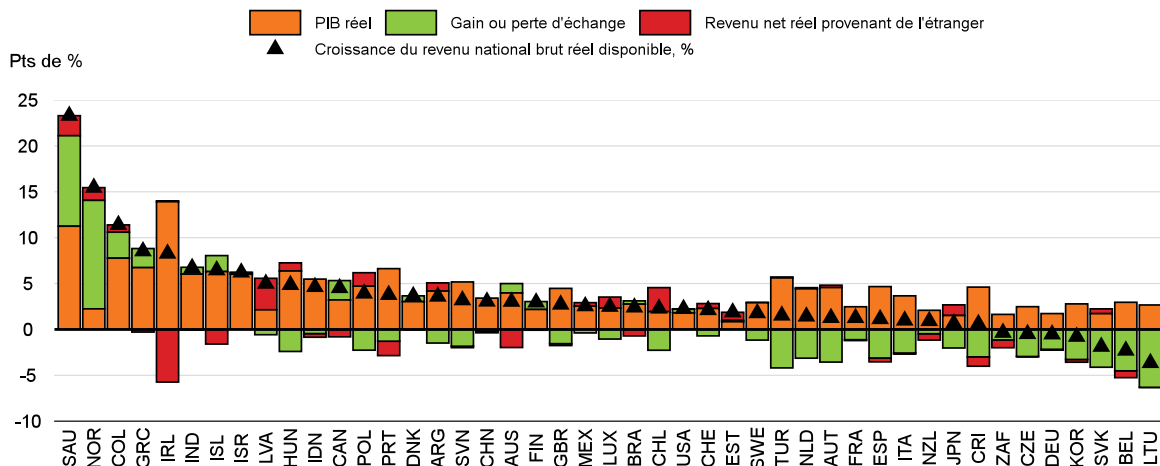


Source : S&P Global ; Bureau central de planification (CPB, *Centraal Planbureau*) des Pays-Bas ; et Banque fédérale de réserve de New York.

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

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

Contributions à la croissance du revenu national disponible brut en 2022



Source : Calculs de l'OCDE.

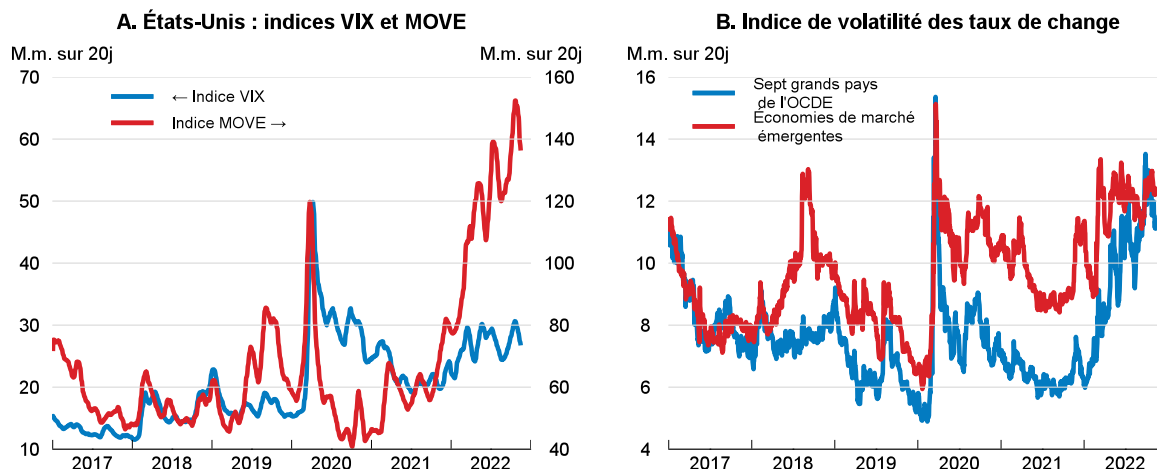
StatLink  <https://stat.link/a4u0tn>

### Les conditions sur les marchés financiers se sont nettement durcies

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

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

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

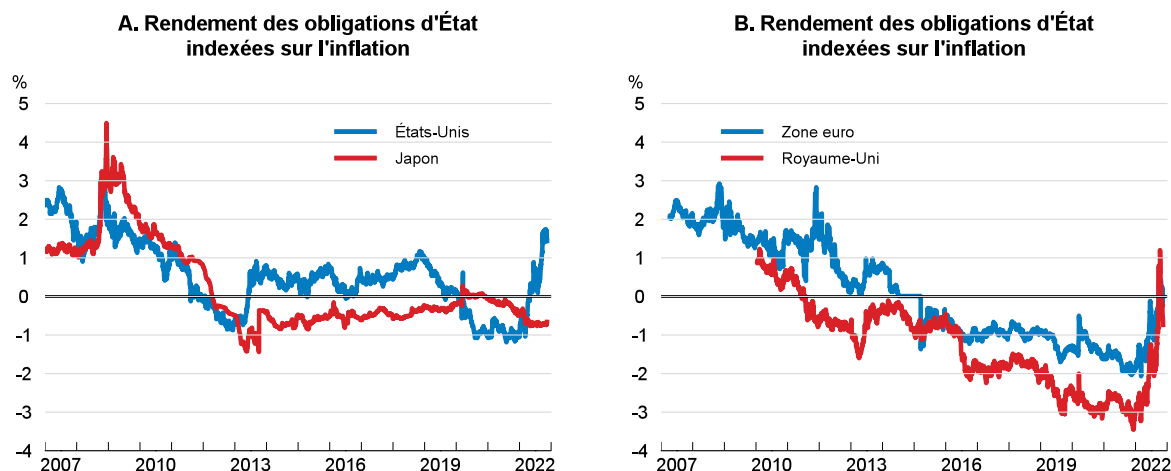


Note : On peut considérer la volatilité implicite, telle qu'elle est mesurée par l'indice VIX, comme une mesure du risque anticipé par le marché (volatilité future). L'indice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate) est un indice pondéré de la courbe des rendements représentant la volatilité implicite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

Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

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

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



Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

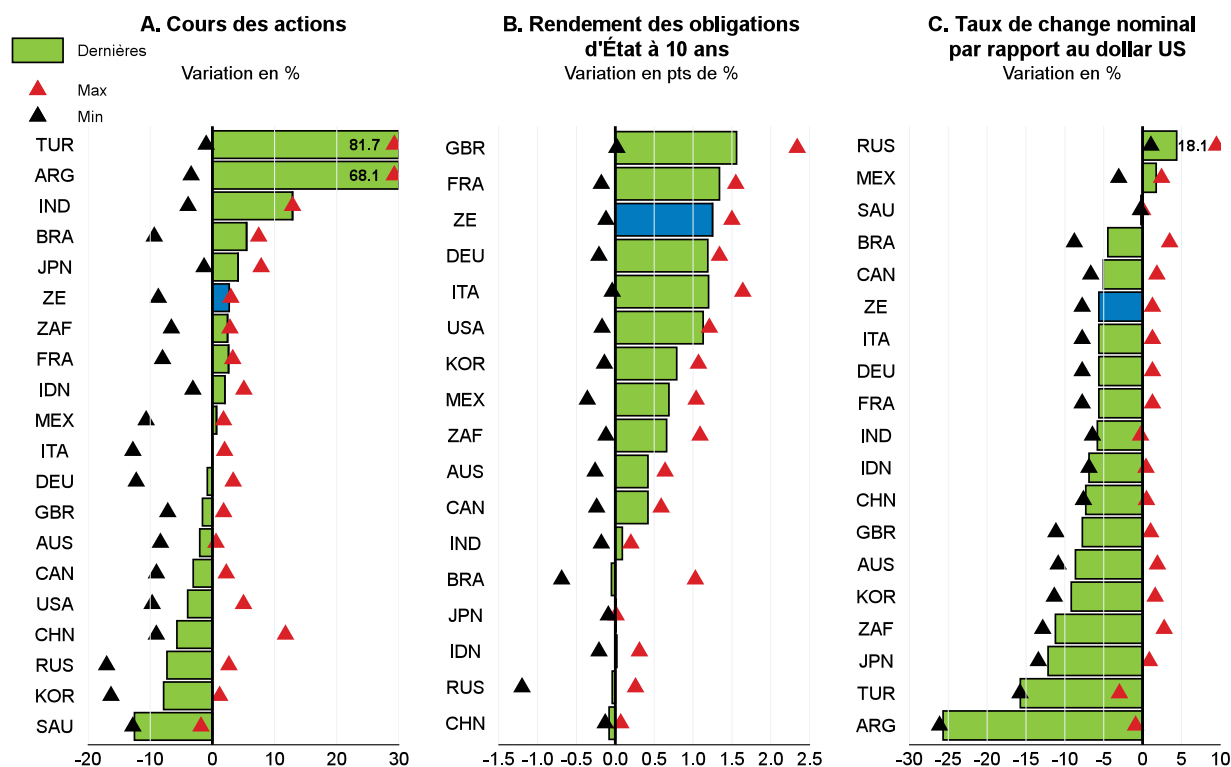
StatLink  <https://stat.link/30xynq>

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

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

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

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



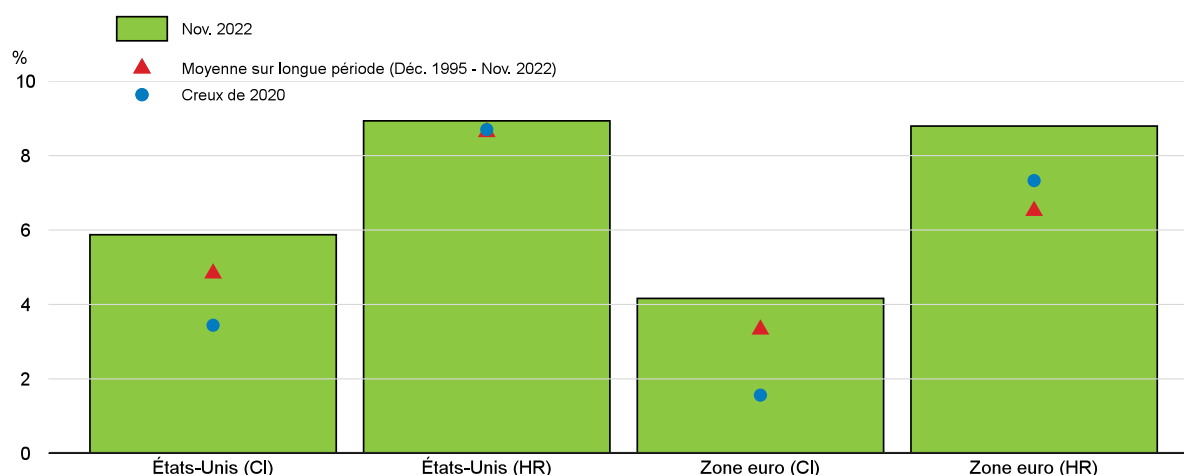
Note : « Dernières » fait référence à la variation observée entre la moyenne de mai 2022 et les dernières données disponibles jusqu'au 16 novembre 2022. Les valeurs maximum (« Max. ») et minimum (« Min. ») correspondent aux plus fortes hausses et aux plus fortes baisses par rapport à la moyenne de mai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

Source : Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <https://stat.link/54ketg>


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

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



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

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

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

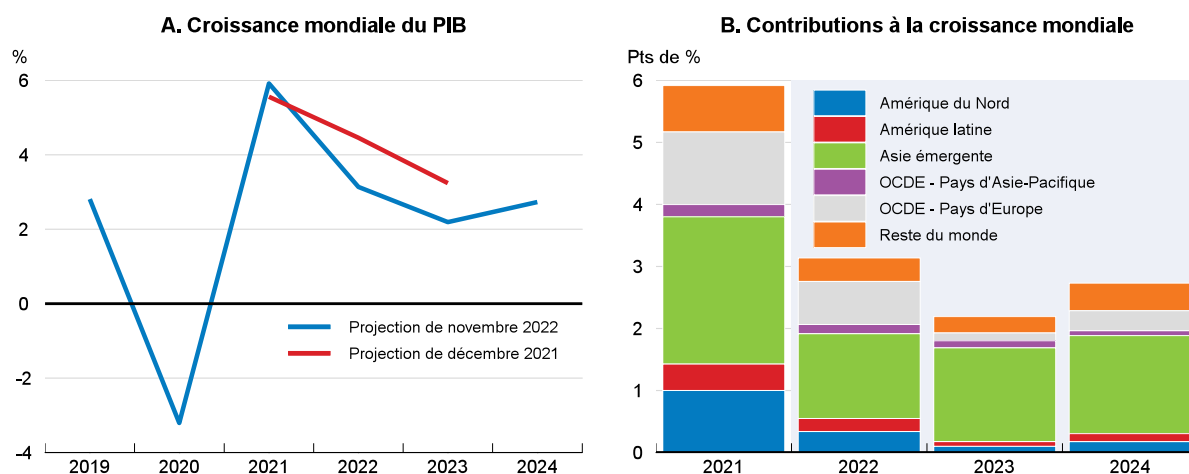
## La croissance mondiale devrait fléchir davantage et l'inflation ralentir progressivement

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

- Les grandes économies d'Amérique latine ont obtenu de meilleurs résultats que prévu en 2022, en particulier les pays exportateurs de produits alimentaires et d'énergie, qui ont bénéficié d'une amélioration des termes de l'échange. Ce rebond devrait perdre de la vigueur en 2023 et 2024, sur fond de durcissement des conditions financières mondiales et intérieures, de démantèlement de l'essentiel des aides budgétaires encore en place et d'atténuation du dynamisme des prix des matières premières. Dans les grandes économies d'Amérique latine, l'inflation est probablement actuellement proche de son point culminant, mais elle ne refluera que progressivement, malgré les hausses de taux auxquelles ont rapidement procédé nombre de banques centrales latino-américaines, qui ont débouché sur des taux d'intérêt réels nettement positifs. Au Brésil, le ralentissement de la dynamique des exportations, les conditions de crédit restrictives et l'orientation moins expansionniste de la politique budgétaire devraient freiner la croissance en 2023, seule une modeste amélioration étant attendue en 2024. En rythme annuel, la croissance du PIB devrait ressortir à 2.8 % en 2022, 1.2 % en 2023 et 1.4 % en 2024. Compte tenu de la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et des effets progressifs du relèvement des taux directeurs, l'inflation devrait refluer à un niveau compris entre 4 % et 4½ pour cent en 2023 et 2024.
- Sur fond de ralentissement des échanges mondiaux et de durcissement des conditions monétaires, la croissance annuelle du PIB devrait fléchir en 2023 dans la plupart des autres économies avancées et des économies de marché émergentes, avant de se redresser légèrement en 2024. La production devrait se contracter dans un certain nombre d'économies en 2023, notamment au Chili, en Lettonie, en République tchèque et en Suède. L'Europe centrale et orientale, qui est la région la plus directement touchée par la guerre en Ukraine, devrait connaître à la fois une croissance très faible et une inflation élevée tout au long de l'année 2023, tandis que dans les pays de la région Asie-Pacifique, le ralentissement de l'activité l'année prochaine devrait généralement être moins marqué et les pics d'inflation plus bas qu'ailleurs. Dans la quasi-totalité des petites économies, comme dans les grandes, l'inflation devrait diminuer en 2023 comme en 2024, tout en demeurant souvent supérieure aux objectifs des banques centrales, même à la fin de cette période.

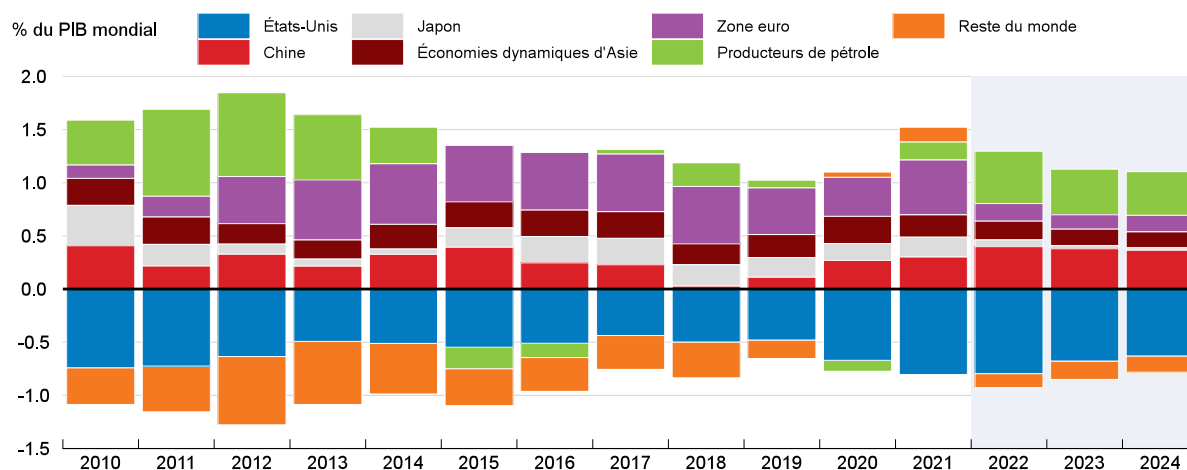
D'une manière générale, le ralentissement de la croissance de la production en 2023 ne devrait pas aboutir à de fortes hausses du chômage. Au niveau de la zone OCDE, le taux de chômage devrait se hisser aux alentours de 5.5 %, soit quelque 0.5 point au-dessus du point bas atteint à la mi-2022 ; en effet,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

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

Dans les économies de l'OCDE, l'inflation annuelle devrait reculer, passant de 9.4 % en 2022 à 6.5 % en 2023 et 5.1 % en 2024. Les tensions inflationnistes devraient s'atténuer dans tous les pays, mais cela prendra probablement un certain temps dans ceux dont les marchés du travail sont actuellement très tendus et où l'inflation est généralisée. En 2023, l'inflation globale devrait être supérieure à 10 % pour la deuxième année consécutive en Hongrie, en Pologne et en République slovaque ainsi que dans les États baltes, s'établir à 8 % en Allemagne et être supérieure à 6½ pour cent dans la zone euro considérée dans son ensemble. En revanche, les tensions sur les prix devraient s'atténuer considérablement en 2023 et 2024 aux États-Unis, au Canada, en Australie et en Corée, et rester modérées au Japon. Dans les économies de marché émergentes, l'inflation devrait continuer à évoluer de façon divergente, restant faible en Chine mais très élevée en Argentine et en Turquie, avec une diminution générale des tensions inflationnistes dans les autres pays, sous l'effet du resserrement des politiques monétaires.

La croissance en volume des échanges mondiaux devrait ralentir pour s'établir à 2.9 % en 2023, sur fond de modération de la demande et de montée des tensions sur les prix, le ralentissement étant particulièrement sensible en Europe et aux États-Unis. Le redémarrage de la croissance en Chine contribuera à compenser en partie le fléchissement de l'activité dans la zone OCDE, mais on s'attend aussi à ce que la demande d'importations soit faible dans de nombreux pays importateurs de matières premières. Un léger redressement est prévu en 2024, la croissance du commerce mondial se hissant à 3¾ pour cent. Les déséquilibres des paiements courants au niveau mondial devraient rester supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie (graphique 1.18). L'excédent commercial de la Chine restera ample, sur fond de forte progression des exportations et d'importations touristiques qui resteront nettement inférieures à leurs niveaux d'avant la crise pendant toute la période considérée. Cette croissance sera contrebalancée par la baisse de l'excédent courant au Japon et en Europe, due en partie au choc négatif subi par les termes de l'échange en raison de l'augmentation des prix des importations énergétiques. Le déficit courant des États-Unis ne diminuera que marginalement au cours de la période considérée. Les projections étant fondées sur l'hypothèse que les prix des matières premières vont se maintenir à des niveaux élevés, on s'attend à ce que de nombreux pays exportateurs de pétrole affichent durablement des excédents courants de grande ampleur.

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



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

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

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

## Principaux risques et vulnérabilités

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

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

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

Pour les pays d'Europe membres de l'OCDE considérés dans leur ensemble, les estimations réalisées en utilisant à la fois des tableaux d'entrées-sorties et les informations sur la consommation d'énergie sectorielle, suggèrent que la production du secteur manufacturier et de celui des services marchands pourrait reculer de 2¼-3 % si les approvisionnements énergétiques en provenance de Russie n'étaient pas compensés par des prélèvements sur les stocks ou par le recours à d'autres sources d'approvisionnement énergétique (OCDE, 2022c). Une grande incertitude entoure ces estimations dans la mesure où les perturbations des approvisionnements énergétiques alimentant des processus de production essentiels, ou encore des pénuries de carburants destinés aux transports, pourraient contraindre certaines entreprises à interrompre complètement leur production plutôt qu'à la réduire proportionnellement. L'effet à court terme d'une contraction marquée et simultanée de la production dans de nombreux secteurs et pays serait aussi probablement plus prononcé que si un seul pays était affecté.

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

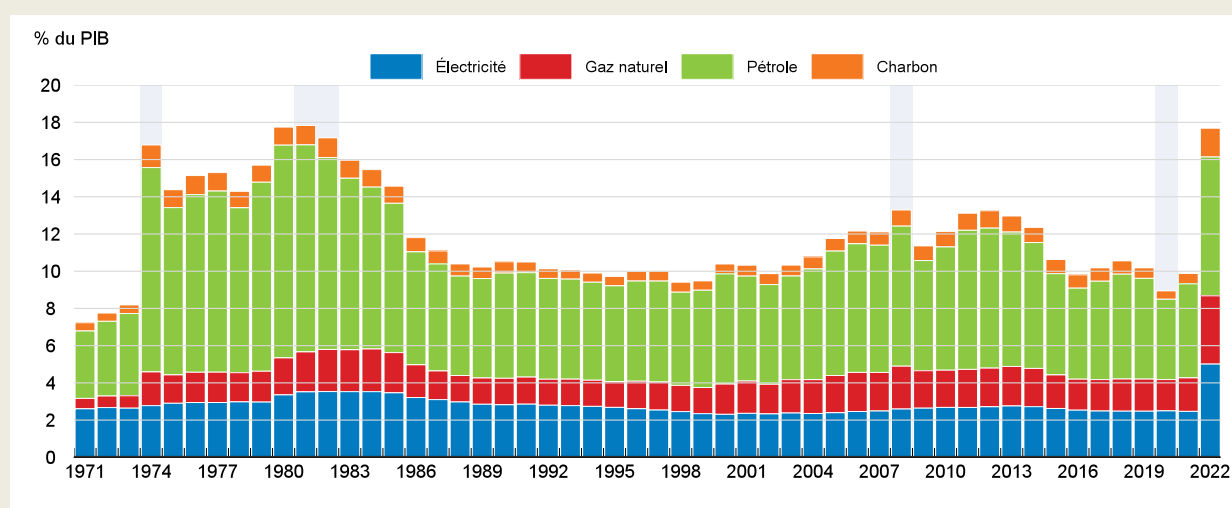
### Encadré 1.2. Les dépenses d'énergie depuis les années 1970

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

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

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

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



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

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

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

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

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

La première forte hausse des dépenses de consommation finale dans les pays de l'OCDE s'est produite en 1974, avec un ratio des dépenses d'énergie sur le PIB progressant alors de près de 8½ points de pourcentage en l'espace d'un an, dont plus de 6½ points étaient attribuables aux produits pétroliers. Ce phénomène était la conséquence du premier choc pétrolier ayant fait suite à l'annonce, en octobre 1973, par les pays arabes membres de l'OPEP d'un embargo sur le pétrole qui a provoqué une forte appréciation des prix du pétrole dont le prix moyen de 1974 avait triplé par rapport à 1973.

Dans les décennies suivantes, les dépenses de produits pétroliers ont été un facteur essentiel de l'évolution des dépenses d'énergie, en raison de l'ampleur de la part du pétrole dans les volumes consommés et de la volatilité relativement élevée des cours de cet hydrocarbure. En 1979, le deuxième choc pétrolier a entraîné une augmentation des dépenses d'énergie de 3½ points de PIB sur deux ans, alors que la crise pétrolière du milieu des années 1980 a causé un recul des dépenses de quelque 8 points de pourcentage qui s'est ensuite stabilisé à 10 % du PIB environ. Ce n'est qu'au cours de la seconde moitié des années 2000 que les dépenses d'énergie sont reparties à la hausse, atteignant un point haut de quelque 13 % du PIB en 2008, deux tiers de cette augmentation s'expliquant par les dépenses de produits pétroliers. La relative stabilité des dépenses d'énergie du milieu des années 1980 au début des années 2000 dissimulait une baisse de l'intensité énergétique (l'énergie consommée par unité de PIB réel) de l'ordre de 15 %, qui a été compensée par une hausse similaire du prix relatif (pondéré) de l'énergie. De fait, l'intensité énergétique des économies de l'OCDE a diminué régulièrement depuis la première crise pétrolière, enregistrant une baisse de plus de 50 % de 1971 à 2021. Cette évolution tient au recul de l'intensité pétrolière et charbonnière du PIB, son intensité électrique étant restée relativement stable et son intensité gazière ayant augmenté.

Pour 2022, la hausse estimée de 7¼ points de pourcentage est de même ampleur que celle observée en 1974, ramenant le ratio des dépenses d'énergie sur le PIB aux niveaux observés du milieu des années 1970 jusqu'au milieu des années 1980. Les dépenses liées à tous les produits d'énergie augmentent nettement, celles d'électricité, de produits pétroliers, de gaz naturel et de produits du charbon progressant respectivement de 2½ points, 2¼ points, 2 points et 1 point de pourcentage.

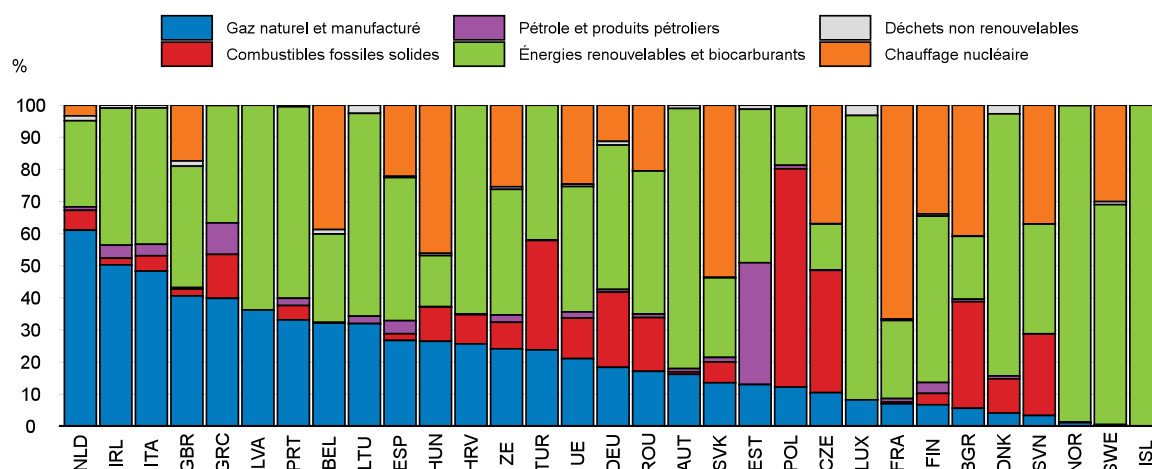
L'une des grandes inconnues de l'épisode actuel tient à la rapidité et à l'ampleur de la répercussion des prix mondiaux ou de gros sur les consommateurs finaux (graphique 1.3). L'explosion des prix mondiaux et de gros, déjà observée, pourrait se poursuivre en 2023 et au-delà ou pourrait aussi ne jamais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

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


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

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

Production d'électricité par source d'énergie en 2020

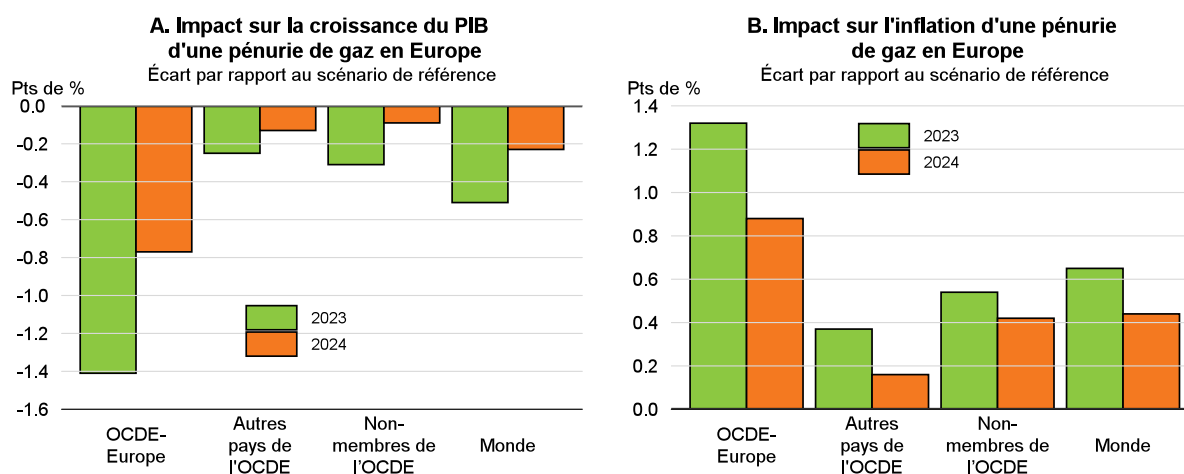


Source : Eurostat.

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


Considérés dans leur ensemble, les chocs pourraient amputer la croissance dans les économies européennes de plus de 1½ point de pourcentage en 2023, par rapport au scénario de référence, et entraîner une hausse de l'inflation de plus de 1¼ point de pourcentage (graphique 1.21). Cela ferait basculer de nombreux pays dans une récession pour l'année 2023. En Europe, la croissance serait également affaiblie en 2024 d'environ ¾ de point de pourcentage et l'inflation y serait 0.9 point de pourcentage supérieur. Les revenus réels seraient encore dégradés sous l'effet de l'augmentation des prix et de la diminution du nombre d'heures travaillées, entraînant une baisse de quelque 2 % des dépenses des ménages dans les économies européennes, tandis que l'investissement du secteur privé reculerait de près de 10 % d'ici 2024 à la suite de la hausse du coût d'utilisation du capital et du fléchissement de la demande. Au sein de l'Union européenne, les pays d'Europe centrale et orientale seraient collectivement plus touchés que les autres avec une baisse de leur production de 1.6 % environ en 2023 contre 1.3 % dans les autres pays de l'Union. L'impact des chocs serait moindre en dehors de l'Europe, mais les effets négatifs de la hausse de l'inflation sur les revenus réels (sauf dans les économies productrices de gaz) et l'affaiblissement de la demande venant d'Europe se feraient néanmoins sentir. À l'échelle mondiale, l'inflation serait respectivement plus haute de 0.6 point de pourcentage et de 0.4 point de pourcentage, et la croissance respectivement amputée de ½ de point de pourcentage et de ¼ de point de pourcentage en 2023 et en 2024<sup>6</sup>.

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



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

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

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

<sup>6</sup> Un risque connexe est que l'impact des sanctions occidentales contre les exportations de pétrole russe, qui est intégré dans les projections de référence, pourrait également s'avérer plus fort que prévu, affectant les approvisionnements mondiaux et augmentant encore les prix du pétrole. Ces facteurs accentueraient encore les tensions inflationnistes mondiales en 2023. Des incertitudes particulières subsistent en ce qui concerne l'ampleur et le prix des approvisionnements de certains produits pétroliers raffinés, notamment le diesel, que l'Europe sera en mesure de se procurer autrement par ses importations actuelles en provenance de Russie.

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

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

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

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

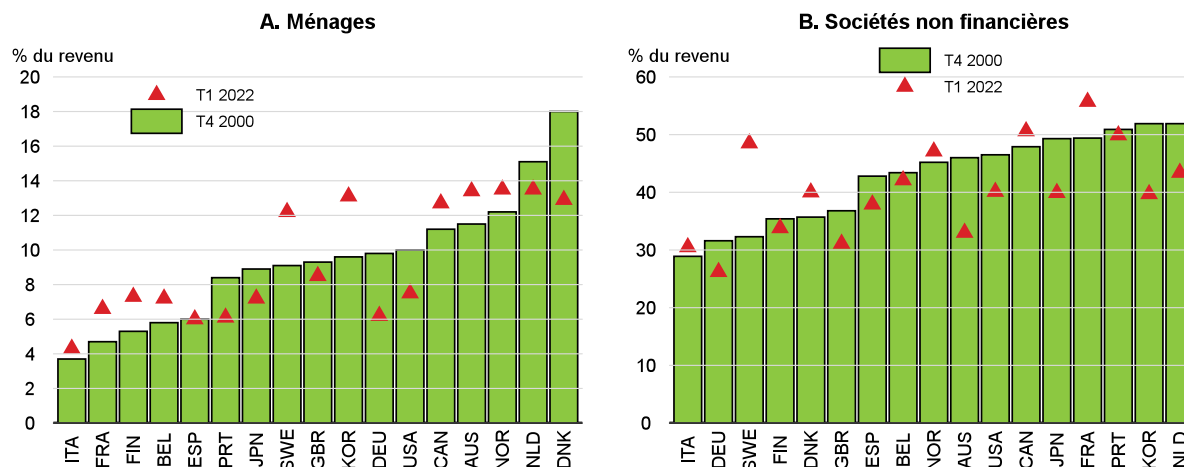
Les taux d'intérêt continuant d'augmenter, les ménages pourraient se retrouver en difficulté financière compte tenu du niveau élevé de leur dette. Avant même la forte progression qu'ont connue les taux d'intérêt cette année, les ratios de service de la dette des ménages dépassaient déjà souvent, au premier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

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

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


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

Ratios de service de la dette



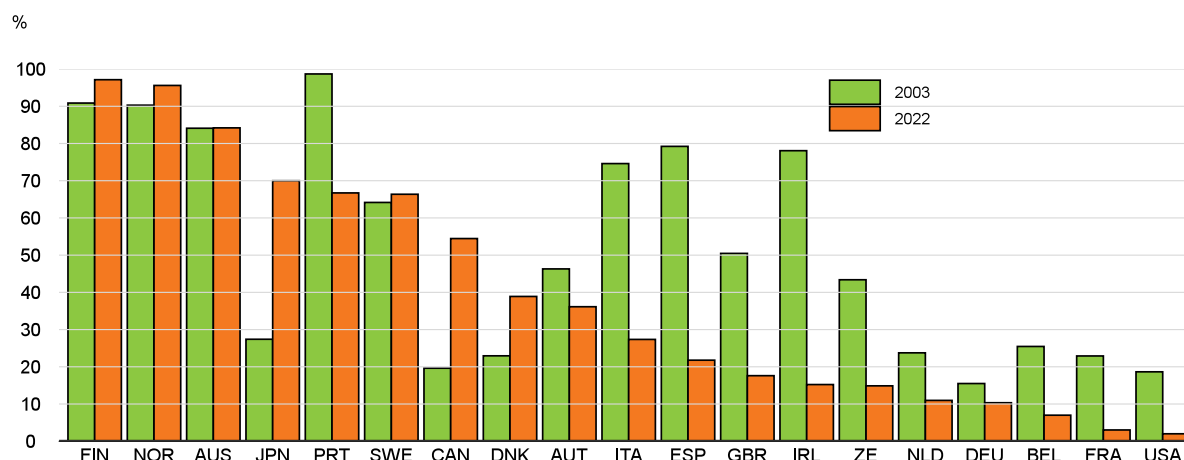
Note : La dette comprend les prêts et titres de créance.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

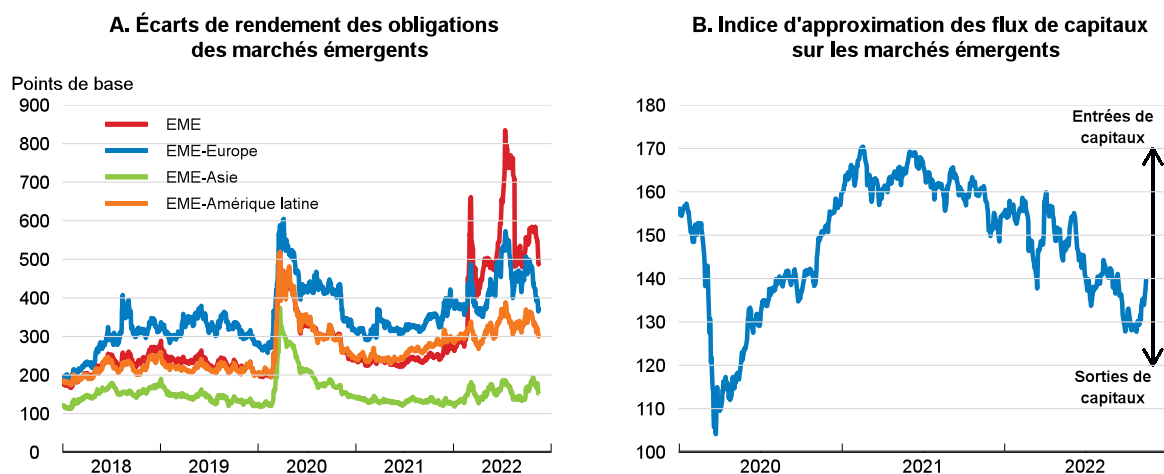
Le durcissement des conditions financières, l'augmentation de la dette, la forte appréciation du dollar des États-Unis et le ralentissement de la croissance des marchés à l'exportation amplifient les vulnérabilités dans les économies de marché émergentes. Les primes de risque se sont accrues, les sorties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

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

L'endettement total demeure supérieur à ses niveaux d'avant la pandémie dans de nombreuses économies de marché émergentes (graphique 1.25). La dépréciation considérable, face au dollar des États-Unis, des monnaies des pays importateurs de matières premières peut alourdir les coûts du service de la dette déjà renchérissée par la hausse mondiale des taux d'intérêt, notamment s'il existe des asymétries entre la composition en devises des passifs et celle des recettes extérieures. La dépréciation des monnaies est souvent associée à un élargissement des écarts de rendement des obligations d'État en devises et en monnaie locale, en particulier durant les périodes de tension. Ces dépréciations peuvent en outre nuire à la demande intérieure si elles entraînent une hausse des taux d'intérêt locaux ou influent négativement sur le bilan des emprunteurs en devises. Cela neutraliserait les avantages que présente la baisse du taux de change effectif pour les échanges commerciaux et pourrait accentuer les tensions qui s'exercent sur les bilans des banques<sup>7</sup>.

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

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

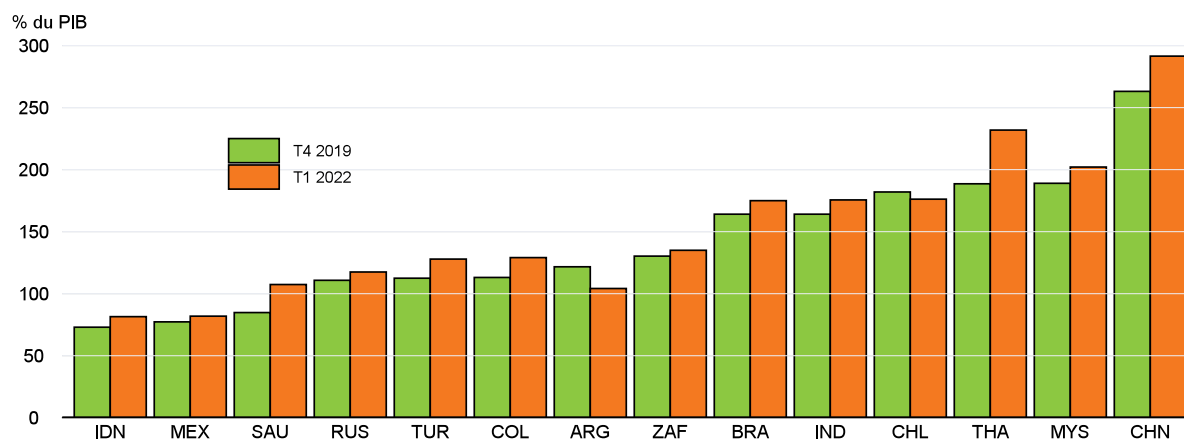


Note : La partie A présente les écarts de rendement observés au niveau mondial par l'indice EMBI de J.P. Morgan. « EME-Europe » recouvre la Bulgarie, la Roumanie et la Türkiye. « EME-Asie » recouvre la Chine, l'Indonésie, l'Inde, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et le Viet Nam. « EME-Amérique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

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

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

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



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

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

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

La récente appréciation du dollar des États-Unis a contribué à l'abaissement des notes de la dette souveraine de nombreuses économies de marché émergentes. Un renforcement supplémentaire du billet vert pourrait accroître les vulnérabilités financières de ces pays<sup>8</sup>. Au Chili, au Mexique et en Türkiye, le crédit en dollars des États-Unis à des emprunteurs non bancaires est relativement élevé, ce qui pourrait exposer davantage la demande intérieure à une dépréciation de la monnaie (graphique 1.26, partie A)<sup>9</sup>. La couverture des importations par les réserves de change a par ailleurs diminué dans de nombreuses économies de marché émergentes, au risque de réduire la résilience face aux chocs extérieurs (graphique 1.26, partie B). En outre, le creusement des déficits extérieurs et la baisse des réserves de change pourraient mettre à l'épreuve la stabilité macroéconomique et financière de pays comme le Chili, la Colombie et la Türkiye (graphique 1.26, partie C). À l'inverse, les soldes des paiements courants se sont encore améliorés, ou sont passés d'un déficit à un excédent, dans de nombreux pays exportateurs d'énergie tels que l'Arabie saoudite et l'Indonésie, qui continuent de tirer parti d'un choc positif sur les termes de l'échange.

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

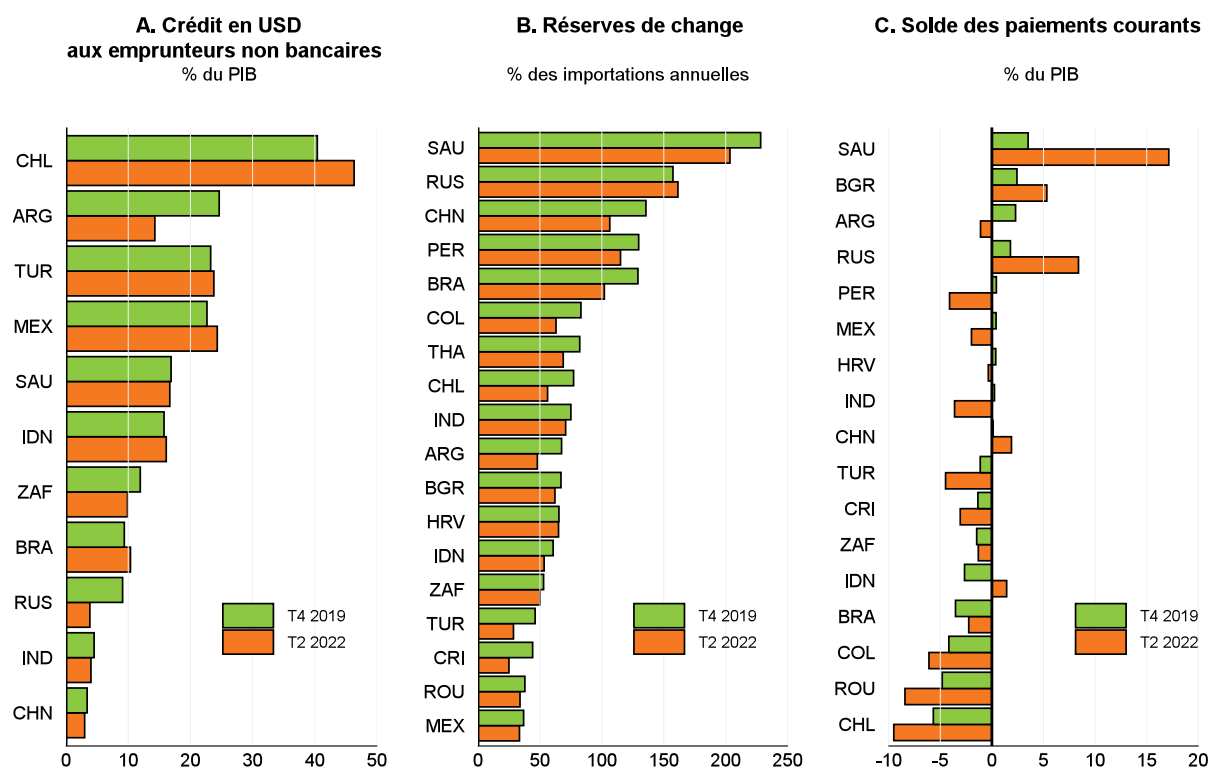
Enfin, les conditions financières se dégradent dans bon nombre d'économies en développement. Les analyses du FMI concernant la viabilité de la dette de 69 pays à faible revenu indiquent que, à la fin du mois de septembre et selon les données publiées les plus récentes, neuf pays étaient surendettés,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

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

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

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

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



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

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

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

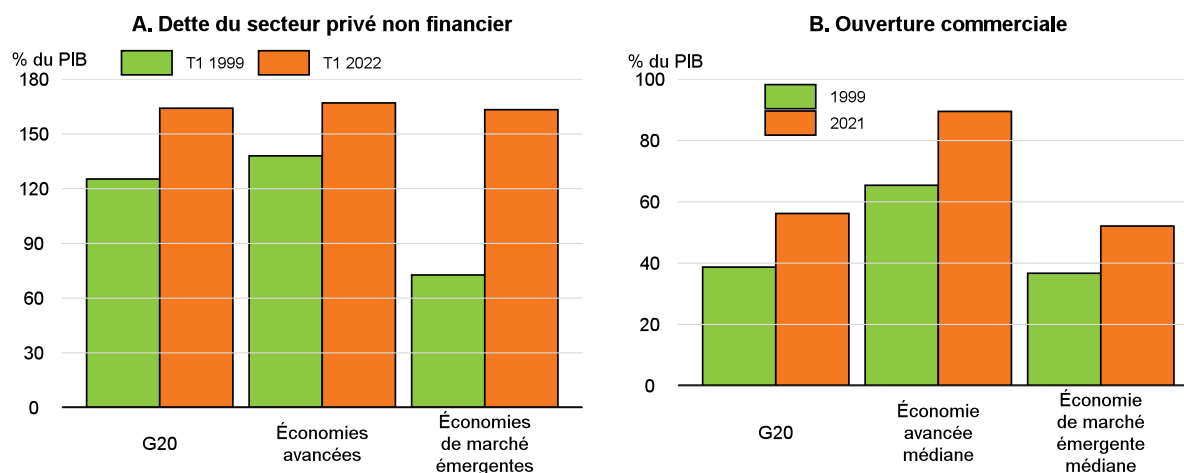
### Le calibrage de la politique monétaire sera difficile

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

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

Un scénario indicatif fondé sur le modèle macroéconomique NiGEM souligne l'une des différences que les pays sont individuellement susceptibles de connaître lorsque le resserrement de leur propre politique monétaire s'accompagne d'une évolution comparable dans d'autres économies<sup>11</sup>. Ce scénario envisage l'impact d'un engagement crédible des autorités monétaires à réduire suffisamment l'inflation pour que le niveau du PIB nominal s'en trouve finalement diminué de 5 % par rapport au niveau de référence. L'impact de cette politique menée indépendamment par chaque économie avancée, tandis que les autres pays se limiteraient aux mesures nécessaires compte tenu des objectifs poursuivis et des effets d'entraînement, est comparé à l'impact qu'elle aurait si elle était menée par toutes les économies avancées de façon simultanée.

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



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

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

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

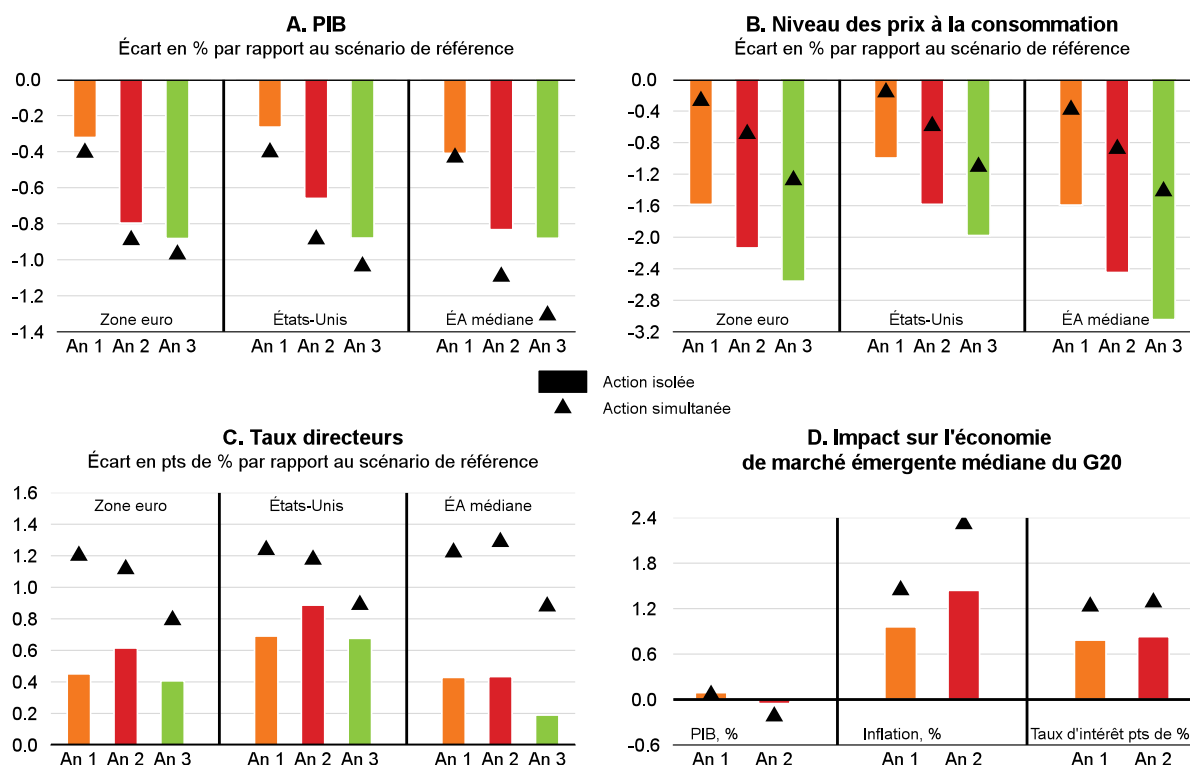
<sup>11</sup> La simulation intègre les réactions de politiques monétaire et budgétaire, sur la base des règles habituelles du modèle NiGEM, sauf mention contraire. La règle en matière de politique monétaire repose sur deux réponses des taux directs, l'une à l'écart de l'inflation par rapport à la cible,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

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

- Des mesures simultanées modifient l'arbitrage entre l'impact sur la croissance et sur l'inflation d'un resserrement de la politique monétaire. Pour la seconde et la troisième année du choc, l'impact négatif sur la production sera d'un quart plus élevé environ dans l'économie avancée médiane lorsque les taux directeurs ont été relevés dans l'ensemble des économies avancées, ce qui met en évidence l'impact défavorable sur la croissance d'un resserrement généralisé dans un grand nombre d'économies (graphique 1.28, partie A). En revanche, l'impact sur les prix sera diminué de moitié environ (graphique 1.28, partie B). La principale raison à cela est qu'un pays intervenant seul entraîne généralement une appréciation sensible du taux de change, ce qui contribue à réduire les tensions sur les prix. Quand l'ensemble des grandes économies avancées interviennent en même temps, ce canal n'opère plus, même s'il subsiste une certaine appréciation des monnaies par rapport à celles des économies de marché émergentes. En conséquence, de fortes augmentations des taux directeurs dans tous les pays sont nécessaires pour faire baisser l'inflation (graphique 1.28, partie C), les principaux canaux de la politique monétaire se situant au niveau local. Dans un cas comme dans l'autre, l'impact final à plus long terme de l'ajustement des politiques est une baisse des prix suffisante pour atteindre l'objectif de PIB nominal inférieur tout en conservant une production proche du niveau de référence<sup>12</sup>.
- Dans le cas du choc simultané, la hausse supplémentaire des taux d'intérêt est plus importante dans les petites économies ouvertes, où la modification des taux de change produit habituellement l'impact le plus prononcé sur les volumes d'échanges et les prix. En conséquence, les augmentations des taux d'intérêt dans chaque économie sont comparables à celles des États-Unis, pays où le canal des taux de change a l'impact direct le plus faible.
- Il existe des effets d'entraînement négatifs, dans les économies de marché émergentes, du resserrement monétaire dans les économies avancées, de plus forte hausse des taux directeurs étant généralement nécessaires pour garantir un retour de l'inflation au niveau cible dans le cadre du choc simultané. Les économies de marché émergentes tirent parti d'une dépréciation initiale de leurs monnaies par rapport à celles des économies avancées, mais il s'ensuit une augmentation des tensions inflationnistes nécessitant de resserrer la politique monétaire locale. Ces facteurs sont amplifiés lorsque l'ensemble des économies avancées resserrent en même temps leurs politiques monétaires (graphique 1.28, partie D).

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

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



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

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

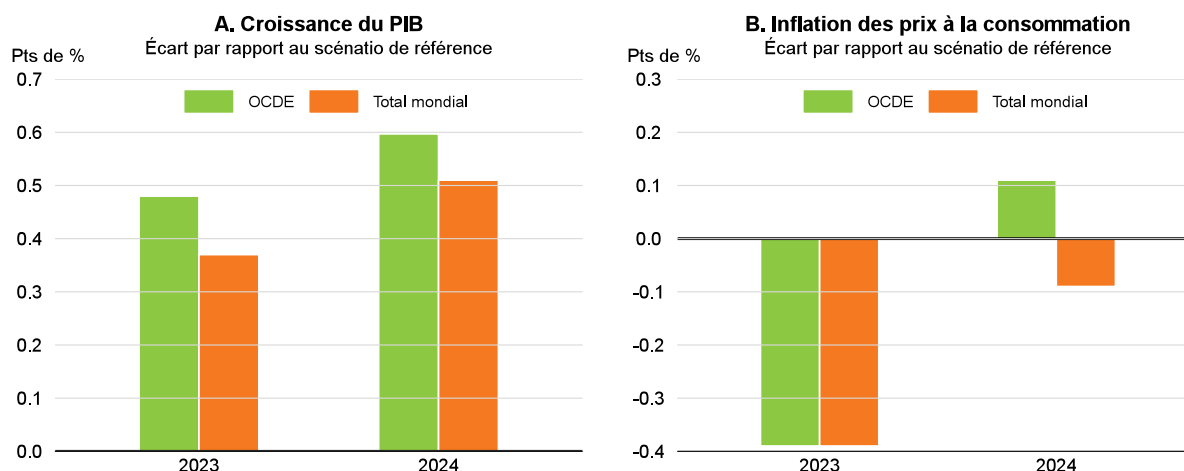
StatLink  <https://stat.link/3r2jlz>

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

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

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

### Graphique 1.29. Une diminution des incertitudes et une baisse des prix des matières premières renforcerait la croissance et atténuerait l'inflation



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

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

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

### Impératifs pour l'action publique

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

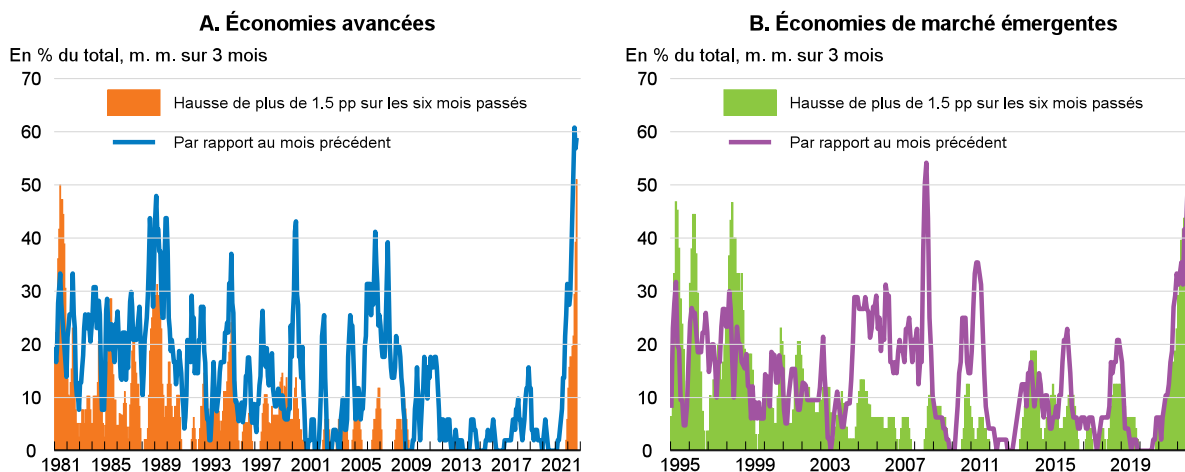
garder à l'esprit la nécessité de faire baisser la consommation d'énergie, de limiter tout effet supplémentaire de relance de la demande en période d'inflation élevée et d'assurer la viabilité de la dette. Les choix politiques des gouvernements devront également garantir que les efforts visant à renforcer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

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

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


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

Pays relevant leurs taux directeurs



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

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

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

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

- Aux États-Unis, quatre hausses consécutives de 75 points de base des taux directeurs depuis juin ont porté le taux cible des fonds fédéraux à son niveau le plus élevé depuis 2008. Le rythme mensuel de réduction du bilan de la banque centrale s'est également accéléré depuis septembre<sup>13</sup>.
- La BCE a mis fin à ses achats d'actifs nets début juillet et a commencé à augmenter ses taux directeurs ce même mois, le taux des opérations principales de refinancement étant fixé à 2 % à compter du mois de novembre. En juillet, la BCE a également mis en place un nouvel instrument, baptisé « instrument de protection de la transmission » et visant à empêcher une fragmentation financière de la zone euro injustifiée au regard des fondamentaux. L'activation de cet instrument permettra à la BCE d'acheter des obligations souveraines de pays dont les politiques budgétaire et macroéconomique sont jugées saines et durables.
- La Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque de Réserve d'Australie ont toutes les trois procédé à de nouveaux relèvements substantiels de leurs taux directeurs depuis juin 2022. Les deux dernières ont poursuivi leur politique de resserrement quantitatif passif. Après avoir procédé début octobre à des achats d'obligations temporaires et ciblés pour calmer les turbulences sur les marchés financiers, la Banque d'Angleterre a entamé un resserrement quantitatif actif en novembre 2022, en vue de réduire de 80 milliards GBP ses détentions d'obligations d'État d'ici au mois de septembre 2023.
- Toutes les autres économies avancées de l'OCDE ont également relevé leurs taux directeurs depuis le début du mois de juin 2022. Les taux directeurs demeurent très élevés en Hongrie, en Pologne et en République tchèque, où les tensions inflationnistes restent très fortes. En revanche, la Corée et la Norvège, qui ont elles aussi amorcé sans tarder le resserrement de leur politique monétaire, ont relevé leurs taux directeurs de manière plus progressive dans un contexte d'inflation moins marquée. Au-delà des hausses de taux d'intérêt, les banques centrales ont renforcé le resserrement quantitatif passif en Suède et commencé à vendre des obligations d'État en Nouvelle-Zélande.

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

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

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

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

À court terme, plusieurs trimestres de taux d'intérêt réels positifs et de croissance inférieure à la tendance seront probablement nécessaires pour apaiser durablement les tensions sur les ressources et assurer une désinflation constante, notamment lorsque les tensions sur la demande sont un facteur majeur d'inflation (encadré 1.1). Les anticipations d'inflation des ménages à 2-3 ans se situant actuellement, dans bon nombre de grandes économies avancées, d'au moins 3 % (graphique 1.7), les taux directeurs pourraient devoir être relevés rapidement au-delà de ce niveau lorsqu'ils ne l'ont pas déjà été<sup>14</sup>. Le différentiel de taux directeurs nationaux par rapport aux États-Unis commence aussi à entrer en ligne de compte dans certaines économies où la monnaie s'est considérablement dépréciée par rapport au dollar des États-Unis au cours des derniers mois, contribuant aux tensions sur les prix.

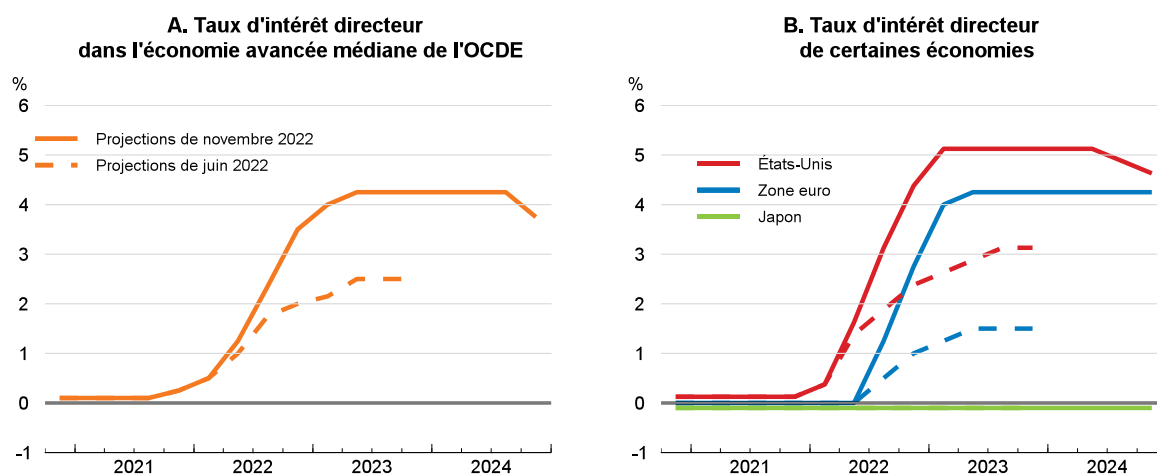
Les taux d'intérêt devraient continuer d'augmenter dans un avenir proche, puis rester stables durant plusieurs trimestres dans la plupart des pays (graphique 1.31). De nouveaux relèvements sont particulièrement probables dans les économies où les anticipations d'inflation à moyen terme semblent rester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

- Aux États-Unis, où la politique monétaire a déjà connu un resserrement très prononcé, le taux des fonds fédéraux devrait culminer à 5-5¼ pour cent à partir du début de 2023. Deux légères baisses des taux devraient avoir lieu en 2024, l'inflation sous-jacente redescendant vers les 2 %. Le resserrement quantitatif devrait continuer à un rythme régulier et les taux d'intérêt à long terme des obligations d'État devraient atteindre en moyenne 5 % environ en 2023-24.
- Dans la zone euro, la politique monétaire devrait être encore nettement resserrée, le taux des opérations principales de refinancement atteignant 4¼ pour cent au deuxième trimestre de 2023 et restant ensuite inchangé jusqu'à la fin de 2024. Le produit des obligations figurant au bilan de la BCE et arrivant à échéance devrait être totalement réinvesti au cours de la période considérée, la banque centrale faisant usage de toutes ses marges de souplesse en la matière afin de limiter la fragmentation financière dans la zone euro.
- La politique monétaire de Banque du Japon devrait rester accommodante, aucun relèvement des taux directeurs n'étant attendu avant la fin de 2024. Cependant, comme l'inflation sous-jacente trimestrielle devrait atteindre 2 % d'ici au second semestre de 2024, les projections reposent sur l'hypothèse que le cadre de contrôle de la courbe des rendements commencera à être légèrement assoupli à ce moment-là en laissant la pente de la courbe s'accroître.
- La Banque d'Angleterre devrait porter son taux directeur à 4½ pour cent d'ici à la mi-2023, et le maintenir à ce niveau sur le reste de la période considérée, un resserrement quantitatif étant mis en œuvre à compter de novembre 2022. La Banque du Canada devrait relever son taux directeur à 4¼ pour cent d'ici à la fin de 2022, un assouplissement progressif étant attendu en 2024 à mesure que l'inflation réintègre sa fourchette cible.
- D'autres relèvements des taux d'intérêt, parfois de grande ampleur, sont projetés dans le reste des économies avancées de l'OCDE. En Europe centrale, d'importantes baisses de taux sont

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

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

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



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

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

### Encadré 1.3. Projections relatives au rythme du resserrement quantitatif

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

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

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

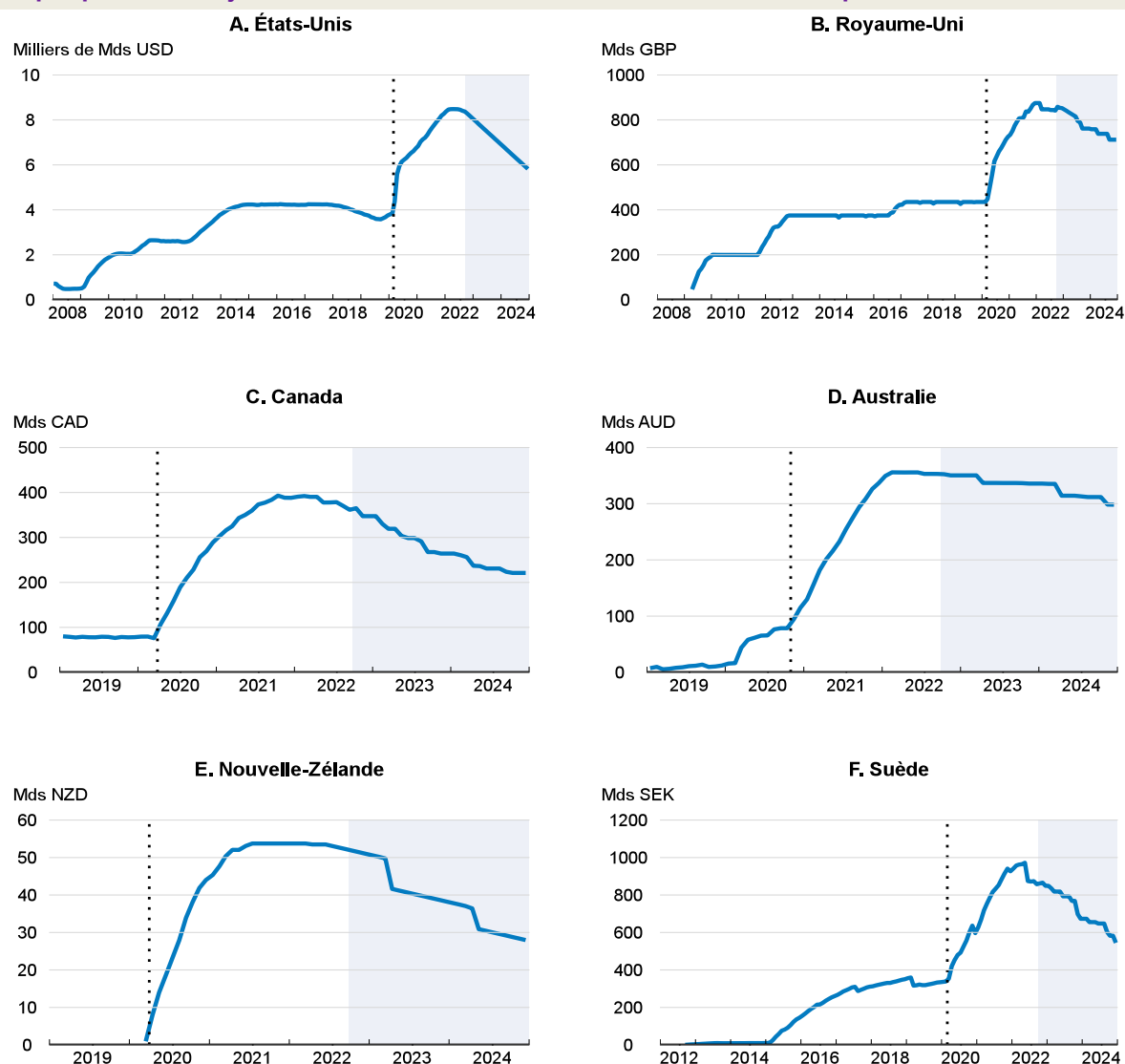
Le Japon et la zone euro n'ont pas encore annoncé une réduction du bilan de leurs banques centrales.

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

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


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

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



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

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

StatLink  <https://stat.link/k5i28p>

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

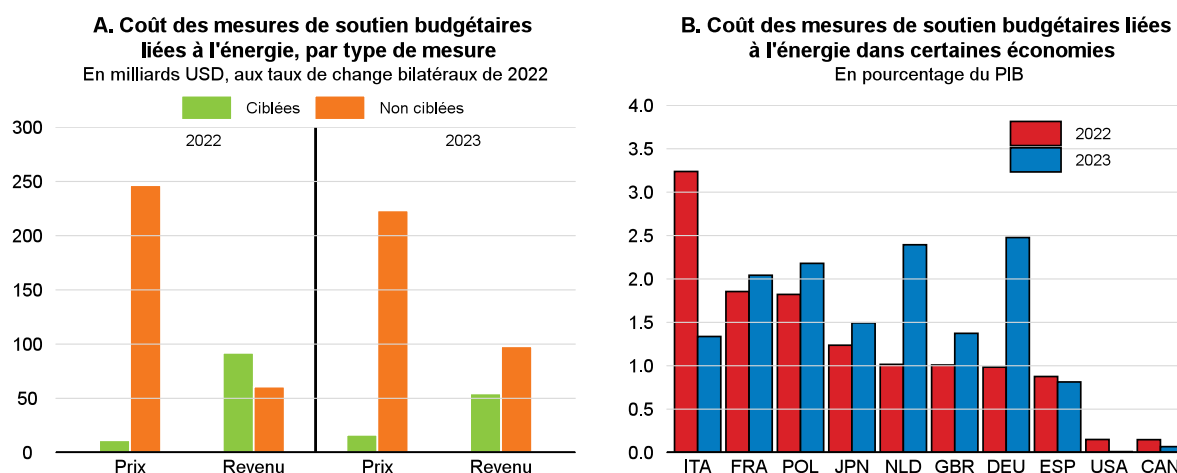
### ***Des mesures de soutien budgétaires ciblées s'imposent***

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

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

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

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



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

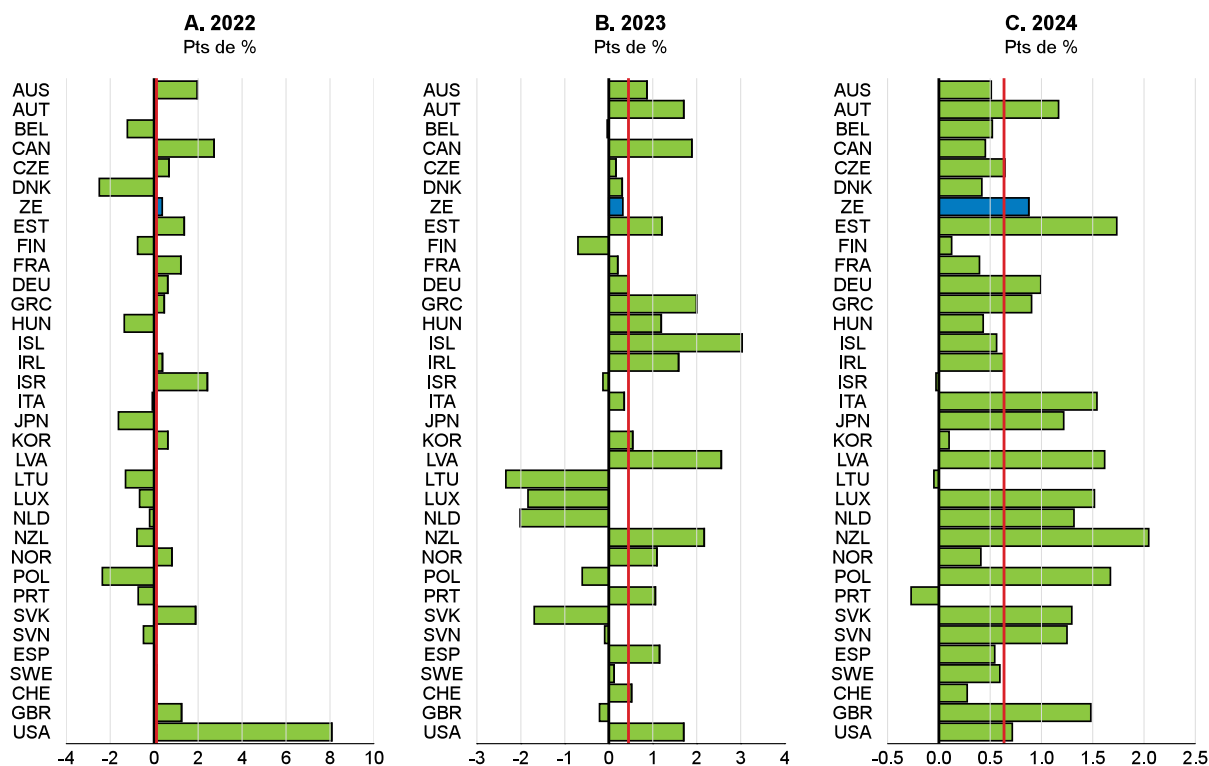
Source : Calculs de l'OCDE fondés sur l'outil de suivi des mesures d'aide énergétique élaboré par l'OCDE et sur la base de données des *Perspectives économiques* de l'OCDE, n° 112.

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

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

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

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



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

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

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

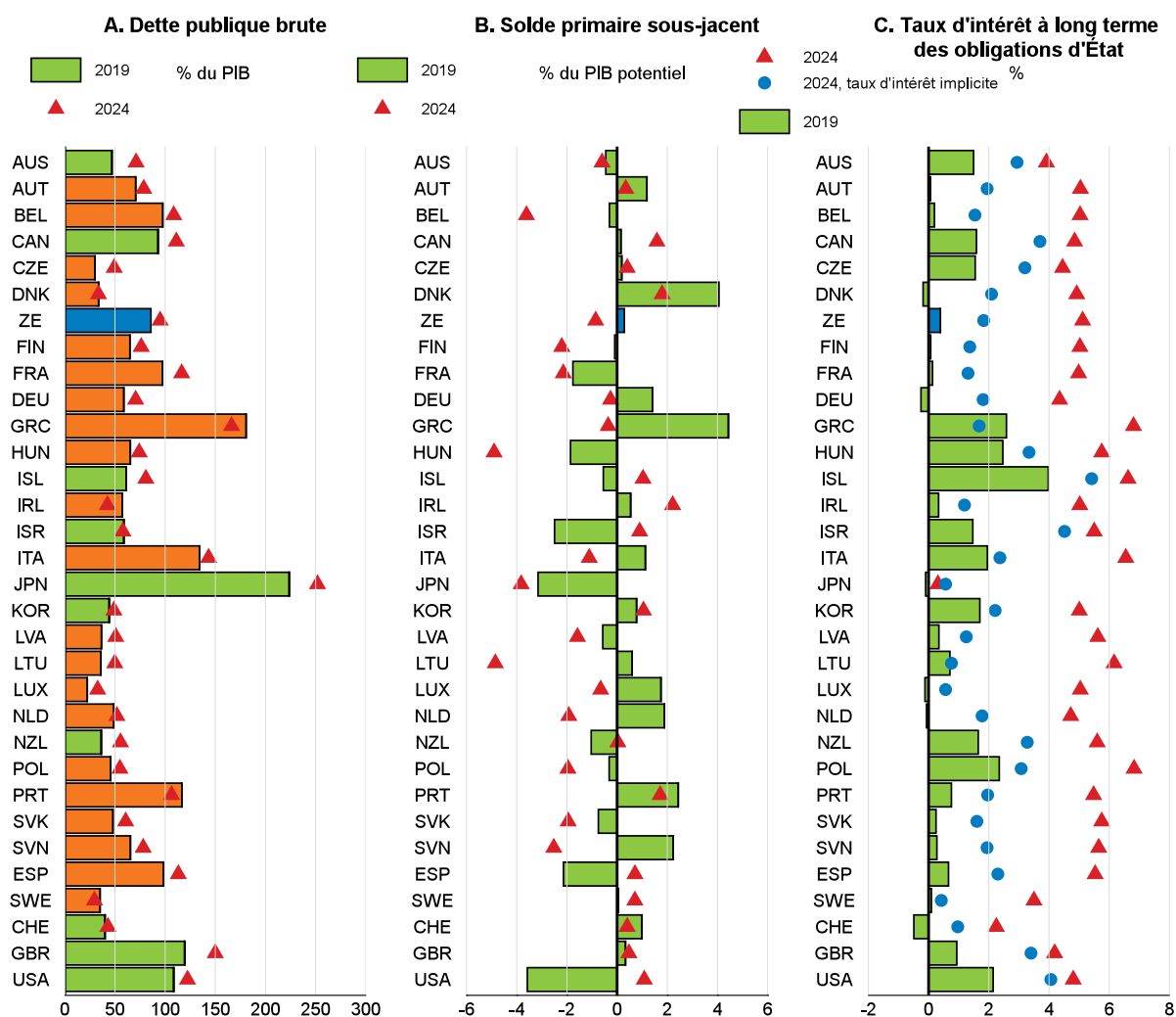
- Au Japon, les projections budgétaires tiennent compte des mesures temporaires annoncées fin septembre qui visent à soutenir les ménages et les entreprises vulnérables, ainsi que du nouveau train de mesures économiques annoncé fin octobre destiné à soutenir la croissance à long terme. L'orientation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

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

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


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

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



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

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

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

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

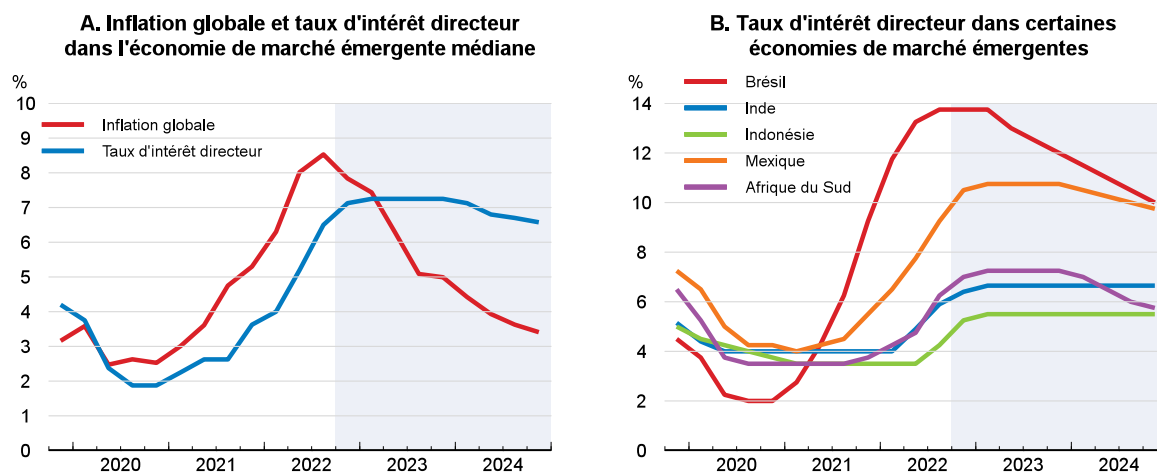
Par ailleurs, un enregistrement transparent et non fragmenté des dépenses et des recettes publiques améliore grandement les cadres budgétaires en termes de fonctionnement et de responsabilité démocratique. Certains gouvernements ont récemment eu recours à des dispositifs extrabudgétaires pour financer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

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

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


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

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



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

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

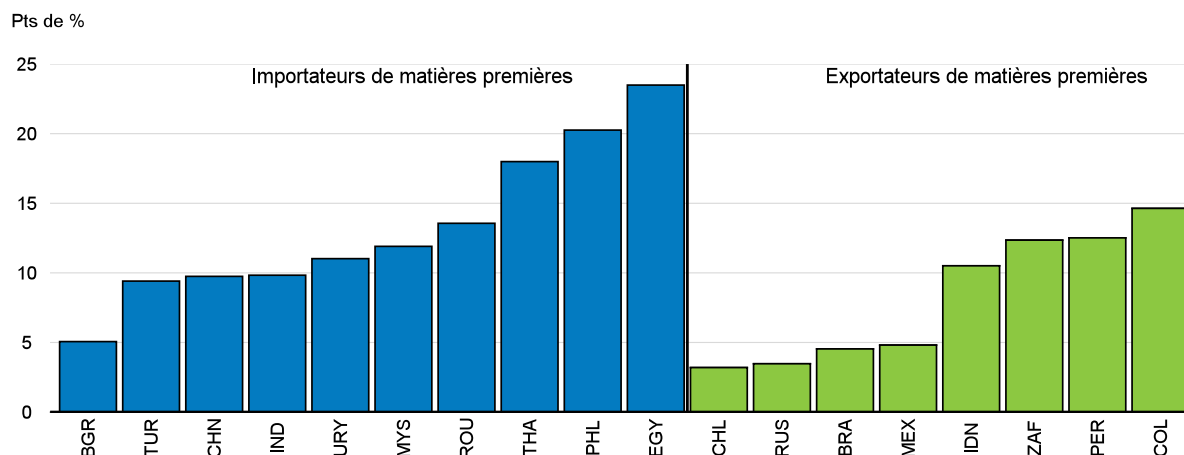
StatLink  <https://stat.link/fa4s6x>

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

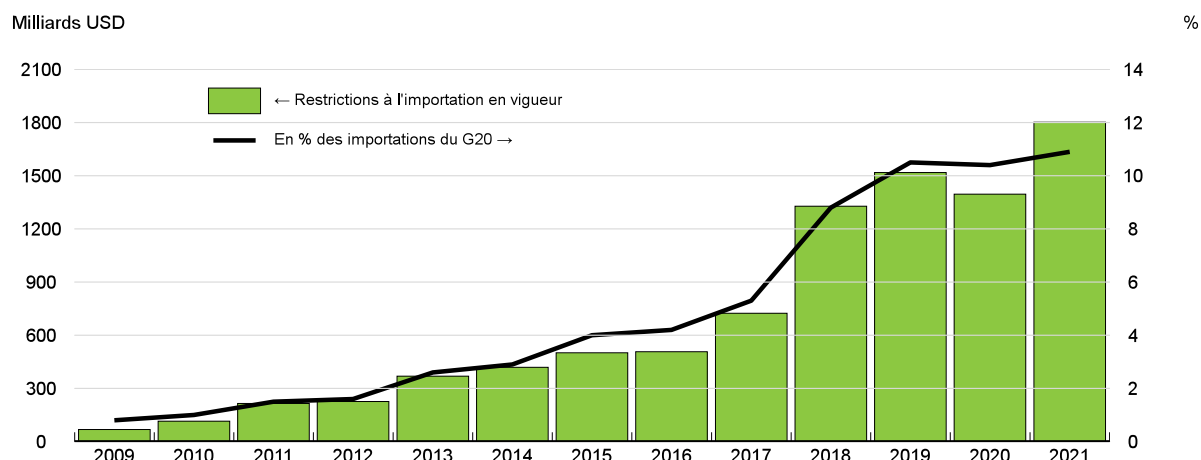
Dans ce contexte, il est plus que jamais important de mettre en œuvre des réformes structurelles efficaces et bien ciblées. Un certain nombre de grandes priorités de réforme s'imposent, même si l'un des principaux enjeux pour chaque pays est d'adapter les mesures et d'établir leur ordre de succession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

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

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


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

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



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

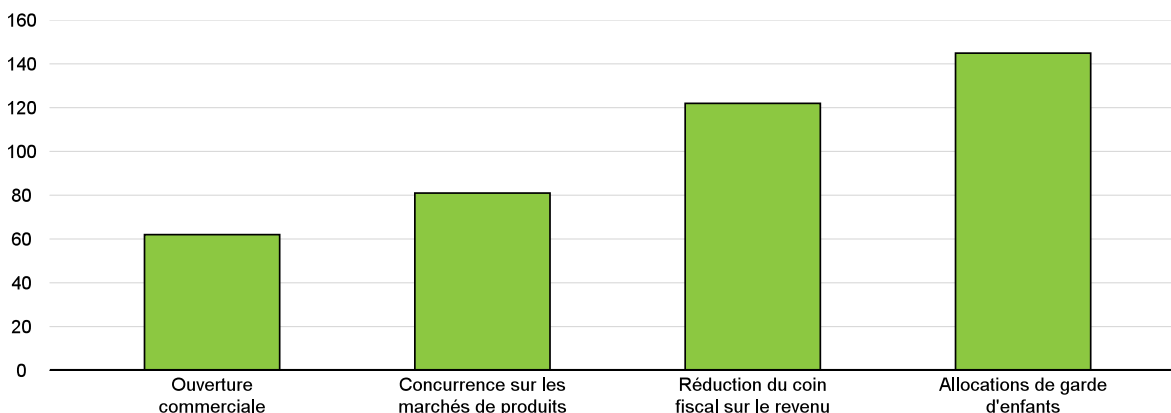
Source : Secrétariat de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

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

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


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

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



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

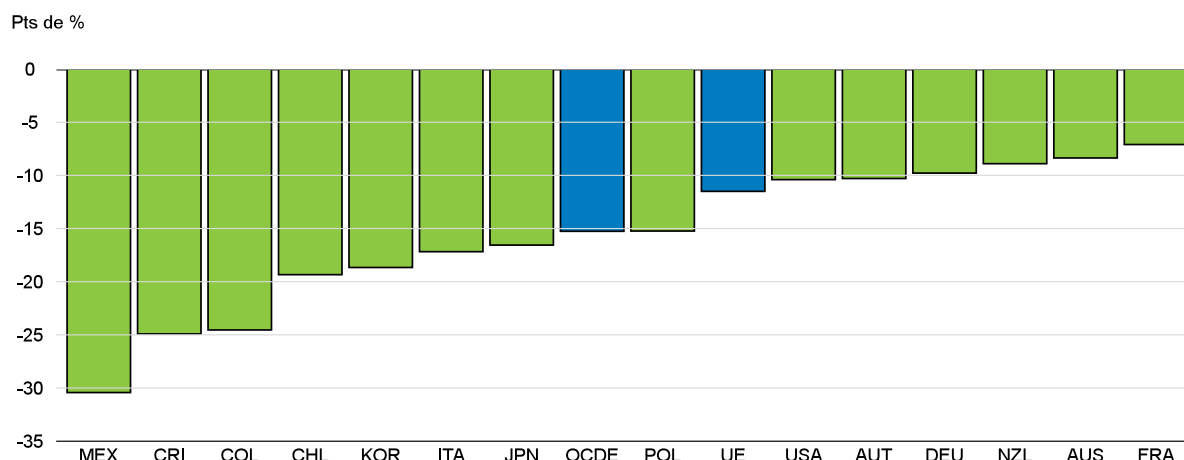
Source : Calculs de l'OCDE effectués à partir de Botev *et al.*, 2022.

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

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


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

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



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

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

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

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

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

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

Le gaspillage de gaz naturel causé par le torchage, la mise à l'air et les rejets de gaz est l'un des domaines spécifiques dans lesquels les objectifs de sécurité énergétique et de réduction des émissions coïncident. En 2021, 143 milliards de mètres cubes de gaz naturel ont été torchés dans le monde, ce qui correspond à peu près au volume de gaz importé de Russie dans l'Union européenne la même année. Cela s'est traduit par le rejet de gaz à effet de serre représentant plus de 500 Mt de CO<sub>2</sub>, soit un volume similaire à celui des émissions de combustibles fossiles combinées de l'Espagne et de la France. Le torchage, ainsi que la mise à l'atmosphère et les rejets liés au transport et au stockage du gaz, non seulement représentent un gaspillage de ressources, mais accentuent en outre les tensions sur les marchés mondiaux du gaz et contribuent de manière considérable au changement climatique. Dans le scénario de réduction à zéro des émissions nettes de CO<sub>2</sub> de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), le volume de gaz torché devrait diminuer d'environ 90 % d'ici à 2030 (AIE, 2022d). Les pays devraient élaborer des feuilles de route nationales pour la réduction du torchage de gaz, et les organismes de réglementation devraient veiller à ce que les projets actuels ou à venir prévoient le captage, la compression ou encore l'exploitation des gaz actuellement torchés, d'autant plus que les producteurs de gaz n'ont jamais eu des capacités financières aussi élevées pour investir dans la réduction de cette pratique. L'intensification nécessaire des efforts de financement climatique doit passer notamment par une aide des pays riches en faveur des pays pauvres pour réduire le torchage de gaz.

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

## Références

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

---

Le chapitre complet sera disponible dans la version française finale.

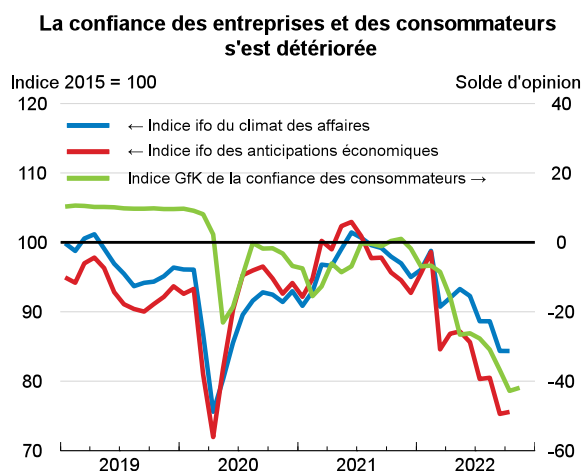
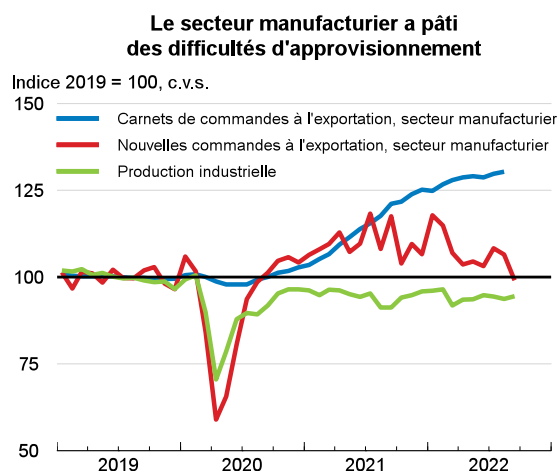
---

# Allemagne

Selon les projections, l'économie devrait croître de 1.8 % en 2022, avant de se contracter de 0.3 % en 2023 puis de se redresser de 1.5 % en 2024. L'incertitude est élevée dans un contexte de forte volatilité des prix de l'énergie. Étant donné son ampleur, l'inflation érode les revenus réels et l'épargne, ce qui freine la consommation privée. En dépit du recul de la demande extérieure, les exportations repartiront à la hausse pendant l'année 2023, grâce à l'atténuation des difficultés d'approvisionnement et au niveau record des carnets de commandes. Si les économies d'énergie nécessaires n'étaient pas réalisées cet hiver, le rationnement du gaz qui s'ensuivrait entraînerait de graves perturbations de la production.

Le déficit budgétaire se creusera en 2023 avant de se contracter en 2024. Il est essentiel que les aides énergétiques s'accompagnent de fortes incitations aux économies d'énergie et ciblent les ménages vulnérables. Les aides aux entreprises devraient viser leurs problèmes de trésorerie sans empêcher les changements structurels nécessaires. L'amélioration des procédures et capacités de planification et d'approbation, en particulier au niveau des communes, permettrait d'accélérer la transition énergétique et la transformation numérique. Il faudrait remédier aux pénuries de main-d'œuvre qualifiée en augmentant l'offre de main-d'œuvre parmi les femmes, les seniors et les personnes peu qualifiées, en améliorant la formation professionnelle et la formation des adultes, et en facilitant la reconnaissance des qualifications des migrants et des réfugiés.

## Allemagne 1



Source : Office fédéral de la statistique ; enquête de conjoncture de l'ifo ; et GfK.

StatLink  <https://stat.link/n3m4rp>

## Allemagne : Demande, production et prix


	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Allemagne</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	3 479.4	-4.1	2.6	1.8	-0.3	1.5
Consommation privée	1 807.4	-5.9	0.4	4.5	-0.2	0.7
Consommation publique	703.2	4.0	3.8	3.8	-0.7	0.8
Formation brute de capital fixe	745.4	-3.0	1.0	0.3	0.4	2.0
Demande intérieure finale	3 256.0	-3.1	1.3	3.4	-0.2	1.0
Variation des stocks <sup>1</sup>	24.9	-0.2	0.5	0.2	0.0	0.0
Demande intérieure totale	3 280.9	-3.3	2.0	3.6	-0.2	1.0
Exportations de biens et services	1 627.6	-10.1	9.5	1.8	1.7	2.6
Importations de biens et services	1 429.1	-9.1	8.9	5.8	2.1	1.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	198.5	-1.0	0.8	-1.6	-0.1	0.5
<i>Pour mémoire</i>						
PIB sans ajustements jours travaillés	3 473.3	-3.7	2.6	1.7	-0.5	1.5
Déflateur du PIB	—	1.8	3.1	5.7	7.1	3.5
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.4	3.2	8.5	8.0	3.3
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	0.7	2.2	3.6	4.4	3.0
Taux de chômage (% de la population active)	—	3.7	3.6	3.1	3.5	3.5
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	16.0	15.3	9.3	9.0	10.6
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-4.3	-3.9	-2.7	-3.2	-2.2
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	78.5	77.6	78.3	78.8	79.4
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht <sup>3</sup> (% du PIB)	—	68.1	68.8	69.5	69.9	70.6
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	6.8	7.5	3.8	3.6	4.4

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

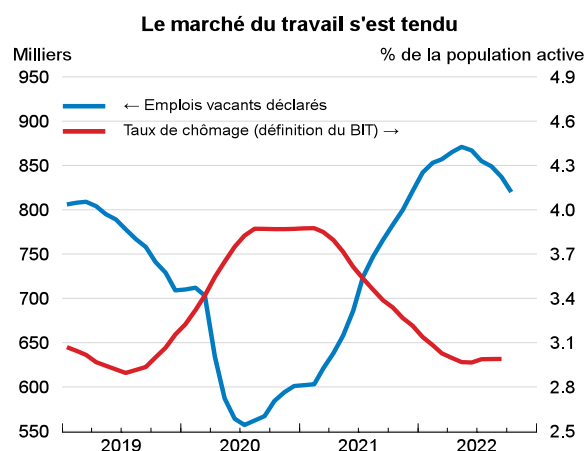
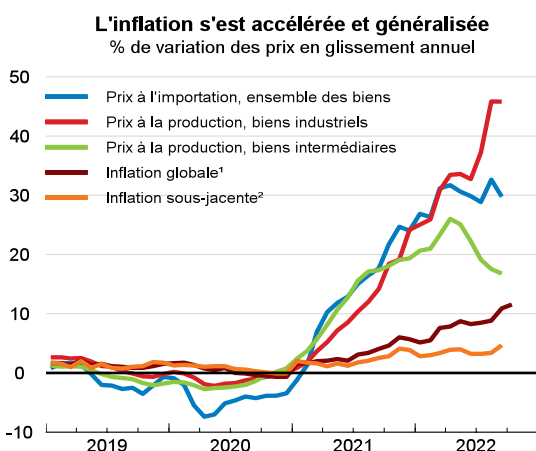
2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors produits alimentaires, énergie, alcool et tabac.

3. Selon la définition de Maastricht, la dette des administrations publiques comprend uniquement les crédits, les titres de créance et les numéraires et dépôts, la dette étant exprimée en valeur nominale et non à sa valeur de marché.

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

StatLink  <https://stat.link/avbj50>

## Allemagne 2



1. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

2. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors produits alimentaires, énergie, alcool et tabac.

Source : Office fédéral de la statistique ; et Eurostat.

StatLink  <https://stat.link/ou5w3h>

## L'incertitude et l'ampleur de l'inflation pèsent sur la croissance

Après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la croissance du PIB a ralenti, s'établissant à 0.1 % (en taux trimestriel corrigé des variations saisonnières) au deuxième trimestre 2022 puis à 0.3 % au troisième. Le niveau élevé de l'inflation et l'effondrement de la confiance des consommateurs ont limité le rebond de la consommation privée qu'avait suscité la levée des mesures de freinage de la pandémie et l'important surplus d'épargne accumulé. Le secteur manufacturier, la construction et l'investissement ont pâti de l'exacerbation des incertitudes, de la flambée des prix de l'énergie et des pénuries de matériaux. La confiance des entreprises a plongé en septembre, mais s'est stabilisée en octobre. Les carnets de commandes bien remplis et la fin des difficultés d'approvisionnement soutiennent les exportations. L'inflation des prix à la consommation a atteint 10.9 % en rythme annuel en septembre par suite de la suppression progressive des subventions aux carburants et aux transports publics, et elle a poursuivi sa hausse, ressortant à 11.6 % en octobre. Les prix à la production avaient augmenté de 45.8 % en glissement annuel en septembre. Les anticipations d'inflation des ménages à un, cinq et dix ans se sont respectivement élevées à 8.2 %, 6 % et 5.5 % en moyenne en septembre. Le marché du travail reste robuste en dépit de l'intensification des pénuries de main-d'œuvre, même si les salaires négociés annuellement n'ont progressé que de 2.9 % au second trimestre 2022, causant un recul de 4.4 % des salaires réels.

Avant la guerre d'agression de l'Ukraine par la Russie, l'Allemagne était fortement tributaire du gaz, du pétrole et du charbon russes, un tiers environ de ses approvisionnements en énergie primaire provenant de Russie. Une diversification rapide de ses fournisseurs d'énergie, l'embargo de l'UE sur le charbon russe et la coupure des gazoducs russes ont abouti à une réduction sensible de ses importations énergétiques en provenance de Russie. En dépit d'un niveau de stockage du gaz atteignant déjà 100 % et de l'ouverture programmée de deux terminaux de gaz naturel liquéfié (GNL) d'ici la fin de l'année, l'Allemagne doit réduire d'environ 20 % sa consommation de gaz pour prévenir les pénuries cet hiver. Le secteur industriel a d'ores et déjà diminué la sienne d'environ 25 % (par rapport à la moyenne de 2018-21), notamment sous l'effet des réductions de production opérées par certaines industries très énergivores. Les incitations aux économies d'énergie seront encore renforcées par un mécanisme de mise aux enchères du gaz permettant aux entreprises de procéder à une réallocation de leurs surcapacités gazières. Les ménages et les petites entreprises ont réduit de 31 % leur consommation de gaz en raison de la flambée des prix et de conditions météorologiques relativement clémentes au mois d'octobre. La production d'électricité à partir du gaz a diminué et le déficit engendré a été remplacé grâce à la réouverture de centrales à charbon jusqu'ici fermées ou mises en réserve. Le fonctionnement des trois centrales nucléaires encore en activité, dont la fermeture avait été programmée pour le 1<sup>er</sup> janvier 2023, a été prolongé jusqu'à la mi-avril 2023. À ce jour, l'Allemagne a accueilli 1 million de réfugiés ukrainiens (soit 1.2 % de sa population).

## La politique budgétaire soutient les ménages et les entreprises

Le déficit des finances publiques va se creuser en 2023 en raison de l'ampleur des aides liées aux prix de l'énergie. Les programmes d'aide déployés en réponse à la pandémie ont pris fin en juin, mais l'Allemagne a annoncé le lancement de trois plans d'aides énergétiques représentant des dépenses directes dont le montant total est estimé à 95 milliards EUR (2.6 % du PIB), auxquels s'ajoute un bouclier énergétique de 200 milliards EUR (5.5 % du PIB) qui sera financé par de nouvelles autorisations de crédit. Ces plans prévoient des mesures diverses de soutien aux salaires réels, comprenant à la fois des transferts ciblés, via des prestations sociales et des allocations logement, et des transferts non ciblés, prenant la forme de chèques énergie uniques pour les salariés, les retraités et les étudiants, ainsi que des adaptations des barèmes de l'impôt sur le revenu. Le taux de TVA sur le gaz a été abaissé, passant de 19 % à 7 % en octobre. Ces mesures peuvent être mises en œuvre sur le budget actuel, les rentrées fiscales ayant été plus élevées que prévu en raison de l'inflation galopante et des remboursements d'aides liées au COVID-

19. En 2023, les mesures de soutien face à la hausse des prix de l'électricité, qui se chiffreront à 43 milliards EUR, seront financées en partie par une taxe exceptionnelle sur les producteurs d'électricité. Le bouclier énergétique permettra de financer des aides aux ménages et aux entreprises en réponse à la hausse des prix du gaz à hauteur de 40 milliards EUR en 2023, ainsi que des mesures de soutien à la trésorerie, des injections de capitaux propres et des aides en faveur des entreprises. Les mesures de soutien des prix de l'électricité et du gaz permettront de subventionner sous forme de transferts environ 80 % de la consommation moyenne passée, limitant les hausses des prix à la consommation de 2023 à environ deux fois les prix de 2022 ; au-delà de ces 80 %, les prix du marché s'appliqueront. Il est prévu que ces mesures prennent fin en avril 2024.

Afin de tenir ses objectifs climatiques ambitieux, le gouvernement prévoit d'investir quelque 200 milliards EUR d'ici 2026, les incitations fiscales destinées à attirer les investissements privés occupant une place prépondérante à cet égard. Il envisage par ailleurs d'augmenter sensiblement ses dépenses militaires de 100 milliards EUR au cours des prochaines années afin de moderniser son matériel de défense. La majorité de ces investissements financés par l'emprunt, ainsi que le bouclier énergétique, seront financés sur des budgets parallèles, ce qui signifie que les dépenses correspondantes ne seront pas soumises à la règle allemande du frein à l'endettement, dont la réinstauration est prévue à partir de 2023. Pour l'heure, on ne dispose pas de plans de dépenses précis concernant ces budgets parallèles, mais il est probable que les contraintes de capacité dans le secteur de la construction et la longueur et la complexité des procédures de planification et d'approbation ralentiront le décaissement des fonds.

## La reprise est entravée par la guerre en Ukraine et la flambée des prix de l'énergie

Le niveau élevé de l'inflation et la chute de la confiance des consommateurs pèseront sur la consommation privée. L'investissement reste atone en raison des vives incertitudes et de la montée des taux d'intérêt, mais se redressera tôt ou tard du fait de l'ampleur de l'épargne accumulée par les entreprises et des besoins d'investissement liés à la relocalisation des chaînes d'approvisionnement et au développement des énergies renouvelables. Il bénéficiera également de la hausse de l'investissement public. Les prix élevés de l'énergie pèseront sur les secteurs à forte intensité énergétique, mais les exportations devraient poursuivre leur redressement compte tenu des carnets de commandes bien remplis et de l'atténuation des difficultés d'approvisionnement. L'inflation restera élevée sous l'effet de la répercussion des prix de l'énergie et des prix à la production sur les consommateurs, de la dépréciation de l'euro et de la montée des tensions salariales, avant de se modérer peu à peu au cours de la période considérée. La progression des salaires va s'accélérer, alimentée par la revalorisation du salaire minimum, qui passera en octobre 2022 de 48 % à 60 % du salaire médian, la persistance des pénuries de main-d'œuvre et les pressions exercées par les syndicats pour préserver le pouvoir d'achat des travailleurs. Un resserrement budgétaire est projeté pour 2024.

Un risque sérieux de divergence à la baisse par rapport aux prévisions tient au rationnement possible du gaz au cours des deux prochains hivers si les mesures budgétaires prévues ne suffisent pas à préserver les incitations aux économies de gaz. L'apparition de nouvelles vagues de la pandémie de COVID-19 risquerait d'aggraver encore plus le recul de la consommation privée et d'exacerber les difficultés d'approvisionnement. Le relèvement des taux d'intérêt pourrait entraîner de fortes corrections des marchés du logement qui affecteraient les marchés financiers. En revanche, les investisseurs et les consommateurs pourraient renouer avec la confiance et les prix de l'énergie pourraient baisser si la guerre s'achevait plus tôt.

## Développer les énergies renouvelables pour renforcer la sécurité énergétique

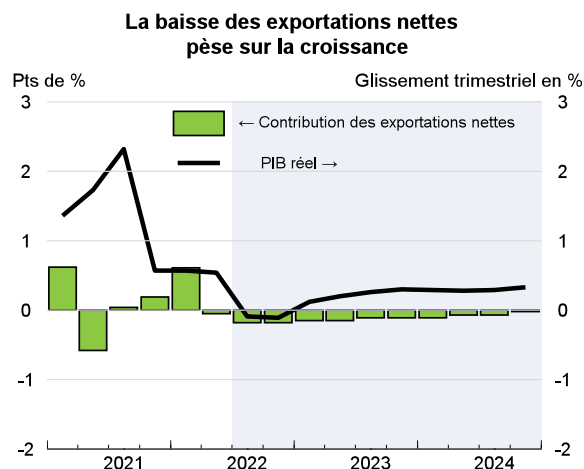
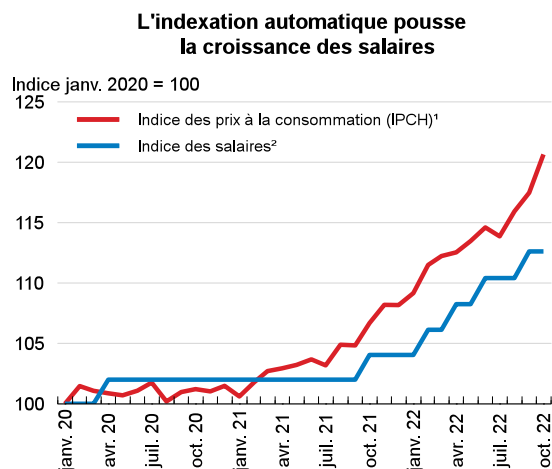
Les mesures de soutien énergétique devraient être mieux ciblées sur les ménages et les entreprises vulnérables et créer des incitations fortes à économiser le gaz. Pour développer l'offre d'énergies renouvelables, il est fondamental de continuer à accélérer les procédures de planification et d'approbation, par ailleurs complexes, au niveau des communes et des Länder. La montée en régime de la transformation numérique de l'économie requiert d'investir davantage dans l'infrastructure numérique, de moderniser plus rapidement l'État et de mieux coordonner l'action publique et les procédures administratives entre les différents niveaux d'administration. Augmenter l'efficacité de la dépense publique par un recours efficace aux examens de dépenses, réduire les subventions et exonérations fiscales régressives et dommageables pour l'environnement et améliorer le respect des obligations fiscales sont autant de mesures qui permettraient de dégager des ressources supplémentaires pour les investissements publics qui s'imposent. Afin de remédier aux pénuries de main-d'œuvre qui s'accroissent et risquent, en outre, de faire dérailler l'investissement privé et public dans les énergies renouvelables, il faudra relever le taux d'activité des femmes, des personnes peu qualifiées et des seniors en proposant des incitations fiscales appropriées et en améliorant les politiques de formation professionnelle et de formation des adultes. Enfin, il sera également essentiel de dynamiser l'immigration qualifiée et de faciliter l'insertion des réfugiés ukrainiens sur le marché du travail, notamment en améliorant l'accès aux services de garde d'enfants.

# Belgique

Dans un contexte d'inflation élevée et d'incertitude exacerbée, la croissance du PIB devrait sensiblement refluer, passant de 2.9 % en 2022 à 0.5 % en 2023, avant de se redresser à 1.1 % en 2024. La consommation privée restera faible jusqu'à la mi-2023 et ce, malgré l'indexation automatique des salaires qui soutient le pouvoir d'achat des ménages. La compétitivité de la Belgique sur la scène internationale se détériore et son économie étant très exposée à un ralentissement de ses principaux partenaires commerciaux, la faiblesse des exportations nettes aura des répercussions négatives sur le PIB pendant la période considérée. L'inflation globale des prix à la consommation est attendue à près de 10 % en moyenne en 2022 et devrait rester élevée en 2023.

L'orientation budgétaire devrait être neutre en 2023 et modérément restrictive en 2024. Pour promouvoir à la fois la viabilité des finances publiques et les économies d'énergie, et éviter d'accentuer les tensions inflationnistes, il est primordial de mieux cibler les mesures de soutien énergétique, tout en maintenant les signaux de prix. Afin de garantir la sécurité énergétique, l'orientation de l'action publique en matière d'énergie nucléaire doit être clarifiée. La mise en place d'une taxation du carbone applicable à l'ensemble des émissions est indispensable pour promouvoir les investissements verts et favoriser la transition énergétique.

## Belgique



1. Données de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) provisoires pour octobre 2022.

2. Pour les salariés dont les salaires sont automatiquement indexés sur l'indice national des prix à la consommation hors tabac, alcool et carburants (soit environ 60 % de l'ensemble des salariés).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; Bureau fédéral du plan ; Banque nationale de Belgique ; et Office belge de statistique (Statbel).

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

## Belgique : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Belgique</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	478.6	-5.4	6.1	2.9	0.5	1.1
Consommation privée	245.7	-8.3	5.5	2.5	0.1	2.2
Consommation publique	110.2	0.0	4.8	1.0	2.3	0.7
Formation brute de capital fixe	116.2	-5.1	4.9	-0.1	1.7	1.1
Demande intérieure finale	472.1	-5.6	5.2	1.5	1.0	1.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	3.5	-0.3	0.4	1.0	0.1	0.0
Demande intérieure totale	475.6	-5.8	5.5	2.6	1.0	1.5
Exportations de biens et services	394.4	-5.0	11.3	3.8	0.3	1.3
Importations de biens et services	391.4	-5.6	10.7	3.4	0.9	1.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	3.0	0.4	0.7	0.4	-0.6	-0.4
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.5	2.9	6.8	5.5	3.2
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.4	3.2	9.9	6.6	4.1
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.4	1.3	3.9	6.1	4.1
Taux de chômage (% de la population active)	—	5.8	6.3	5.8	6.5	6.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	13.7	9.9	9.2	9.5	8.2
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-9.0	-5.6	-5.2	-5.8	-5.3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	140.9	129.8	126.8	127.6	129.2
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht <sup>3</sup> (% du PIB)	—	112.0	109.2	106.2	107.0	108.5
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	1.1	0.4	-4.6	-4.4	-4.8

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

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

3. Selon la définition de Maastricht, la dette des administrations publiques comprend uniquement les crédits, les titres de créance et les numéraires et dépôts, la dette étant exprimée en valeur nominale et non à sa valeur de marché.

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

StatLink  <https://stat.link/a750hw>

## L'économie a ralenti, sur fond de dégradation des perspectives mondiales

Le niveau élevé des prix de l'énergie, le recul de la confiance et l'affaiblissement des échanges commerciaux internationaux ont ralenti la croissance du PIB, ainsi la production a reculé de 0.1 % au troisième trimestre de 2022. L'inflation globale annuelle a bondi à 13.1 % en octobre, sur fond de hausse massive et persistante des prix de l'énergie ressortant à 69.2 % et de progression continue des prix des produits alimentaires approchant les 12 %. Malgré l'indexation automatique qui a entraîné une augmentation de 8 % depuis le mois de janvier de la majeure partie des salaires nominaux et des prestations sociales, et empêché une baisse plus importante des revenus réels, la confiance des consommateurs a chuté de 16 points au mois de septembre, une forte baisse proche de celle enregistrée au début de la pandémie de COVID-19. La confiance des entreprises s'érode depuis plusieurs mois, la demande anticipée dans le secteur de la construction s'étant notamment sensiblement dégradée au mois d'octobre. Au cours des huit premiers mois de 2022, le déficit commercial a augmenté de 23 milliards EUR (environ 4 % du PIB) par rapport à la même période de 2021.

La Belgique importe l'intégralité de ses combustibles fossiles, notamment via un important terminal GNL situé à Zeebruges, mais produit quelque 40 % de l'électricité consommée dans le pays grâce à six réacteurs nucléaires. La capacité maximale de stockage du gaz est atteinte depuis fin septembre, mais ne permet de couvrir que 4 % de la consommation annuelle. En octobre, le gaz, l'électricité et le fioul étaient respectivement plus chers de 131 %, 85 % et 58 % qu'un an auparavant. L'aide énergétique aux ménages comprend à la fois des mesures non ciblées (application d'un taux réduit de TVA sur l'électricité et le gaz, baisse des droits d'accises sur l'essence, versement de sommes forfaitaires) et des mesures ciblant les groupes les plus modestes (prolongation du tarif social sur le gaz et l'électricité). Les entreprises bénéficient de dispositifs de chômage temporaire, de reports de paiement des impôts et des cotisations de sécurité sociale, et de moratoires sur le remboursement des dettes. Le coût budgétaire des mesures de soutien est estimé à quelque 5 milliards EUR pour 2022 (environ 1 % du PIB) et à 4 milliards EUR (environ 0.8 % du PIB) pour 2023.

## Les finances publiques sont sous tension

Le déficit budgétaire atteindra 5.2 % du PIB en 2022, contre 5.6 % en 2021, l'effet positif de la suppression progressive des dépenses liées à la pandémie étant atténué par la réponse budgétaire expansionniste à la crise de l'énergie. Le plan d'aide énergétique devrait rester en place jusqu'au premier trimestre de 2024. Parmi les autres mesures budgétaires figurent une réduction de 1 milliard EUR (environ 0.2 % du PIB) des cotisations patronales de sécurité sociale et une augmentation estimée à 1 milliard EUR des dépenses liées à la défense et à la sécurité. Les plans budgétaires doivent être financés à la fois par des réductions des dépenses, notamment dans le secteur de la santé, et par de nouvelles recettes de quelque 3.1 milliards EUR (soit 0.6 % du PIB), dont une taxe exceptionnelle sur les « surprofits » dans le secteur de l'énergie. L'orientation budgétaire devrait être neutre en 2023 et modérément restrictive en 2024, les déficits budgétaires devant s'élever respectivement à 5.8 % et 5.3 % du PIB.

## La croissance sera faible mais s'améliorera progressivement

Freiné par les pressions qui s'exercent sur le revenu disponible des ménages, la faible croissance des marchés d'exportation et les pertes de parts de marché à l'exportation, le PIB devrait croître de 0.5 % en 2023, avant d'accélérer de nouveau pour atteindre 1.1 % en 2024. Les prix élevés de l'énergie et des matières premières pèseront sur la consommation privée, la hausse des taux longs freinera l'investissement résidentiel et l'augmentation des coûts salariaux et de l'énergie grèvera les exportations. La croissance de l'investissement des entreprises et du secteur public va repartir, appuyée par les fonds de l'UE, et soutiendra le PIB, malgré le resserrement des conditions monétaires. L'inflation globale comme l'inflation sous-jacente devraient reculer, sous l'effet du durcissement des conditions financières, mais rester élevées pendant la période considérée. Si la crise énergétique devait se prolonger, l'indexation automatique des salaires pourrait entraîner une spirale des salaires et des prix. Des goulets d'étranglement au niveau de l'offre pourraient également perturber l'investissement. Une augmentation des exportations due à une croissance plus élevée que prévu chez les principaux partenaires commerciaux, constitue un risque de révision à la hausse des projections.

## Il est essentiel de veiller à la viabilité des finances publiques et à la sécurité énergétique

Les aides budgétaires destinées à atténuer les conséquences du choc énergétique devraient davantage cibler les ménages à faible revenu et les entreprises viables, tout en préservant les incitations en faveur des économies d'énergie. Une stratégie d'assainissement budgétaire, fondée sur des examens des dépenses, est indispensable pour reconstituer des marges de manœuvre budgétaires et abaisser

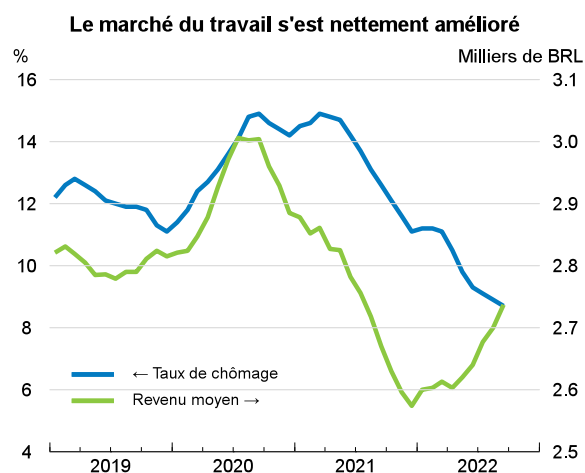
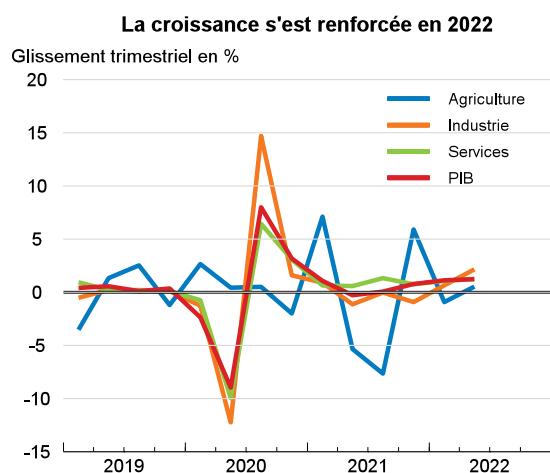
graduellement le ratio dette/PIB. Pour assurer la sécurité de l'approvisionnement en électricité et mettre en place une diversification des sources d'énergie permettant de se détourner des combustibles fossiles, l'orientation de l'action publique en matière d'énergie, en particulier en ce qui concerne l'énergie nucléaire, doit être clairement définie. La mise en place d'une taxation du carbone explicite et prévisible, applicable à toutes les émissions de gaz à effet de serre, est nécessaire pour favoriser les investissements bas carbone. Continuer de lever les obstacles à la concurrence stimulerait la productivité et atténuerait les effets de la hausse des salaires sur la compétitivité internationale.

# Brésil

Selon les projections, la croissance du PIB devrait être de 2.8 % en 2022, de 1.2 % en 2022 puis de 1.4 % en 2024. La consommation des ménages, l'investissement privé et les exportations resteront les principaux moteurs de la croissance, même si la croissance trimestrielle des exportations devrait ralentir en 2023. Les dépenses des ménages sont soutenues par la hausse des transferts sociaux et par la croissance vigoureuse de l'emploi, mais fléchiront aussi l'an prochain. L'investissement privé continuera de progresser grâce à l'amélioration de la confiance des entreprises. En dépit du relèvement des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, le taux de change s'est légèrement apprécié cette année, atténuant les tensions inflationnistes. L'inflation devrait reculer pendant la période considérée, à mesure que les effets de la flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires se dissipent.

La politique monétaire devrait rester restrictive et le taux directeur être maintenu à son niveau actuel de 13.75 % jusqu'à la mi-2023. Les taux directeurs pourront être abaissés une fois que les tensions inflationnistes auront davantage reflué. La politique budgétaire a été expansionniste et a contribué à alimenter l'inflation en augmentant la demande. Une stratégie d'assainissement de grande ampleur s'impose pour réduire le déficit et restaurer la crédibilité du cadre budgétaire. Réduire les rigidités budgétaires et limiter les dépenses publiques obligatoires permettraient d'améliorer l'efficacité de la dépense publique. Mieux gérer les investissements publics dans les infrastructures, réformer les transferts sociaux et renforcer les incitations à la durabilité dans le secteur agricole sont autant de mesures qui pourraient stimuler la croissance potentielle tout en améliorant les finances publiques. Développer davantage le mix énergétique renforcerait la résilience en cas de chocs climatiques.

## Brésil 1



Source : Institut brésilien de géographie et de statistique (IBGE).

StatLink  <https://stat.link/k5uxir>

## Brésil : Demande, production et prix

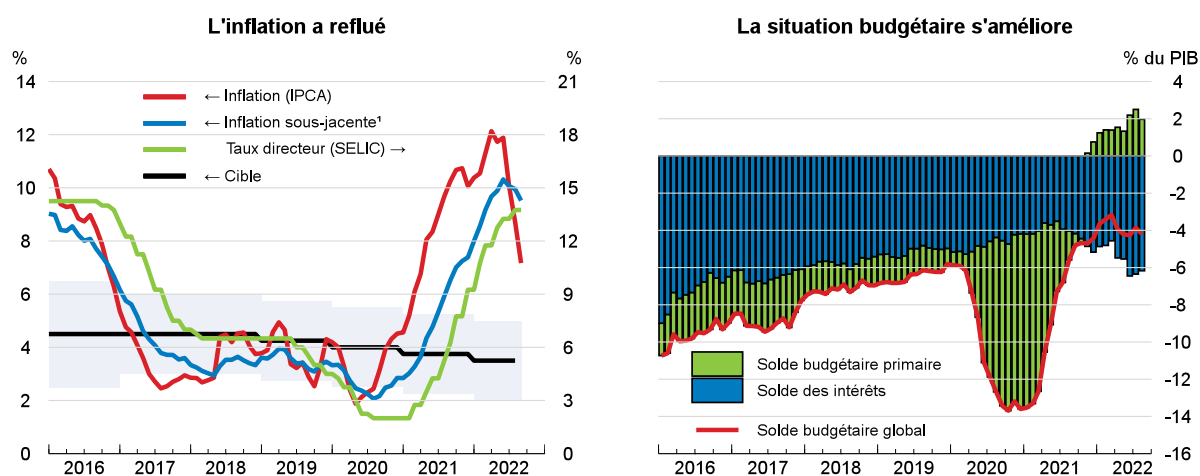
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Brésil</b>	Prix courants milliards de BRL	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2000)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	7 389.1	-4.2	4.9	2.8	1.2	1.4
Consommation privée	4 813.6	-5.5	3.6	4.0	1.8	1.1
Consommation publique	1 476.6	-4.5	2.0	0.4	-0.5	0.4
Formation brute de capital fixe	1 143.2	-0.5	17.3	-0.3	3.3	3.2
Demande intérieure finale	7 433.4	-4.5	5.5	2.5	1.7	1.4
Variation des stocks <sup>1</sup>	3.4	-0.7	0.7	-0.2	0.2	0.0
Demande intérieure totale	7 436.7	-5.4	6.2	2.3	1.9	1.5
Exportations de biens et services	1 043.6	-2.3	6.4	2.4	2.6	3.4
Importations de biens et services	1 091.2	-10.3	13.0	-0.6	6.5	3.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 47.6	1.2	-1.0	0.6	-0.7	-0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	5.5	10.7	7.1	5.2	4.3
Indice des prix à la consommation	—	3.2	8.3	8.9	4.2	4.5
Déflateur de la consommation privée	—	3.2	8.7	9.8	4.7	4.5
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-13.6	-4.7	-6.0	-5.9	-5.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-1.6	-1.8	-1.5	-1.4	-1.4

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° 112.

StatLink  <https://stat.link/dqyz6o>

## Brésil 2



1. L'inflation sous-jacente exclut du calcul l'énergie et les produits alimentaires. La zone grisée correspond à la marge tolérée de fluctuation de l'inflation.

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

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

## L'activité a surpris à la hausse au premier semestre de 2022

L'activité économique s'est accélérée aux premier et second trimestres avec une croissance plus forte que prévu, atteignant respectivement 1.1 % et 1.2 % (en glissement trimestriel). La croissance a toutefois ralenti au troisième trimestre. Les indicateurs mensuels laissent entrevoir un ralentissement de l'activité dans les industries extractives, même s'ils sont plus mitigés concernant les secteurs manufacturiers. Le chiffre de base pour ces secteurs fait apparaître un léger recul global imputable aux biens intermédiaires et non durables, mais la croissance est restée positive dans la plupart de ces secteurs. De plus, l'utilisation des capacités dans ces secteurs a augmenté à plus de 80 %, confirmant leur redressement généralisé. Les services ont connu une forte expansion en août pour le quatrième mois consécutif, portée par les services aux ménages, l'information et les technologies, malgré le recul des services de transport. Les secteurs des services continuent d'être le principal moteur de la croissance du PIB du côté de l'offre, ce qui s'explique en partie par le rattrapage de la demande ayant fait suite à la levée des restrictions à la mobilité. Les ventes au détail ont diminué au troisième trimestre sous l'effet de la stabilisation de la hausse des salaires réels, du ralentissement des crédits aux ménages et de la normalisation des taux d'épargne.

En glissement annuel, l'inflation globale est passée de 11.9 % en juin à 6.5 % en octobre, mais l'inflation sous-jacente, à 8.2 % en octobre, reste élevée. Les anticipations d'inflation ont reculé, tombant à 4.7 % pour 2023 et à 4 % pour 2024. La baisse de l'inflation globale est principalement due au repli des cours internationaux du pétrole et à de vastes mesures d'allègement fiscal, qui comprennent le plafonnement du taux que les autorités infranationales peuvent appliquer à la taxe sur la consommation dont l'assiette est la plus large, en plus de réductions et exonérations d'impôts fédéraux. Ces mesures allègent efficacement la charge fiscale pesant sur les carburants, l'électricité, le gaz naturel, les communications et les transports publics. Cela étant, elles ont aussi réduit les rentrées fiscales des États, qui ont ralenti en juillet, n'augmentant alors que de 1.2 % contre 4.5 % jusqu'au mois de juin. Le marché du travail s'est amélioré avec la montée en régime de l'activité économique. Le taux de chômage a baissé, passant de 11.1 % en mars à 8.7 % en septembre, grâce à la vigueur des créations d'emplois. En septembre, le revenu réel moyen du travail avait augmenté de 2.5 % en glissement annuel.

## Des politiques monétaire et budgétaire restrictives s'annoncent

La Banque centrale du Brésil devrait maintenir son taux directeur à 13.75 % jusqu'à la mi-2023. Étant donné le resserrement en cours de la politique monétaire dans les économies avancées, qui pèsera sur le taux de change, les autorités ne devraient pas abaisser le taux directeur avant que l'inflation tendancielle ne soit durablement orientée à la baisse. À partir de la mi-2023, les taux directeurs devraient être abaissés pour être ramenés à 10 % fin 2024.

En 2022, la politique budgétaire a été expansionniste, sous l'impulsion des exonérations fiscales accordées pour faire face à la hausse des prix de l'énergie et d'une augmentation de 50 % de l'ampleur du programme de transferts sociaux *Auxílio Brasil*. Ces deux mesures doivent arriver à expiration en décembre 2022, même s'il est probable que l'augmentation du programme de transferts sociaux sera maintenue. Il en coûterait environ 0.5 % du PIB, soit un niveau similaire à celui d'une prolongation des exonérations fiscales, après correction de l'impact probable de ces mesures sur la croissance. Il sera toutefois difficile de concilier le maintien de ces deux mesures avec les règles budgétaires et la nécessité d'aller vers une politique budgétaire plus restrictive pour réduire le déficit tout en contenant la dette publique à compter de 2023.

## La croissance économique ralentit

La dégradation des perspectives mondiales, le durcissement de la politique budgétaire et les effets de la hausse des taux d'intérêt ralentiront la croissance du PIB, la ramenant de 2.8 % en 2022 à 1.2 % en 2023. Elle s'améliorera ensuite légèrement, remontant à 1.4 % en 2024. La baisse des prix des matières premières et le ralentissement de l'activité des principaux partenaires commerciaux réduiront la demande extérieure. Le durcissement des conditions de crédit, ajouté au ralentissement des créations d'emplois en 2023, limitera la consommation des ménages. À mesure que les goulets d'étranglement du côté de l'offre disparaîtront et que la hausse des taux directeurs fera progressivement sentir ses effets, l'inflation devrait revenir d'un rythme annuel moyen de 8.9 % en 2022 à 4.2 % en 2023, puis se redresser légèrement à 4.5 % en 2024 avec le redémarrage de la croissance, soit la limite supérieure de la marge tolérée de fluctuation de 1.5-4.5 % autour de l'objectif d'inflation retenu par la banque centrale pour 2024.

Les risques de divergence par rapport aux projections concernant l'inflation sont orientés à la hausse étant donné que le ralentissement de l'augmentation des prix est principalement attribuable aux prix administrés, comme ceux des carburants, alors que les prix du marché restent dynamiques dans les secteurs des services, même s'ils progressent moins vite pour les produits industriels. En outre, la situation tendue du marché du travail pourrait provoquer une hausse prolongée des prix des services et d'autres prix conjoncturels, en particulier si les salaires réels se mettent à augmenter. Les incertitudes entourant la politique budgétaire future pourraient déstabiliser les marchés financiers, obligeant la banque centrale à maintenir plus longtemps ses taux directeurs à un niveau élevé, ce qui pèserait sur la croissance.

## Une refonte du cadre budgétaire est indispensable

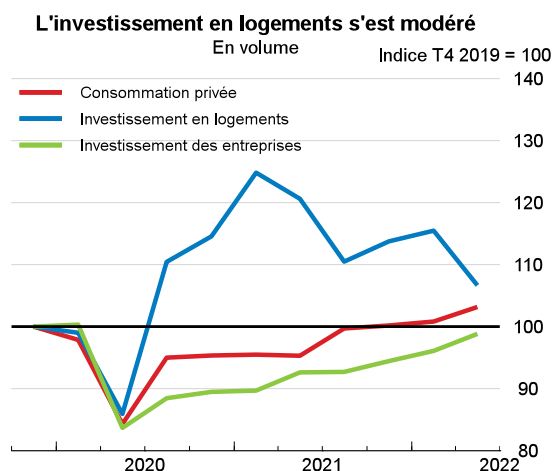
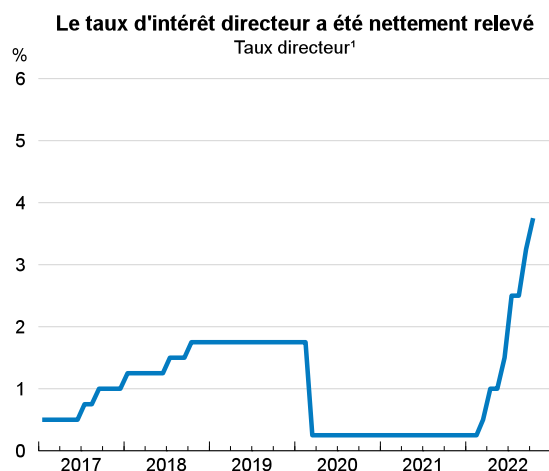
Il devient de plus en plus difficile de se conformer au cadre budgétaire actuel en raison du conflit intrinsèque entre une règle budgétaire limitant l'augmentation de la dépense publique et certaines rigidités budgétaires, le budget étant soumis à hauteur d'environ 92 % à des règles de dépenses obligatoires. Une réforme réduisant les besoins de dépenses automatiques, accompagnée d'un renforcement du cadre budgétaire, pourrait donner un peu d'air à la politique budgétaire. Le Brésil dispose déjà d'un mix énergétique relativement propre, puisque l'hydroélectricité et la biomasse représentent 86 % de ses sources d'électricité et que 45 % de son énergie provient d'énergies renouvelables. La forte dépendance vis-à-vis de l'énergie hydroélectrique a montré ses limites en 2021, année où les sécheresses ont fait baisser le niveau des réservoirs d'eau, soulignant la nécessité d'investir davantage dans d'autres sources renouvelables. L'éolien et le solaire offrent à cet égard un potentiel important encore insuffisamment exploité. L'investissement public dans les infrastructures au Brésil est faible par rapport au niveau des pays de l'OCDE et des pays comparables, et a encore reculé au fil des ans. Il existe d'importants déficits concernant les infrastructures de transport, d'eau et d'assainissement. Accroître les investissements dans des infrastructures de qualité largement accessibles augmenterait la productivité et la croissance potentielle tout en contribuant à l'adaptation au changement climatique et à son atténuation.

# Canada

La croissance du PIB réel devrait ralentir, passant de 3.2 % cette année à 1 % en 2023, avant de se raffermir pour atteindre 1.3 % en 2024. La hausse des coûts d'emprunt pèsera sur les dépenses de consommation, alors que la croissance des exportations sera modérée à court terme sur fond de détérioration de la situation à l'étranger. Le recul de la demande agrégée atténuera les pressions sur les capacités, tout comme la poursuite du redressement des investissements hors logements. Les marchés du travail ont été tendus jusqu'à récemment, mais le nombre d'embauches va diminuer en raison du ralentissement de la croissance de la production. La progression des salaires va se modérer étant donné un taux de chômage qui s'établira à un niveau légèrement supérieur à son niveau pré-pandémie. L'inflation convergera vers l'objectif avec l'atténuation des facteurs sous-jacents qui tirent les coûts vers le haut et la disparition des perturbations de l'offre qui subsistaient encore.

D'amples relèvements des taux d'intérêt cette année aideront à contenir la demande excédentaire et à juguler les tensions inflationnistes. Le durcissement de la politique monétaire devrait se faire plus lent si le marché du travail montre des signes de détérioration. Les dispositions relatives à l'allègement du coût de la vie pèsent sur les soldes budgétaires de 2022. Le gouvernement fédéral et les provinces devraient revoir ces aides à la baisse à mesure que les tensions sur les prix s'atténueront, ce qui entraînera une réduction des déficits budgétaires l'an prochain et contribuera à contenir la demande globale. Le Canada a pris diverses mesures pour assurer la viabilité de la croissance à long terme de son économie. Les mesures à bas coût visant à réduire les émissions sont tributaires de l'amélioration des instruments d'action utilisés, comme la tarification du carbone, conjuguée au soutien aux investissements verts.

## Canada 1



1. Le taux directeur est le taux cible moyen de la Banque du Canada pour le financement à un jour sur le marché monétaire.

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

StatLink  <https://stat.link/6nwy8>


## Canada : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de CAD	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2012)				
<b>Canada</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	2 311.3	-5.2	4.5	3.2	1.0	1.3
Consommation privée	1 334.9	-6.1	4.9	5.4	2.0	1.2
Consommation publique	479.4	0.0	5.8	1.6	0.7	0.7
Formation brute de capital fixe	517.9	-2.8	7.1	0.0	0.3	1.5
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>2 332.2</b>	<b>-4.2</b>	<b>5.6</b>	<b>3.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>
Variation des stocks <sup>1</sup>	15.5	-1.7	0.9	1.9	0.2	0.0
<b>Demande intérieure totale</b>	<b>2 347.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>6.5</b>	<b>5.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>
Exportations de biens et services	745.2	-9.7	1.4	2.3	2.4	1.9
Importations de biens et services	781.6	-10.8	7.7	8.7	3.8	1.4
Exportations nettes <sup>1</sup>	-36.4	0.5	-2.0	-1.9	-0.5	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	0.7	8.1	8.3	2.7	2.2
Indice des prix à la consommation	—	0.7	3.4	6.8	4.1	2.4
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.1	2.3	4.9	4.0	2.4
Taux de chômage (% de la population active)	—	9.5	7.4	5.4	5.7	6.0
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	14.4	10.8	5.8	3.2	2.7
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-11.4	-5.0	-1.7	-0.7	-0.5
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	126.9	118.7	111.6	111.4	111.1
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-1.8	0.0	-0.6	-2.3	-2.3

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

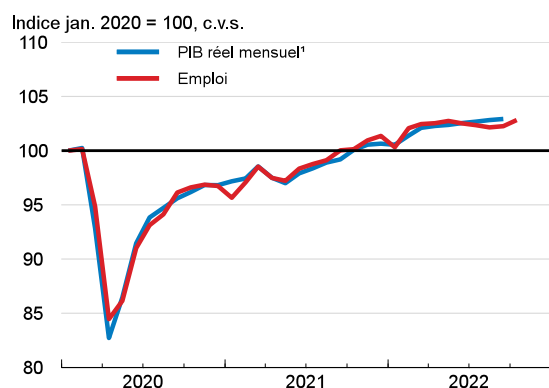
2. Indice des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie.

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

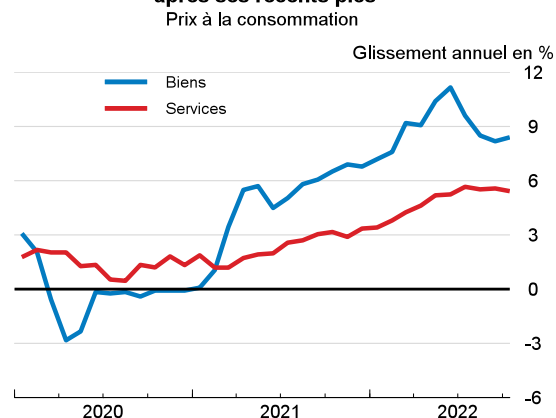
StatLink  <https://stat.link/bkefvw>

## Canada 2

**Les hausses de la production et de l'emploi  
se sont infléchies**




**La hausse des prix des biens a reculé  
après ses récents pics**



1. Estimation flash pour septembre 2022.

Source : Statistique Canada via Refinitiv.

StatLink  <https://stat.link/r4f20m>

## L'activité économique ralentit

La vigueur des secteurs des ressources naturelles du Canada a contribué à compenser le ralentissement de la croissance dans les services. Les données sur le PIB par secteur montrent une décélération de l'activité après le rebond post-pandémie enregistré auparavant par certains secteurs durement touchés, comme les voyages et l'hôtellerie. La confiance des chefs d'entreprise, anticipant un ralentissement des ventes, a baissé au troisième trimestre. Les intentions d'investissement et de recrutement se sont modérées et les entreprises commencent à faire état d'une réduction des pressions sur les capacités. Si le taux d'emplois non pourvus et l'emploi restent proches des points hauts observés plus tôt cette année, la croissance de l'emploi a ralenti par rapport à la hausse de la population. L'ampleur inhabituelle des flux d'immigration internationaux permettra de pourvoir des postes dans certains secteurs. Le Canada a amplifié ses programmes d'immigration permanente après la réouverture des frontières. Il a par ailleurs accueilli un grand nombre de réfugiés ukrainiens, approuvant plus de 375 000 demandes, équivalant à 1 % de sa population. La dernière enquête en date sur les attentes des consommateurs réalisée par la Banque du Canada montre que le resserrement des conditions de crédit et l'assombrissement des perspectives économiques fragilisent la confiance des consommateurs. Le commerce de détail s'est récemment tassé sous l'effet de la diminution des salaires réels. L'investissement dans le logement continue de décrocher après son envolée pendant la crise du COVID-19. La hausse des coûts d'emprunt pèse sur l'activité du marché du logement, et les ventes y sont en net recul par rapport à il y a un an. Les prix des logements se sont particulièrement repliés sur des marchés comme Toronto, qui s'étaient emballés ces dernières années, beaucoup d'autres villes accusant elles aussi une chute de l'immobilier au cours des derniers mois.

Étant donné son éloignement des marchés européens, durement touchés, et vu ses capacités intérieures de production de pétrole et de gaz, le Canada reste à l'abri des tensions économiques aigües dues à la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine. La hausse des prix de l'énergie, en particulier, y a été inférieure à ce qu'elle est en Europe. Le repli des prix du pétrole a contribué à réduire la hausse des prix à la consommation par rapport au pic enregistré plus tôt dans l'année. L'indice de l'inflation globale des prix à la consommation a ralenti, revenant de 8.1 % en juin à 6.9 % en octobre (en glissement annuel). L'augmentation des prix des produits alimentaires et des services reste forte, même si les anticipations d'inflation des entreprises se sont légèrement infléchies au troisième trimestre.

## Les objectifs politiques à court terme visent à juguler l'inflation et à alléger le coût de la vie

Un nouveau durcissement à court terme de la politique monétaire est indispensable pour amener l'inflation des prix à la consommation vers son objectif. La banque centrale devra toutefois rester attentive à l'évolution de la situation du marché du travail dans l'optique d'éviter des corrections excessives. Elle devrait relever encore son taux directeur de 50 points de base d'ici la fin de l'année. Le resserrement quantitatif va continuer de tirer vers le haut les taux d'intérêt à long terme. Tout en restant restrictive pendant la plus grande partie des deux prochaines années, la politique monétaire devrait commencer à s'assouplir en 2024 à la faveur de la diminution des tensions sur les prix. Après avoir atteint un point haut de 4.25 %, le taux d'intérêt directeur devrait diminuer de 50 points de base en 2024.

Les allègements d'impôt généralisés sur les carburants et les mesures de réduction des factures d'énergie mis en place dans certaines provinces ont été prolongés. Afin de compenser en partie les effets de la forte inflation, le gouvernement fédéral a augmenté le crédit d'impôt sur les biens et services en faveur des ménages à faible revenu, mesure représentant quelque 0.1 % du PIB. Le poids des mesures d'allègement du coût de la vie sur les finances publiques provinciales et fédérales est modeste par rapport à celui observé dans d'autres pays de l'OCDE.

## L'inflation va se modérer à mesure que la croissance ralentira

La croissance du PIB réel devrait refluer à 1 % en 2023. La croissance des exportations va pâtir de la dégradation de la situation aux États-Unis et dans d'autres grandes économies. La hausse des taux d'intérêt devrait peser sur la croissance de l'investissement dans le logement et sur la consommation privée l'an prochain, malgré l'impulsion donnée par la hausse de la population. Après les faibles niveaux atteints pendant la crise du COVID-19, l'investissement des entreprises va poursuivre son redressement, dopé par les dépenses consacrées aux systèmes de santé et de transport public ainsi qu'à d'importants projets dans le secteur de l'énergie. La demande de main-d'œuvre s'infléchira par suite d'une hausse plus lente de la production, provoquant un ralentissement de la croissance de l'emploi. Selon les projections, le PIB devrait augmenter de 1.3 % en 2024. L'atonie de la demande intérieure sera compensée par une croissance plus forte des exportations due à l'amélioration de la situation des principaux partenaires commerciaux. La montée du chômage jugulera la croissance des salaires au cours des deux prochaines années, contribuant à alléger les tensions sur les prix à la consommation faisant suite au recul du coût de l'énergie, de l'alimentation et du logement.

Les risques de divergence par rapport aux projections à court terme sont orientés à la baisse. Les tensions salariales pourraient ne pas se dissiper aussi vite que prévu. S'attaquer à la montée de l'inflation pourrait nécessiter de plus amples relèvements des taux d'intérêts, ce qui risque d'accentuer les pressions sur les secteurs sensibles aux coûts d'emprunt, en particulier ceux liés à l'activité sur le marché du logement. Les prix des logements risquent de s'avérer plus sensibles à une hausse des taux d'intérêt que présumé dans les projections. Une chute massive de l'immobilier pourrait causer une instabilité plus large sur les marchés financiers, entraînant des effets de richesse négatifs bridant les dépenses de consommation.

## Maintenir le cap d'une croissance durable à long terme

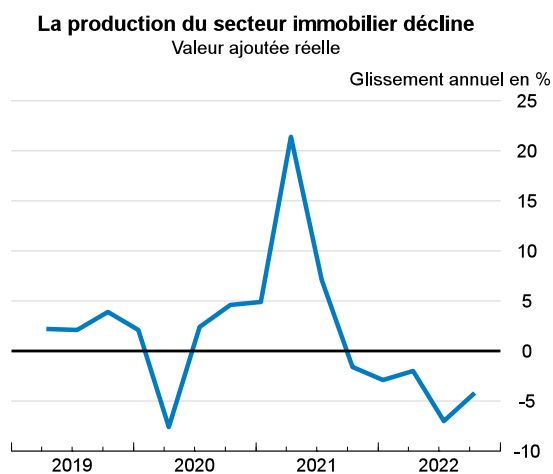
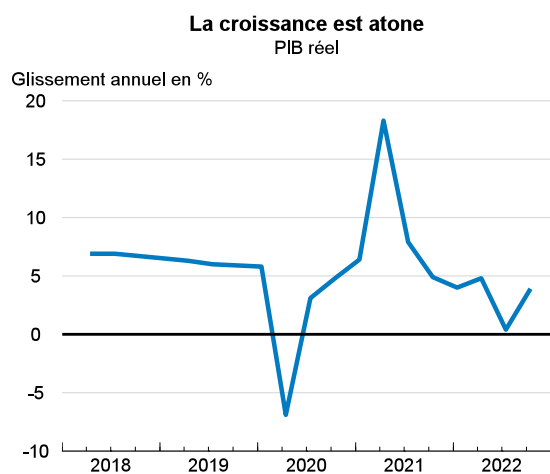
Le gouvernement fédéral et les provinces du Canada devraient revoir les aides au coût de la vie à la baisse, et les recibler à mesure que les tensions sur les prix s'atténueront. La suppression des mesures d'aide contribuera à améliorer les soldes budgétaires et permettra à la politique budgétaire de ne pas jouer contre le durcissement de la politique monétaire. Dans le contexte actuel d'incertitude de l'environnement macroéconomique, le gouvernement fédéral et les provinces du Canada ne devraient pas perdre de vue les priorités de réforme structurelle visant à renforcer la croissance à long terme. La réussite de l'initiative de premier plan mise en œuvre par le gouvernement fédéral en vue d'améliorer l'accès à des services abordables de garde d'enfants est susceptible de soutenir le taux d'activité. L'impulsion donnée à l'investissement et à la productivité dépendra en partie des efforts visant à lever les obstacles aux échanges inter-provinciaux qui limitent la circulation des biens et services et entravent le redéploiement de la main-d'œuvre. Pour se donner les moyens d'atteindre ses objectifs climatiques ambitieux, le gouvernement fédéral est en train d'élaborer une série de politiques d'atténuation. Aux côtés de l'objectif principal de réduction des émissions, l'action publique devrait par ailleurs être pensée en vue de minimiser les coûts. Améliorer les mesures existantes fondées sur le marché, telle la tarification du carbone, devrait être une priorité. En favorisant l'investissement dans les technologies vertes, le Canada pourra s'appuyer sur l'avantage comparatif que lui confère sa situation de producteur d'électricité et de biens décarbonés.

# Chine

La croissance économique refluera à 3.3 % en 2022, avant de rebondir pour s'établir à 4.6 % en 2023 et à 4.1 % en 2024. L'apparition du variant omicron a conduit en 2022 à de nouvelles vagues de confinements, qui ont perturbé l'activité économique. Dans un contexte de difficultés grandissantes, la croissance sera étayée par l'investissement dans les infrastructures et les mesures de soutien, qui contribuent à modérer la correction que subit le secteur de l'immobilier. Le regain de l'épargne de précaution, motivé par la faible confiance des consommateurs allée aux carences de la protection sociale, freine le rééquilibrage de la demande en faveur de la consommation. La croissance des exportations restera modérée, sur fond de dégradation des perspectives de croissance mondiale, avant de se redresser en 2024. Malgré la progression récente des prix des produits frais, la hausse des prix à la consommation devrait rester modeste en raison des politiques actuelles pour contrôler les prix pour l'énergie et les produits alimentaires.

La politique monétaire est devenue plus expansionniste du fait d'une série de baisses de taux d'intérêt et de réductions du coefficient de réserves obligatoires. L'application plus stricte des règles relatives aux quotas de crédit pour les logements pré-vendus et la baisse du taux des prêts du fonds de prévoyance pour le logement aux primo-accédants atténueront la crise du secteur immobilier. Un certain nombre de mesures nouvelles vont rendre la politique budgétaire plus expansionniste. Certains groupes ciblés continueront de bénéficier d'une aide sous la forme de déductions et d'exonérations de certains impôts et de diverses redevances d'utilisation. Renforcer le filet de protection sociale permettrait de redynamiser la consommation des ménages.

## Chine 1



Source : CEIC.

StatLink  <https://stat.link/s2iqfy>

## Chine : Demande, production et prix


	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants trillions de CNY	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Chine</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	98.7	2.2	8.1	3.3	4.6	4.1
Demande intérieure totale	97.7	2.0	6.5	2.5	4.9	4.0
Exportations de biens et services	18.2	1.1	15.6	-1.3	2.0	5.3
Importations de biens et services	17.3	-0.3	7.6	-7.2	2.6	5.0
Exportations nettes <sup>1</sup>	0.9	0.3	1.8	0.9	0.0	0.3
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	0.5	4.4	2.7	2.1	1.0
Indice des prix à la consommation	—	2.5	0.8	2.0	2.2	2.0
Solde financier des administrations publiques <sup>2</sup> (% du PIB)	—	-6.9	-6.6	-6.6	-6.6	-6.8
Balance budgétaire principale <sup>3</sup> (% du PIB)	—	-3.7	-3.1	-2.9	-3.1	-2.9
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	1.7	1.8	2.7	2.9	3.1

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

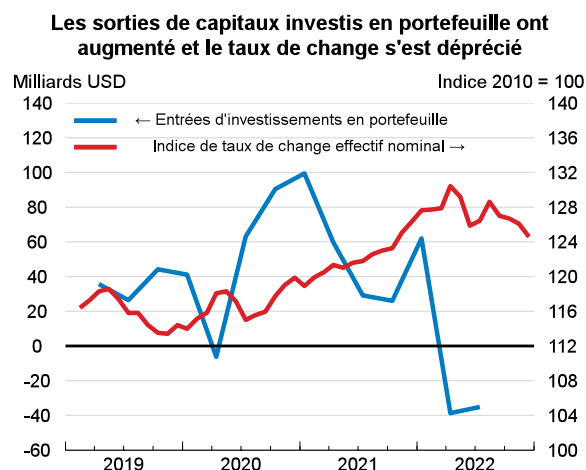
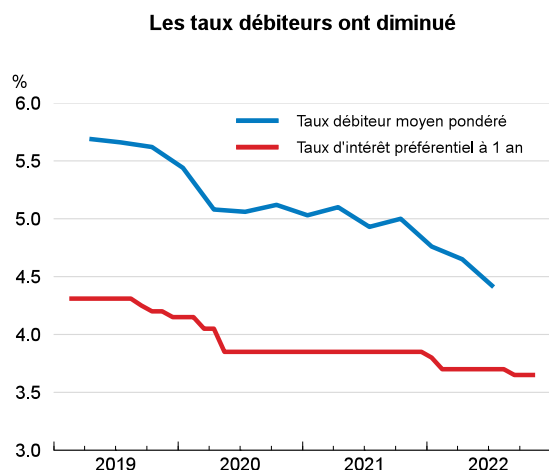
2. Prend en considération les soldes de l'ensemble des quatre comptes budgétaires (compte général, compte de fonds, caisses de sécurité sociale et comptes des entreprises publiques).

3. 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° 112.

StatLink  <https://stat.link/kzm4je>

## Chine 2



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

StatLink  <https://stat.link/qdra9t>

## Les perturbations liées aux confinements imposés pour contenir la pandémie persistent

La croissance du PIB s'est accélérée au troisième trimestre de 2022 pour s'établir à 3.9 % en glissement annuel, après avoir augmenté de 0.4 % en glissement annuel au deuxième trimestre. Ce rebond s'explique en partie par l'assouplissement des confinements liés au COVID-19, sur fond de recul du nombre de cas. Un peu plus de 90 % de la population est vaccinée avec des vaccins chinois, mais ceux-ci sont jugés moins efficaces que les vaccins utilisés dans les pays de l'OCDE. En outre, une proportion élevée de personnes âgées n'est pas vaccinée. Après la période de confinements stricts, un nouveau système de transition de gestion du COVID 19 a été mis en place par les autorités en juillet, fondé sur le niveau de risque, qui permet une reprise plus rapide des activités. Des tests obligatoires sont imposés aux nouveaux arrivants dans un certain nombre de villes, créant des obstacles internes à l'activité économique. Les restrictions continuent d'affecter fortement le secteur des services et la consommation. La croissance de l'investissement s'affermi, étayée par le redressement des investissements en infrastructures et par les nouvelles mesures de soutien qui limitent la contraction de l'investissement immobilier. Les règles rigoureuses qui encadrent l'investissement immobilier, notamment la politique des « trois lignes rouges » fondée sur le respect de ratios financiers, le plafonnement des prêts immobiliers par type de banque et l'application de strictes quotités de financement, sont toujours en vigueur.

Les retombées de la guerre d'agression menée en Ukraine par la Russie sont limitées, aucun de ces deux pays n'étant un partenaire économique important de la Chine. De plus, la Chine est relativement bien protégée contre les chocs touchant les marchés mondiaux des produits alimentaires et de l'énergie en raison de la structure de sa consommation, où dominent des produits alimentaires ayant un contenu en importations limité. L'ampleur des réserves de céréales dont dispose la Chine et les restrictions aux exportations sous la forme de quotas continueront à atténuer l'impact de la montée des cours mondiaux des céréales sur l'inflation intérieure et à réduire le risque de pénuries. Néanmoins, les contraintes exercées par les confinements sur l'offre de produits alimentaires frais ont commencé à tirer vers le haut l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), qui a atteint 2.8 % en glissement annuel en septembre. Le remplacement d'une partie des importations de pétrole brut par des achats, à la Russie, de brut de l'Oural à prix réduit contribue également à juguler les tensions inflationnistes, et des sources russes sont utilisées pour reconstituer les réserves de GNL.

## Les politiques monétaire et budgétaire sont devenues plus accommodantes

La politique monétaire est devenue plus accommodante et devrait continuer de fournir les liquidités nécessaires. Le coefficient de réserves obligatoires et le taux débiteur de référence ont été réduits à deux reprises depuis la fin de 2021, contribuant au creusement du différentiel de taux d'intérêt avec les États-Unis et entraînant des sorties de capitaux et une dépréciation de la monnaie. Pour faire baisser les taux débiteurs sans réduire le taux d'intérêt de référence et sans accentuer les tensions sur les marchés des changes, les principaux établissements de prêt d'État ont abaissé les taux des dépôts de façon concertée en septembre, une première depuis 2015. L'offre de crédit est abondante, mais la demande est freinée par l'impact de la crise du secteur immobilier et par la politique « zéro COVID ». L'effet de richesse lié à la baisse des prix de l'immobilier est limité, car les ménages ont tendance à détenir leurs biens immobiliers sur des périodes plus longues et les primo-accédants profitent de la baisse du taux pratiqué par le fonds de prévoyance pour le logement, mais le regain d'incertitude encourage l'épargne de précaution et le désendettement. La demande de prêts des entreprises est ralentie par la diminution de la valeur des garanties, l'atonie des perspectives économiques mondiales et les allègements fiscaux, ainsi que par les contraintes exercées sur l'offre par les confinements. L'endettement des entreprises s'est stabilisé à un niveau très élevé, supérieur à 150 % du PIB. Le désendettement doit se poursuivre, et une résolution ordonnée des défauts sur obligations contribuerait à affiner la tarification des risques et à éliminer progressivement les garanties implicites.

La politique budgétaire continuera de soutenir l'activité sous la forme d'allègements et de reports de paiement des impôts et redevances ainsi que de dépenses financées à partir de réserves budgétaires. Il est possible qu'une partie du produit des émissions d'obligations locales spéciales ne soit dépensée qu'en 2023. Un large éventail de mesures supplémentaires est actuellement mis en œuvre, dont certaines en dehors du budget public. Ces mesures représentent au total 1 à 2 % du PIB. Les banques de développement utilisent des fonds financés par des obligations pour satisfaire des exigences de fonds propres spécifiques à des projets, car il s'est avéré que le déploiement des projets d'infrastructure était freiné par le manque de fonds. Les entreprises d'électricité sous contrôle de l'État central emprunteront davantage pour pouvoir financer leurs capacités de production d'électricité. Des bonifications d'intérêt généreuses sont accordées à l'appui des activités de rétrocession de prêts en faveur du secteur manufacturier, des services sociaux, des petites et moyennes entreprises et des entreprises individuelles. L'obligation imposée récemment aux structures de financement des collectivités locales de ne lancer des projets d'infrastructure qu'après les avoir budgétés contribue à limiter les éléments de passif éventuel, et restreint leurs activités.

### L'activité ne se redressera que lentement

La croissance du PIB retrouvera progressivement son rythme sous-jacent, qui est en train de ralentir. Les investissements en infrastructures repartiront à la hausse, ce qui compensera en partie le fléchissement de l'investissement immobilier. Une nouvelle augmentation des défaillances d'entreprises sera certes l'occasion d'améliorer la tarification des risques, mais elle pourrait avoir un impact négatif sur les banques et les sociétés fiduciaires, ainsi que sur d'autres investisseurs privés et institutionnels. De nouvelles vagues de contaminations par le virus, accompagnées de nouvelles restrictions, sont à prévoir et pèseront sur la consommation, même si l'effet de freinage sera plus limité qu'au début de 2022 à supposer que le nombre de cas diminue. La stabilité des approvisionnements en énergie et en céréales contribuera de manière essentielle à limiter les augmentations de prix et, ce faisant, à contenir l'inflation globale.

La situation sanitaire représente toujours un risque majeur de révision à la baisse des projections, des foyers épidémiques continuant d'apparaître et les autorités ne montrant aucun signe de vouloir renoncer complètement à leur politique « zéro COVID ». De nouveaux défauts et un désendettement désordonné dans un secteur immobilier déjà en difficulté pourraient entraîner la défaillance de petites banques et d'établissements bancaires parallèles. Par ailleurs, des mesures visant à assouplir le cadre prudentiel et à promouvoir l'investissement immobilier pourraient alimenter la bulle et causer des perturbations plus importantes à une échéance plus lointaine.

### Des réformes structurelles s'imposent pour redynamiser l'économie

Des réformes de fond visant à renforcer le filet de protection sociale contribueraient à réduire l'épargne de précaution et à rééquilibrer la demande, de l'investissement vers la consommation. La couverture de la retraite et de l'assurance-chômage devrait être étendue à toute la population. La liste des traitements et médicaments pris en charge par l'assurance-maladie devrait être élargie. Des règles du jeu plus équitables favoriseraient l'investissement du secteur privé, qui a diminué avec la crise du secteur immobilier et a moins pu profiter des projets d'infrastructure. Des réformes destinées à renforcer la concurrence étayeraient la reprise économique au sortir de la pandémie. Les monopoles administratifs, qui disposent souvent des droits exclusifs de fourniture de certains biens et services, devraient être démantelés. Les mesures prises récemment pour créer un marché intérieur unique sont bienvenues. Une meilleure protection des consommateurs pourrait stimuler la concurrence. Une hausse des taux de vaccination, conjuguée à une amélioration de l'efficacité des vaccins, atténuerait les perturbations de l'activité économique. La production d'énergies renouvelables étant maintenant économiquement viable et les subventions dont elle

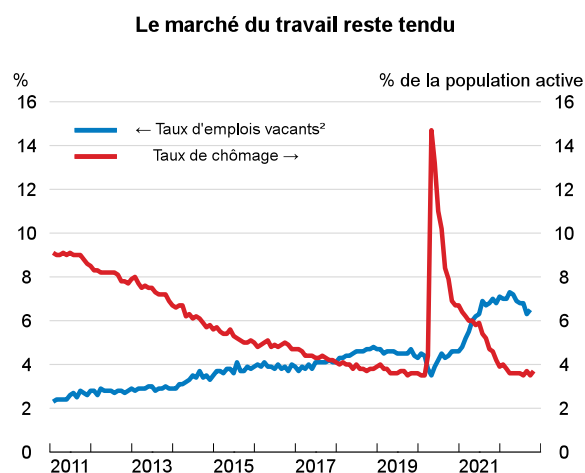
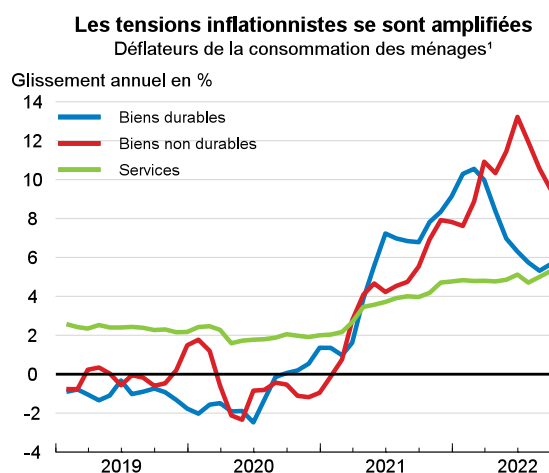
bénéficie étant progressivement supprimées, des montants plus importants devraient être affectés au soutien de la transition vers la neutralité carbone. Il serait possible d'encourager la production d'énergies renouvelables à petite échelle en permettant aux producteurs de vendre leurs excédents d'électricité sur le réseau. La relocalisation des industries fortement consommatrices d'énergie vers les régions abondamment pourvues en sources renouvelables devrait être accélérée. Il est probable que les investissements dans le charbon, même le « charbon propre », aboutiront finalement à l'émergence d'actifs échoués, raison pour laquelle il faudrait cesser d'investir dans de nouvelles centrales au charbon.

# États-Unis

La croissance du PIB réel devrait selon les projections s'établir à 1.8 % en 2022, 0.5 % en 2023 et 1.0 % en 2024. Le niveau élevé de l'inflation et le durcissement des conditions financières freineront encore davantage les projets de dépenses dans l'ensemble de l'économie. Sous l'effet du ralentissement marqué de la production intérieure, la demande de main-d'œuvre et la hausse des salaires faibliront. Les tensions sur les prix diminueront à mesure que les prix de l'énergie se stabiliseront et que la demande décélèrera, mais l'inflation sous-jacente ne devrait pas se rapprocher de la cible visée par la Réserve fédérale avant la fin 2024.

La poursuite du resserrement de la politique monétaire constituera un obstacle à la croissance à court terme. Les dépenses publiques sont revenues à des niveaux plus habituels avec la fin des aides liées à la pandémie, même si certains États ont mis en place de nouvelles mesures face à la hausse des prix de l'énergie. Continuer de réduire la dépendance à l'égard des combustibles fossiles demeure une priorité compte tenu des pénuries d'énergie à l'échelle mondiale, et dans l'objectif d'atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050. Cependant, les politiques de lutte contre le changement climatique produiront des effets différents selon les régions, les secteurs et les ménages, ce qui devrait être explicitement reflété dans la stratégie nationale pour le climat.

## États-Unis 1



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

2. Le taux d'emplois vacants renvoie au nombre d'emplois vacants le dernier jour ouvrable du mois en pourcentage de la somme de l'emploi total et des emplois vacants.

Source : États-Unis, Bureau d'analyse économique (*U.S. Bureau of Economic Analysis*) et Bureau de statistiques sur l'emploi (*U.S. Bureau of Labor Statistics*).


## États-Unis : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de USD	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2012)				
<b>États-Unis</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	21 381.0	-2.8	5.9	1.8	0.5	1.0
Consommation privée	14 392.7	-3.0	8.3	2.6	0.6	1.0
Consommation publique	3 008.8	2.2	1.3	-0.4	0.6	0.5
Formation brute de capital fixe	4 485.5	-1.2	5.7	-0.5	0.0	1.7
Demande intérieure finale	21 887.0	-1.9	6.7	1.5	0.5	1.1
Variation des stocks <sup>1</sup>	72.8	-0.6	0.2	0.7	-0.2	0.0
Demande intérieure totale	21 959.8	-2.4	7.0	2.2	0.3	1.1
Exportations de biens et services	2 538.5	-13.2	6.1	7.4	4.2	3.3
Importations de biens et services	3 117.2	-9.0	14.1	8.7	1.1	2.7
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 578.8	-0.3	-1.2	-0.5	0.3	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.3	4.5	6.9	3.5	2.5
Indice des prix à la consommation	—	1.1	4.0	6.2	3.5	2.6
Déflateur sous-jacent de la consommation privée <sup>2</sup>	—	1.3	3.5	5.0	3.6	2.6
Taux de chômage (% de la population active)	—	8.1	5.4	3.7	4.2	4.7
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	17.5	12.4	4.1	4.2	4.4
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-14.9	-12.1	-4.1	-3.7	-3.7
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	133.3	126.2	121.9	121.9	122.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-2.9	-3.6	-3.8	-3.5	-3.6

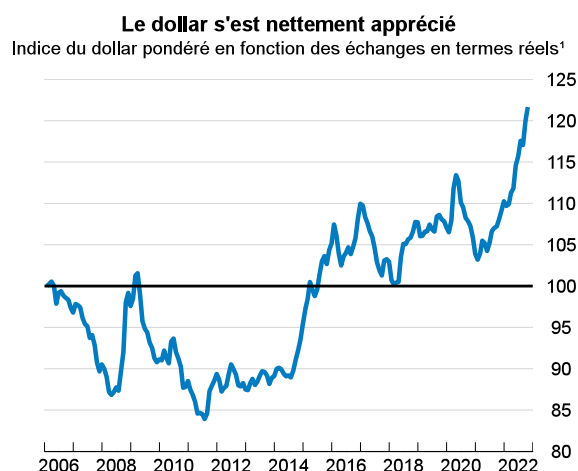
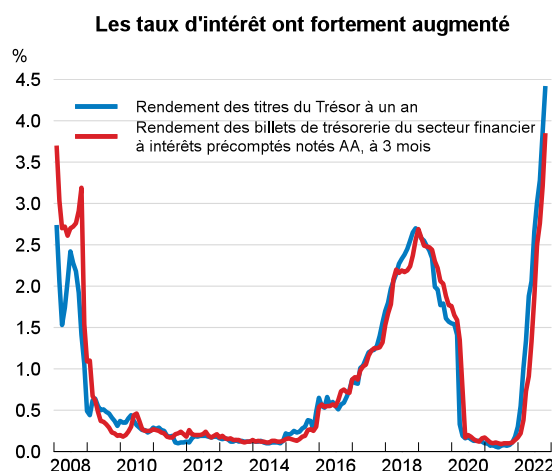
1. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.

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° 112.

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

## États-Unis 2



1. Un niveau plus élevé indique une appréciation du dollar des États-Unis.

Source : Système de Réserve fédérale des États-Unis.

StatLink  <https://stat.link/hs8d1t>

## L'activité économique ralentit mais les tensions inflationnistes persistent

La croissance économique marque le pas. Les dépenses de consommation des ménages ont continué d'augmenter, mais à un rythme plus faible depuis le début de 2022. L'investissement a fléchi, notamment sur le marché du logement. Dans ce contexte, la croissance de la demande de main-d'œuvre s'est atténuée, même si certains secteurs restent confrontés à des pénuries de personnel. Les salaires nominaux ont progressé, entraînant une hausse plus soutenue des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les tensions inflationnistes se sont ainsi généralisées. La hausse des prix des biens reste vive, mais l'inflation s'est aussi progressivement accélérée dans les services. Les salaires réels ont baissé.

L'impact économique direct de la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine a été plus limité que dans beaucoup d'autres pays de l'OCDE. Les États-Unis sont exportateurs nets d'énergie et de certaines autres matières premières dont les échanges ont été perturbés par la guerre. Les exportations américaines de gaz naturel et de blé ont augmenté en réaction aux pénuries de ces produits sur les marchés mondiaux. Néanmoins, et principalement du fait de la guerre, les prix locaux des denrées alimentaires et de l'essence restent élevés par rapport à leurs niveaux d'avant la pandémie.

## Les politiques macroéconomiques deviennent plus restrictives

Le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale procède actuellement à un resserrement monétaire rapide en réaction à la flambée de l'inflation. Le taux des fonds fédéraux a été relevé de 3¾ points de pourcentage depuis mars 2022, et la banque centrale est en train de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres de dette et titres adossés à des créances hypothécaires émis par des organismes fédéraux. Les taux d'intérêt de marché ont fortement augmenté, toutes échéances confondues, tant en raison des décisions concrètes prises par les autorités que des anticipations d'une poursuite du resserrement de la politique monétaire à l'avenir. Le durcissement rapide de la politique monétaire a contribué à une nette appréciation du taux de change, ce qui constitue un frein à l'exportation. L'impact désinflationniste de cette appréciation est plus limité, l'essentiel des importations américaines étant facturées en dollars des États-Unis.

Une grande partie des aides publiques mises en place durant la pandémie ont à présent été levées, mais certains transferts de l'administration fédérale vers les États et les collectivités locales n'ont pas encore été totalement dépensés, et certains ménages disposent encore de l'épargne accumulée à la faveur des programmes de soutien budgétaire. Certains États ont par ailleurs suspendu les taxes locales sur l'essence en réaction à la hausse des prix. La mise en œuvre en cours de la Loi sur l'investissement dans les infrastructures et l'emploi entraînera une légère augmentation de l'investissement public au cours des prochaines années. L'impact sur la demande agrégée des différentes dispositions de la Loi sur la réduction de l'inflation sera limité jusqu'en 2024, car les dépenses consacrées à un certain nombre d'initiatives concernant le climat et l'énergie et à la prolongation des subventions de santé devraient, selon les estimations, être largement compensées par l'instauration d'un impôt minimum sur les bénéfices des sociétés. Globalement, la politique budgétaire est supposée se durcir en 2023 et 2024, en raison de l'expiration des dernières mesures de soutien budgétaire liées à la pandémie et à l'énergie.

## La croissance économique va encore ralentir

La croissance du PIB réel devrait, selon les projections, s'établir à 1.8 % en 2022, 0.5 % en 2023 et 1.0 % en 2024. L'accélération de l'inflation a entamé le pouvoir d'achat des ménages et les projections reposent sur l'hypothèse que le taux des fonds fédéraux continuera d'augmenter pour culminer à 5-5¼ % début 2023. L'investissement privé, notamment dans le logement, devrait décélérer encore face à la baisse de la demande et à la hausse des taux d'intérêt. Du fait du ralentissement de la production

intérieure, les tensions sur le marché du travail commenceront à se dissiper : le nombre de postes vacants devrait continuer de diminuer et le taux de chômage devrait passer à 4.7 % en 2024. Dans ce contexte, la hausse des salaires sera moins soutenue. La poursuite de la réorientation de la demande intérieure vers le secteur des services devrait contribuer à atténuer les pénuries du côté de l'offre. Les tensions sur les prix devraient régresser, mais l'inflation sous-jacente ne devrait pas se rapprocher du niveau cible de 2 % visé par la Réserve fédérale avant la fin 2024.

Les risques de divergence par rapport aux projections de croissance sont orientés à la baisse. Les tensions inflationnistes pourraient s'avérer plus durables que prévu, entraînant un resserrement plus énergique de la politique monétaire. L'impact serait particulièrement sensible sur les entreprises très endettées. De nouvelles perturbations des marchés mondiaux liées à la guerre menée par la Russie en Ukraine pourraient aussi avoir d'importants effets négatifs. À l'inverse, la récente détente sur le front des chaînes d'approvisionnement et des cours des matières premières pourrait contribuer à une atténuation plus rapide que prévu des tensions inflationnistes.

## La transition climatique demeure une priorité absolue

Les réformes visant à réduire encore la dépendance à l'égard des combustibles fossiles seront essentielles compte tenu des pénuries mondiales d'énergie et de l'engagement de l'administration actuelle à atteindre la neutralité en gaz à effet de serre d'ici à 2050. Les mesures annoncées il y a peu dans le cadre de la Loi sur la réduction de l'inflation constituent un pas important sur cette voie. Toutefois, une poursuite des efforts en matière d'évolutions réglementaires, d'investissements verts, de réformes structurelles et de tarification du carbone seront nécessaires au cours des années à venir. Les politiques climatiques auront un impact différent selon les régions, les secteurs d'activités et les ménages. La stratégie climatique nationale devrait prendre explicitement en compte les conséquences distributives des différentes politiques en la matière. Les régions les plus dépendantes de la production de combustibles fossiles en termes d'emploi et d'activité auront besoin d'un ensemble de mesures associant des politiques localement ciblées et une baisse des obstacles à la mobilité géographique et professionnelle des personnes touchées par les pertes d'emploi. Les travailleurs licenciés bénéficieraient aussi d'une poursuite de la modernisation des systèmes d'assurance-chômage relevant des États. De fait, un grand nombre d'États accusent encore d'importants retards dans le traitement des demandes d'allocations chômage et utilisent des logiciels obsolètes limitant l'élaboration de mesures de soutien. Dans le cadre du processus de modernisation, ces systèmes devraient être correctement intégrés aux programmes d'aide à la recherche d'emploi et de formation.

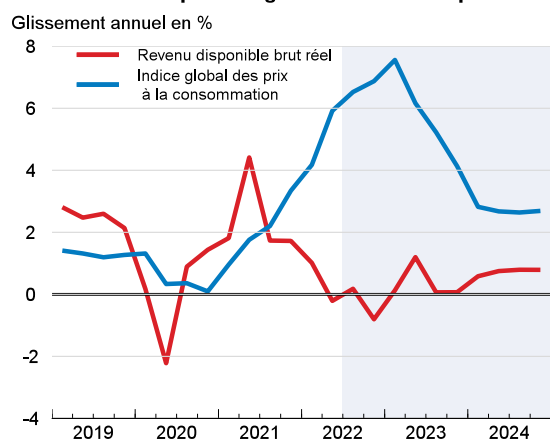
# France

La croissance du PIB réel devrait être de 2.6 % en 2022, de 0.6 % en 2023 puis de 1.2 % en 2024. L'invasion de l'Ukraine par la Russie, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la flambée des prix de l'énergie ont assombri les perspectives économiques. L'inflation devrait atteindre 5.9 % en 2022, 5.7 % en 2023 et 2.7 % en 2024, réduisant le pouvoir d'achat des ménages et la croissance de la consommation. La baisse de la confiance des entreprises et des ménages, l'affaiblissement des conditions économiques mondiales et la forte incertitude freineront les investissements et les exportations. La croissance des salaires augmente en raison des améliorations récentes sur le marché du travail et de l'indexation du salaire minimum. Cependant, avec le ralentissement de la croissance et le déclin de l'emploi, le taux de chômage augmentera pour atteindre 8.1 % en 2024.

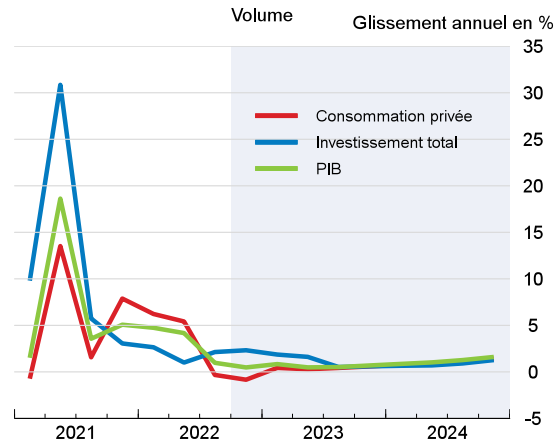
La politique budgétaire va progressivement devenir moins favorable. Le plafonnement provisoire des tarifs réglementés de l'énergie, conjugué aux subventions et transferts monétaires temporaires, ont permis d'amortir les chocs des prix de l'énergie, mais ces mesures devraient être progressivement levées en 2023-24. Bien que l'approvisionnement en énergie demeure incertain, il est crucial d'améliorer le ciblage des mesures d'aide pour en réduire le coût budgétaire, éviter d'entraver les changements structurels et limiter l'intensification des tensions inflationnistes. Le vieillissement démographique et la hausse des taux d'intérêt pèseront sur les finances publiques, renforçant la nécessité d'améliorer l'efficacité des dépenses et de réformer le système de retraite.

## France 1


**L'inflation a amputé les gains de revenu disponible réel**



**La croissance a ralenti**



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

StatLink  <https://stat.link/3e9k8b>

## France : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2014)				
<b>France</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	2 440.1	-7.9	6.8	2.6	0.6	1.2
Consommation privée	1 307.5	-6.8	5.3	2.5	0.4	1.0
Consommation publique	560.6	-4.0	6.4	2.4	0.5	0.5
Formation brute de capital fixe	573.3	-8.4	11.4	2.0	1.1	0.9
Demande intérieure finale	2 441.4	-6.6	6.9	2.4	0.6	0.9
Variation des stocks <sup>1</sup>	22.3	-0.2	-0.3	0.6	0.2	0.0
Demande intérieure totale	2 463.7	-6.7	6.6	3.0	0.8	0.9
Exportations de biens et services	771.4	-17.0	8.6	7.5	2.8	3.4
Importations de biens et services	795.0	-13.0	7.8	8.5	3.0	2.3
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 23.6	-1.1	0.1	-0.4	-0.2	0.3
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	2.8	1.3	2.3	3.3	2.2
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.5	2.1	5.9	5.7	2.7
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	0.6	1.3	3.5	3.8	2.2
Taux de chômage <sup>3</sup> (% de la population active)	—	8.1	7.9	7.4	7.7	8.1
Taux d'épargne brute des ménages (% du revenu disponible)	—	20.5	18.3	16.3	16.2	16.0
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-9.0	-6.5	-4.9	-5.2	-4.7
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	146.2	138.4	138.6	140.1	141.9
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht <sup>4</sup> (% du PIB)	—	115.0	112.9	113.2	114.6	116.5
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-1.8	0.4	-1.8	-2.4	-2.1


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

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

3. Taux de chômage national, incluant les départements d'outre-mer.

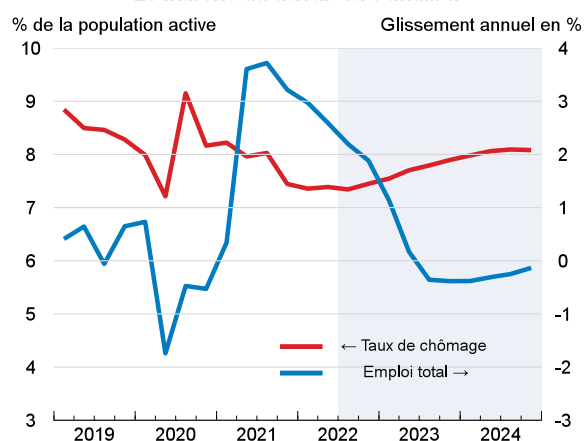
4. Selon la définition de Maastricht, la dette des administrations publiques comprend uniquement les crédits, les titres de créance et les numéraires et dépôts, la dette étant exprimée en valeur nominale et non à sa valeur de marché.

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

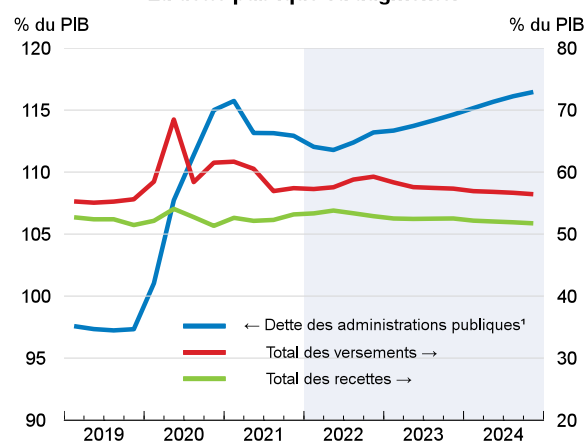
StatLink  <https://stat.link/xzu3re>

## France 2

**Le marché du travail va s'affaiblir**



**La dette publique va augmenter**



1. Définition de Maastricht.

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

StatLink  <https://stat.link/e2c04n>

## La croissance a ralenti

La hausse des prix de l'énergie, la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine par la Russie et les perturbations des chaînes d'approvisionnement a ralenti en 2022 le rebond rapide du PIB. Le PIB n'a crû que de 0.2 % en glissement trimestriel au troisième trimestre de 2022. En dépit de taux d'emploi historiquement élevés, de l'ampleur de l'épargne accumulée et de la levée des restrictions sanitaires liées au COVID-19, la consommation et l'investissement des ménages ont été freinés par l'envolée des prix de l'énergie, le niveau élevé des incertitudes et le déclin des salaires réels. Le rebond de l'activité dans les services, en particulier le tourisme, et la vigueur de l'investissement des entreprises, ont étayé la croissance durant l'été 2022, mais la confiance des entreprises et des consommateurs a diminué, et la consommation de biens a baissé de 3 % entre septembre 2021 et septembre 2022. En octobre 2022, les prix à la consommation avaient augmenté de 7.1 % sur douze mois, la hausse des prix de détail de l'énergie atteignant 20 % et les tensions sur les prix se propageant à d'autres secteurs. Jusqu'à là, l'inflation ne s'est que peu répercutée sur les salaires.

Malgré le dynamisme des activités de services, le déficit commercial s'est encore accentué, en raison de la hausse du coût des importations d'énergie, de difficultés persistantes dans les secteurs de l'aéronautique et de l'automobile, ainsi que de restrictions des capacités de production nucléaire. Les prix de gros du gaz et de l'électricité se maintiennent à des niveaux historiquement élevés et continueront de se répercuter sur les prix de détail, entretenant de fortes tensions inflationnistes. Le coût budgétaire du plafonnement des prix de l'énergie et des mesures d'aide s'élèvera à 1.9 % du PIB en 2022 et 2 % en 2023 ; les tarifs réglementés de l'électricité et du gaz, en hausse de 15 % en 2023, devraient augmenter dans les mêmes proportions en 2024, tandis que la remise carburant prendra fin en janvier 2023. Sur la même période, le resserrement de la politique monétaire dans la zone euro va contribuer à infléchir progressivement la demande intérieure, notamment par le biais d'un ralentissement des nouveaux prêts immobiliers.

## Les mesures budgétaires amortissent partiellement les chocs externes

La politique budgétaire est supposée rester globalement neutre en 2023 et se tourner vers un assainissement modéré en 2024. En dépit des nouvelles aides énergétiques, le déficit budgétaire sera ramené à 4.9 % du PIB en 2022 grâce à la forte croissance des recettes et à la suppression progressive des dépenses liées au COVID-19. Face aux prix élevés des matières premières et de l'énergie et à leur persistance, le gouvernement a plafonné les tarifs du gaz et de l'électricité, augmenté le montant du chèque énergie qui subventionne les dépenses d'énergie des ménages les plus modestes et annoncé pour 2022-23 des transferts exceptionnels supplémentaires attribués sous conditions de ressources. Le gouvernement a en outre instauré une remise carburant qui sera en vigueur jusqu'à la fin de 2022, augmenté les subventions ciblées accordées sous conditions aux entreprises, revalorisé les prestations sociales et les salaires dans la fonction publique et plafonné la hausse des loyers en 2023. De plus, les taxes exceptionnelles appliquées aux producteurs d'électricité et aux raffineries de pétrole (d'un montant de 7 milliards EUR) aideront à financer en 2023 de nouvelles aides énergétiques temporaires à l'intention des entreprises. Les aides énergétiques directes représenteront 49 milliards EUR (1.9 % du PIB) en 2022 et 56 milliards EUR (2 % du PIB) en 2023. Les aides énergétiques sont supposées être partiellement supprimées en 2024, ce qui entraînera une augmentation de 15 % des tarifs réglementés. D'autres mesures de soutien à l'activité économique seront mises en œuvre au cours de la période considérée, parmi lesquelles, en 2023-24, 10 milliards EUR de dépenses liées au plan de relance et de nouvelles baisses de la fiscalité sur les logements et les entreprises.

La politique monétaire et les conditions financières prennent une orientation moins accommodante dans la zone euro. Cela étant, la mise en œuvre du plan « Next Generation EU » favorise la croissance en France, qui bénéficie de 38 milliards EUR de subventions, comme chez ses principaux partenaires

commerciaux. Le plan de 2022 pour la résilience a accéléré les financements destinés à la rénovation et l'isolation des logements, et le plan de sobriété énergétique prévoit une baisse de 10 % de la consommation d'énergie d'ici 2024. Les prêts garantis par l'État et les subventions accordées aux entreprises les plus éprouvées contribueront à soutenir la liquidité des entreprises. Les subventions versées aux ménages pour acquérir des véhicules et investir dans l'efficacité énergétique ciblent des solutions écologiques et auront pour effet d'accroître la consommation de biens durables et l'investissement résidentiel. L'augmentation de l'investissement public dans les infrastructures et la transformation numérique, de même que les financements supplémentaires affectés à la formation, devraient favoriser la productivité et la croissance à long terme.

## La croissance de la demande intérieure ralentit

La croissance du PIB devrait refluer à 0.6 % en 2023 puis remonter à 1.2 % en 2024. L'inflation pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et l'effet de rattrapage de la demande est en train de se dissiper. La répercussion des prix de gros élevés de l'énergie et l'indexation du salaire minimum vont entraîner une hausse de l'inflation sous-jacente et des salaires en 2023, malgré le plafonnement des tarifs réglementés de l'énergie et de la hausse des loyers. Cependant, les tensions exercées par les prix de gros de l'énergie et des denrées alimentaires s'atténueront progressivement. Le durcissement des conditions de financement et l'affaiblissement du marché du travail infléchiront à la baisse l'inflation sous-jacente, la progression des salaires et l'investissement résidentiel. Avec la modération de la demande des partenaires commerciaux et la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, les exportations, actuellement faibles, ne progresseront que lentement. L'investissement des entreprises devrait résister, car l'aide fournie au titre des plans pour la reprise et la résilience compensera en partie la diminution des marges bénéficiaires, les incertitudes élevées, le recul de la demande mondiale et la hausse des coûts de financement. Le déficit budgétaire et la dette publique resteraient élevés en pourcentage du PIB, la dette (au sens de Maastricht) dépassant 116 % du PIB en 2024.

L'aggravation des tensions géopolitiques, des turbulences plus fortes sur les marchés de l'énergie et de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement pourraient entraîner une hausse de l'inflation plus importante que prévu et une contraction de la demande intérieure et de la croissance en France, ainsi qu'un fléchissement de la demande extérieure. Certains secteurs, comme le matériel de transport, les voyages et le tourisme, seraient particulièrement affectés. Certaines entreprises, fortement endettées en partie du fait des garanties de prêt octroyées par l'État, connaîtront des problèmes de liquidités et de solvabilité, qui pourraient provoquer des faillites et dégrader les perspectives économiques. Il est particulièrement difficile de savoir dans quelle mesure les ménages puiseront dans l'épargne substantielle qu'ils ont accumulée, et un taux d'épargne plus élevé ou plus faible que prévu ne serait pas sans conséquences pour la demande intérieure et la croissance.

## Soutenir une croissance plus durable

Les aides inconditionnelles liées aux prix de l'énergie, notamment le plafonnement des prix, devraient être supprimées progressivement en raison de leur coût budgétaire élevé et des distorsions économiques qu'elles engendrent. Afin d'atténuer les effets des tensions persistantes liées au prix de l'énergie et à la situation géopolitique, toute aide supplémentaire accordée aux ménages et aux entreprises les plus vulnérables devra rester temporaire et être davantage ciblée. À mesure que les tensions géopolitiques et inflationnistes se dissiperont et que la croissance s'installera plus fermement, il conviendra de déployer avec détermination une stratégie budgétaire à moyen terme destinée à réduire progressivement les dépenses publiques et à en accroître l'efficacité, afin de stimuler la croissance et d'améliorer la viabilité à moyen terme des finances publiques. Cette stratégie devra s'appuyer sur des procédures d'affectation des

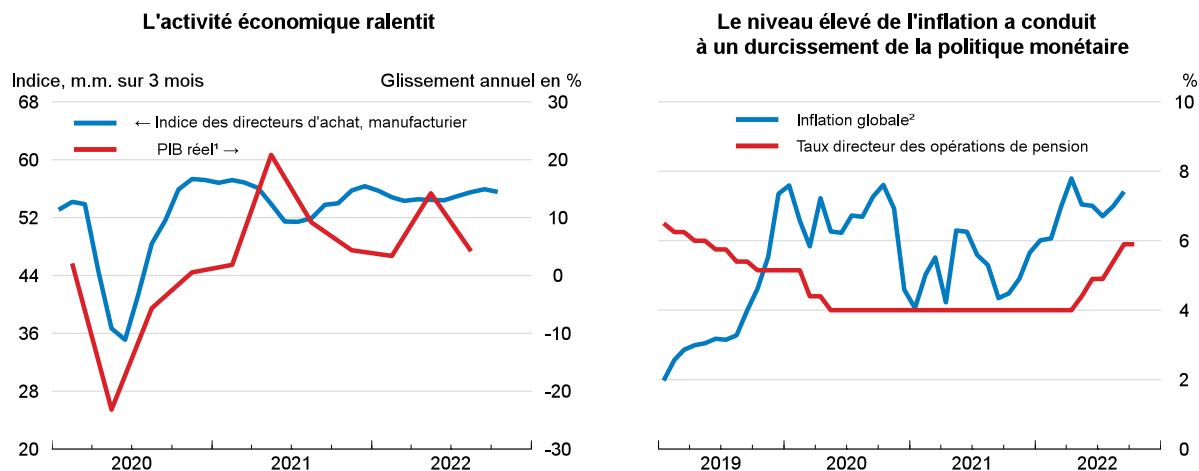
ressources publiques plus efficaces et transparentes, au moyen d'examen des dépenses. Les mesures prises par les pouvoirs publics pour aller encore plus loin sur la voie des solutions écologiques et des économies d'énergie et assurer une transition équitable devront également se poursuivre. Accélérer la rénovation des logements et les économies d'énergie contribuerait à la transition énergétique à plus long terme, et devra s'appuyer sur des évaluations périodiques des dispositifs d'aide correspondants. Pour soutenir la croissance et permettre des carrières professionnelles plus longues, comme l'envisage la réforme des retraites prévue, il est également nécessaire de garantir un large accès des personnes peu qualifiées et des chômeurs de longue durée à la formation continue, en veillant à ce que des normes de qualité soient correctement appliquées à ces programmes de formation. Pour promouvoir l'équité, il sera en particulier essentiel de continuer à améliorer l'éducation dispensée dès le plus jeune âge.

# Inde

L'Inde devrait afficher la deuxième croissance la plus rapide des économies du G20 durant l'exercice budgétaire 2022-23, en dépit du ralentissement de la demande mondiale et du resserrement de la politique monétaire pour gérer les tensions inflationnistes. La croissance du PIB refluera à 5.7 % en 2023-24, sur fond de modération des exportations et de la demande intérieure. L'inflation freinera la consommation des ménages mais se modérera à la fin de la période considérée, ce qui, parallèlement à l'amélioration de la conjoncture mondiale, portera la croissance à 6.9 % en 2024-25, au diapason de la moyenne enregistrée sur les 20 dernières années (hors la récession liée au COVID-19). Après une forte hausse en 2022, le déficit de la balance courante se réduira à la faveur de la diminution des tensions sur les prix à l'importation.

Compte tenu du niveau élevé des incertitudes mondiales à moyen terme, il est d'autant plus important de poursuivre les efforts pour renforcer la croissance potentielle et la résilience. Dans un souci de stabilité macroéconomique, la politique monétaire devrait avoir pour principal objectif d'ancrer les anticipations d'inflation, et la politique budgétaire de maîtriser l'endettement et de cibler les dépenses courantes et d'investissement. L'amélioration du climat des affaires, conjugué à un approfondissement financier et au renforcement des compétences, peut donner un coup de pouce à l'investissement et aux infrastructures, et contribuer également à la création d'emplois plus nombreux et de meilleure qualité.

## Inde 1



1. Projection pour le troisième trimestre de 2022.

2. L'inflation globale désigne l'évolution des prix de tous les biens du panier. Ajustement saisonnier de l'OCDE à partir de l'indice mensuel des prix à la consommation (indice 2012 = 100) du ministère indien des Statistiques et de l'Exécution des programmes (MOSPI).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; S&P Global ; CEIC ; et Banque de réserve de l'Inde.

StatLink  <https://stat.link/g60w8n>

## Inde : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Inde	Prix courants trillions de INR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2011/2012)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	200.7	-6.6	8.7	6.6	5.7	6.9
Consommation privée	122.4	-6.0	7.9	17.7	6.5	7.2
Consommation publique	22.0	3.6	2.6	5.3	8.2	8.1
Formation brute de capital fixe	57.4	-10.4	15.8	6.9	4.6	6.3
Demande intérieure finale	201.8	-6.3	9.4	13.2	6.1	7.0
Variation des stocks <sup>1,2</sup>	4.2	-0.8	1.5	-0.3	0.0	0.0
Demande intérieure totale	205.9	-7.7	11.3	9.8	6.0	7.0
Exportations de biens et services	37.5	-9.2	24.3	10.4	5.2	6.0
Importations de biens et services	42.7	-13.8	35.5	22.6	6.5	6.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	-5.2	1.4	-2.9	-3.7	-0.8	-0.7
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	5.6	10.0	10.8	9.7	9.4
Indice des prix à la consommation	—	6.2	5.5	6.8	5.0	4.3
Indice des prix de gros <sup>3</sup>	—	1.3	13.0	12.5	11.7	11.5
Solde financier des administrations publiques <sup>4</sup> (% du PIB)	—	-13.3	-9.6	-7.5	-7.5	-6.1
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	0.9	-1.2	-3.4	-3.0	-2.8

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.

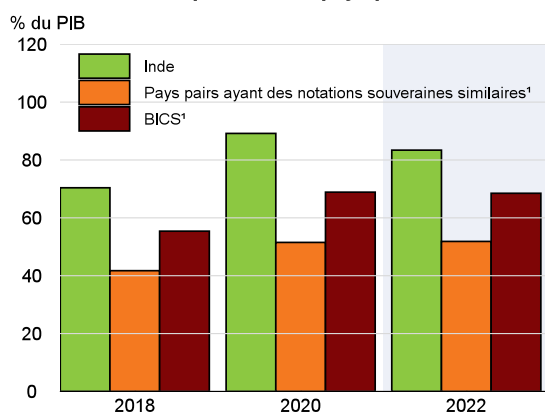
4. Solde budgétaire brut du gouvernement central et des états.

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

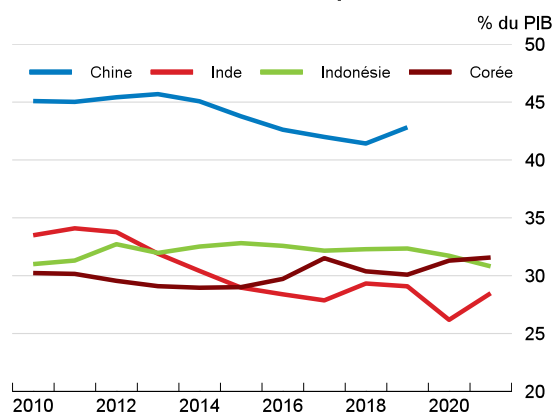
StatLink  <https://stat.link/doms48>

## Inde 2

**La dette publique de l'Inde est plus élevée que celle des pays pairs**




**L'investissement est faible à l'aune des niveaux asiatiques**



1. Moyenne non pondérée des ratios de la dette publique de pays ayant des notations similaires (Bulgarie, Costa Rica, Indonésie, Hongrie, Kazakhstan, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Roumanie, Thaïlande et Uruguay) et des « BICS » (Afrique du Sud, Brésil, Chine et Indonésie).

Source : FMI (2022), Perspectives de l'économie mondiale, octobre ; et Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde.

StatLink  <https://stat.link/6tgn75>

## La reprise, jusque-là vigoureuse, a ralenti

La croissance économique s'est essouffée pendant l'été en raison du caractère erratique des précipitations, qui a perturbé les semis, et du recul du pouvoir d'achat. La situation de la demande dans les secteurs des services et des infrastructures suscite des préoccupations considérables, et l'augmentation des prix des denrées alimentaires et de l'énergie pousse les consommateurs à la prudence pour leurs achats non essentiels. Le durcissement des conditions sur les marchés financiers pèse sur la demande de biens d'équipement, qui est un indicateur avancé de l'investissement global. La croissance des exportations demeure favorablement orientée, notamment en ce qui concerne les services, et l'entrée en vigueur progressive des accords commerciaux complets conclus avec des partenaires clés contribue à améliorer les perspectives. Néanmoins, la facture mensuelle des importations d'énergie et de produits alimentaires continue de s'alourdir, et le déficit des paiements courants s'est encore creusé entre juillet et septembre pour atteindre 2.9 % du PIB. L'inflation globale dépasse toujours 6 % (limite supérieure de la marge de fluctuation fixée par la banque centrale), principalement en raison de l'augmentation tendancielle des prix des produits alimentaires (qui, en Inde, pèsent plus lourd dans le panier du consommateur que dans n'importe quel autre pays du G20). Les estimations du chômage suggèrent que la situation du marché du travail s'améliore dans les zones urbaines comme les zones rurales, mais il y a peu de signes d'une spirale salaires-inflation.

Les événements mondiaux exercent une forte influence sur le climat des affaires. La part des importations indiennes de pétrole venant de Russie a augmenté, passant de 2 % en 2021-22 à 16 % en avril-août 2022, et la hausse devrait se poursuivre. L'inversion des flux de capitaux a contribué à une dépréciation de la roupie face au dollar des États-Unis. Sur le plan budgétaire, le programme alimentaire gratuit pour les pauvres – le plus important au monde dans sa catégorie – a été prolongé à plusieurs reprises (la dernière fois jusqu'à la fin de 2022), ce qui porte son coût global depuis avril 2020 à presque 50 milliards USD (soit 2.6 % du PIB de l'exercice 2021-22). Il faudra veiller à ce que les progrès en termes d'augmentation des apports nutritionnels minimums soient préservés après la fin du programme.

## Les politiques macroéconomiques deviennent plus restrictives

Conformément à l'engagement de la banque centrale de prendre des dispositions adéquates pour ramener l'inflation globale dans la marge de fluctuation de 2-6 % et maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation, les taux directeurs devraient augmenter de 75 points de base pour atteindre 6.65 % en février 2023, avant une pause dans le cycle de resserrement. Pour lutter contre l'inflation, la politique monétaire a été complétée par une baisse des droits d'accise et une série de mesures gouvernementales, parmi lesquelles des interdictions touchant les exportations de blé, de farine de blé, de sucre et de brisures de riz, et l'application d'un droit d'exportation de 20 % sur certaines variétés de riz autres que le basmati. Il faudra veiller à ce que ces restrictions aux échanges soient temporaires, utiliser des méthodes transparentes pour déterminer leur durée et prendre dûment en considération leurs effets sur la sécurité alimentaire des partenaires commerciaux.

La hausse des dépenses consacrées aux infrastructures, notamment les autoroutes et le chemin de fer, occupe une place centrale dans la stratégie du gouvernement. Ces programmes sont mis en œuvre avec succès, déjouant certaines difficultés techniques au niveau des États. Dans le même temps, la prolongation des mesures budgétaires, ciblées et non ciblées, et la hausse des taux d'intérêt pèsent sur la dette publique. Sur la base des tendances actuelles, le niveau de recouvrement de l'impôt dépassera les projections du budget d'ici la fin de l'exercice 2022-23 du fait de la hausse de l'inflation et de l'amélioration de la discipline fiscale, ce qui réduira les besoins de recours à l'emprunt. Les projections prévoient un resserrement budgétaire au cours des deux prochains exercices. Il existe encore d'amples possibilités d'améliorer l'efficacité, la transparence et la redevabilité en matière de dépenses publiques, d'accroître les ressources consacrées à la santé et à l'éducation et de ménager une marge de manœuvre budgétaire pour renforcer la résilience.

## L'économie n'échappera pas au ralentissement mondial

Après avoir atteint 6.6 % en 2022-23, la croissance du PIB devrait ralentir au cours des prochains trimestres pour descendre à 5.7 % en 2023-24, avant de remonter à environ 7 % en 2024-25. L'inflation mesurée par l'IPC restera supérieure au plafond de 6 % retenu par la banque centrale au moins jusqu'au début de 2023, puis refluera graduellement à mesure que les effets de la hausse des taux d'intérêt se feront sentir. L'inflation élevée mettra un coup de frein à la consommation des ménages et retardera l'investissement en raison de la hausse des coûts de financement, et les exportations pâtiront du ralentissement économique des pays avancés et des tensions géopolitiques. Ces facteurs devraient être contrebalancés, au moins en partie, par certaines améliorations venant du retour à la normale d'un nombre croissant d'activités de services impliquant de nombreux contacts physiques, parmi lesquelles le tourisme international, une fois les frontières entièrement rouvertes et les restrictions levées.

La plupart des risques pesant sur les projections vont dans le sens d'une révision à la baisse. Ainsi, la qualité des actifs des banques pourrait se dégrader malgré l'augmentation des provisions et l'établissement d'une structure bancaire de défaisance (« bad bank »), et le processus d'assainissement des finances publiques ainsi que les négociations commerciales bilatérales pourraient prendre du retard. A contrario, la dissipation des incertitudes géopolitiques stimulerait la confiance et serait bénéfique à tous les secteurs, de même que la conclusion d'accords de libre-échange avec les partenaires clés dans des délais plus rapides que prévu et l'inclusion des services dans ces accords.

## Des progrès supplémentaires sont possibles sur le plan de l'inclusion financière et de la sécurité énergétique

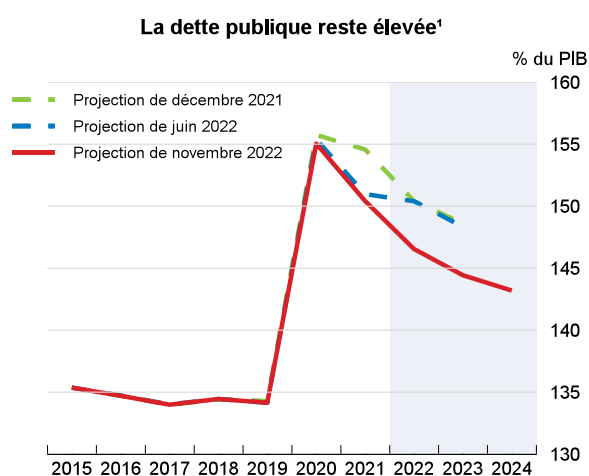
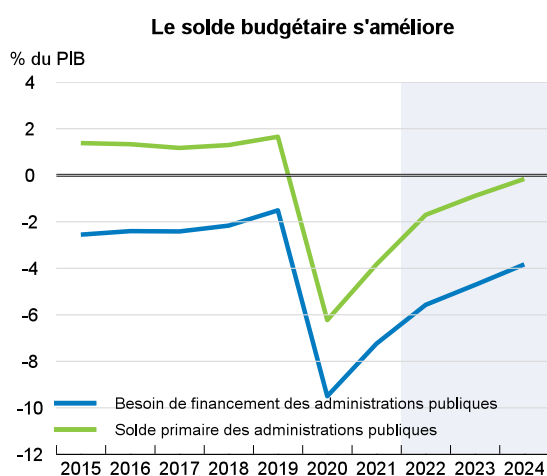
L'Inde a accompli des progrès impressionnants au cours des dernières années en élargissant l'accès aux services financiers à de nouvelles catégories de population, notamment les groupes socioéconomiques défavorisés. Mettant à profit l'avantage concurrentiel du pays dans le domaine des TIC, l'Unified Payments Interface (UPI) et d'autres outils facilitent la transition vers les moyens de paiement scripturaux. Cela étant, les fractures et les difficultés liées à l'utilisation des services financiers restent considérables : ainsi, un tiers environ des comptes bancaires sont inactifs. L'utilisation des ampoules LED dans les espaces privés et publics peut grandement contribuer à améliorer la sécurité énergétique (faisant baisser la consommation finale d'électricité de plus de 4 % par an) ; par ailleurs, après les résultats importants déjà obtenus, il faudra poursuivre les efforts pour élaborer des instruments financiers adéquats (par exemple, le Trésor devrait faire ses premiers pas sur le marché des obligations vertes avec une émission obligatoire de 160 milliards INR), tester de nouveaux modèles d'activité et renforcer les capacités institutionnelles.

# Italie

La croissance du PIB réel devrait être de 3.7 % en 2022 et ralentir ensuite pour s'établir à 0.2 % en 2023, avant un redressement modeste, à 1 %, en 2024. L'augmentation des prix de l'énergie freinera la production dans les secteurs fortement consommateurs, tandis que le recul des revenus réels lié à l'inflation élevée, la hausse des taux d'intérêt et l'atonie des marchés à l'exportation pèseront sur la progression de la demande. Le chômage augmentera et le taux d'activité fléchira, une contraction de l'emploi étant attendue en 2023. L'inflation des prix à la consommation, qui devrait s'élever à 10 % environ fin 2022, ne devrait diminuer que progressivement, le plafonnement des prix de l'énergie étant peu à peu supprimé en 2023 et la récente hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires provoquant des tensions plus générales sur les prix.

Le resserrement de la politique monétaire sera en partie contrebalancé par une augmentation de l'investissement public liée au Plan national de relance et de résilience. La réalisation en temps opportun de nouveaux investissements, la réforme du droit de la concurrence et le ciblage efficace des mesures de soutien face à la crise de l'énergie seront essentiels pour soutenir l'activité à court terme et jeter les bases d'une croissance durable à moyen terme.

## Italie 1



1. Dette publique brute, au sens de Maastricht.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 110 ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 111 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/0z692s>

## Italie : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Italie</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	1 796.5	-9.1	6.7	3.7	0.2	1.0
Consommation privée	1 074.8	-10.4	5.1	3.4	0.2	0.5
Consommation publique	334.5	0.0	1.5	0.0	-0.7	-0.4
Formation brute de capital fixe	323.2	-8.2	16.5	8.7	0.9	3.3
Demande intérieure finale	1 732.6	-8.0	6.5	3.8	0.2	0.9
Variation des stocks <sup>1</sup>	3.5	-0.5	0.3	0.6	0.0	0.0
Demande intérieure totale	1 736.1	-8.5	6.8	4.4	0.2	0.9
Exportations de biens et services	569.3	-14.2	13.5	10.4	1.8	3.2
Importations de biens et services	508.8	-12.7	14.8	12.9	1.7	2.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	60.5	-0.9	0.1	-0.5	0.0	0.1
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.6	0.5	3.2	4.9	2.7
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	-0.1	1.9	8.1	6.5	3.0
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	0.5	0.8	3.2	4.3	3.1
Taux de chômage (% de la population active)	—	9.3	9.5	8.1	8.3	8.5
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	10.3	7.6	4.0	3.0	2.4
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-9.5	-7.2	-5.6	-4.7	-3.8
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	185.1	174.3	170.5	168.3	167.2
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht <sup>3</sup> (% du PIB)	—	155.0	150.4	146.5	144.4	143.3
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	3.9	3.1	-0.3	-0.8	-0.7

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

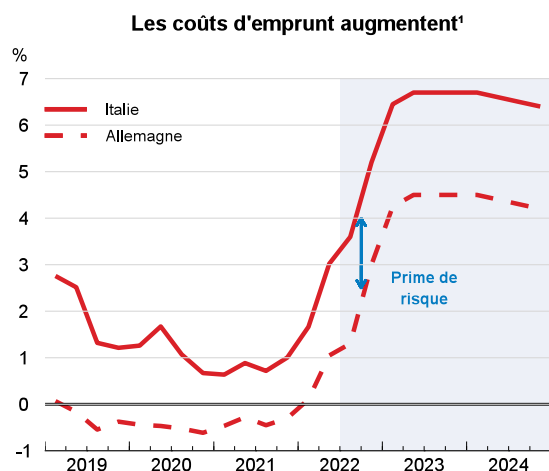
2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors produits alimentaires, énergie, alcool et tabac.

3. Selon la définition de Maastricht, la dette des administrations publiques comprend uniquement les crédits, les titres de créance et les numéraires et dépôts, la dette étant exprimée en valeur nominale et non à sa valeur de marché.

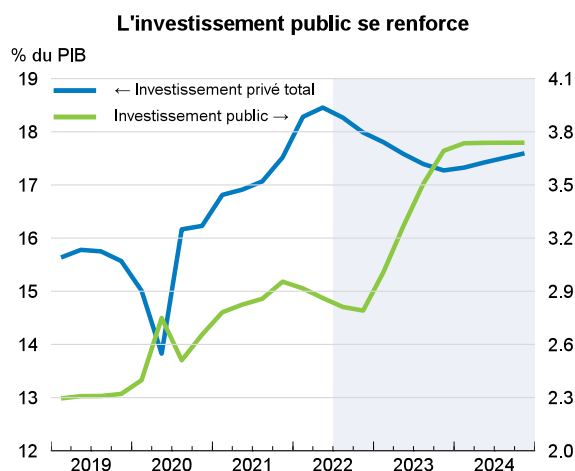
Source: Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112.

StatLink  <https://stat.link/1soa0k>

## Italie 2



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



StatLink  <https://stat.link/h52f1l>

## L'activité ralentit

Après une croissance solide aux trois premiers trimestres de 2022, les indicateurs à haute fréquence parus dernièrement signalent un recul de l'activité. La production industrielle a bien résisté, mais les indicateurs de ventes au détail et de confiance ont reculé. L'emploi s'est inscrit sur une trajectoire descendante ces derniers temps, malgré la poursuite de la baisse du chômage. Globalement, la faiblesse récente des indicateurs d'activité, la hausse des coûts d'emprunt et l'érosion des revenus réels des ménages liée à l'inflation marquent un tournant pour l'activité.

La forte augmentation des prix de l'énergie et des matières premières agricoles sur les marchés internationaux se répercute sur l'inflation intérieure, qui a avoisiné 13 % en octobre. Le remplacement du gaz naturel russe a été rapide, mais la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires a entraîné des tensions plus générales sur les prix, l'inflation sous-jacente s'établissant à quelque 5 ½ pour cent en octobre.

## La politique monétaire se resserre, mais la politique budgétaire demeure expansionniste

Le resserrement de la politique monétaire de la zone euro produit des effets sensibles sur les conditions financières en Italie. De ce fait, les coûts d'emprunt augmentent pour les administrations publiques, les ménages et les entreprises, même si la prime de risque des obligations d'État italiennes à long terme par rapport aux obligations d'État allemandes devrait rester inchangée.

Pour amortir l'impact de l'inflation sur les ménages et les entreprises, le gouvernement a pris des mesures budgétaires correspondant à environ 3 ½ pour cent du PIB en 2022. Ces aides comprennent des crédits d'impôt pour les entreprises confrontées à une forte augmentation de leurs factures de gaz et d'électricité, des réductions des frais fixes liés au gaz et à l'électricité, ainsi qu'un soutien ciblé aux revenus pour les ménages modestes. Ces mesures devraient être maintenues, même si le budget de 2023 a été retardé par les élections. En 2023, le budget est supposé assurer un équilibre entre le soutien à l'économie et la prudence budgétaire, les mesures actuelles étant prolongées durant les mois d'hiver puis levées progressivement d'ici à la seconde moitié de l'année, ce qui permettra des économies budgétaires d'environ 2 % du PIB sur l'ensemble de l'année par rapport à 2022. Dans le même temps, l'accroissement attendu, à hauteur de 1 ½ pour cent du PIB, des dépenses liées au plan « Next Generation EU » par rapport à 2022 soutiendra l'investissement public. Au total, l'association de conditions financières moins favorables et d'une politique budgétaire légèrement expansionniste début 2023 devrait limiter les risques d'effets de second tour sur l'inflation liés à l'augmentation plus rapide des salaires, et contribuer à empêcher une contraction persistante de l'activité durant l'année 2023. L'augmentation des salaires dans le secteur public, qui sera déterminante pour l'inflation et la situation budgétaire, devrait rester contenue en 2023 et 2024.

## La croissance ne se redressera que lentement, et les risques de révision à la baisse prédominent

Le PIB réel devrait se contracter dans le dernier trimestre de 2022, avant se redresser légèrement durant 2023 et 2024. Du côté de l'offre, les hausses des prix des intrants devraient peser sur la production, notamment dans les secteurs très consommateurs d'énergie. Du côté de la demande, le niveau élevé de l'inflation et le recul de l'emploi érodent les revenus réels, malgré l'ampleur du soutien apporté en réponse à la crise de l'énergie, tandis que le ralentissement marqué de la croissance des marchés à l'exportation et la hausse des taux d'intérêt freinent l'investissement privé. La forte croissance de l'investissement public

en 2023 et l'atténuation progressive de l'inflation à la faveur de la stabilisation des prix des matières premières devraient permettre un redressement progressif de la croissance des revenus réels et de l'activité au cours des années 2023 et 2024. Cette amélioration pourrait toutefois rester modeste, car les mesures de soutien liées à la crise énergétique seront progressivement supprimées bien que les prix de l'énergie demeurent exceptionnellement élevés, et l'activité commencera à subir les pleins effets de la hausse des taux d'intérêt.

Les risques et les incertitudes entourant les projections sont plus importants qu'à l'accoutumée, et vont dans le sens d'une révision à la baisse. Si un rationnement de l'énergie est peu probable, y compris dans l'hypothèse d'un arrêt total des livraisons de gaz naturel russe, des retards de mise en œuvre du Plan national de relance et de résilience pourraient peser sur l'investissement public, et un resserrement de la politique monétaire plus prononcé que prévu dans la zone euro pourrait entraîner une nouvelle hausse de la prime de risque des titres d'État italiens à long terme. Cela aurait pour conséquence non seulement de durcir encore les conditions financières dans le secteur privé, mais aussi d'accroître les coûts de remboursement de la dette publique, qui est élevée. De ce fait, bien que la dynamique à court terme de la dette publique ait connu une évolution favorable durant l'année écoulée (reflétant principalement une croissance du PIB nominal supérieure aux prévisions) et que l'échéance moyenne de la dette publique soit longue, sa dynamique à long terme pourrait se dégrader. Dans un scénario favorable en revanche, la mise en œuvre effective des réformes structurelles liées au Plan national de relance et de résilience pourrait avoir un impact positif plus important que prévu sur la productivité à court terme.

### **Une utilisation efficace des fonds du plan « Next Generation EU » sera essentielle pour soutenir la croissance**

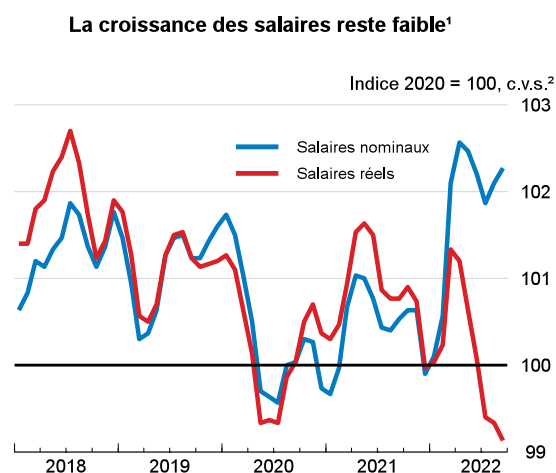
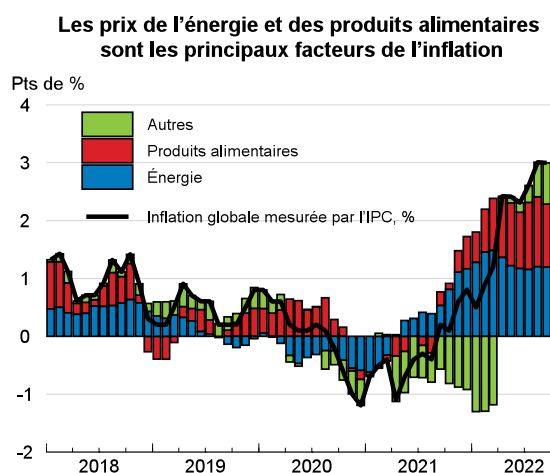
Améliorer l'efficacité de l'administration publique constituera une priorité majeure pour soutenir la demande à court terme et stimuler la productivité à long terme. Cela s'applique particulièrement aux fonds du plan « Next Generation EU », l'exécution en temps opportun de projets de qualité dépendant de l'efficacité de la mise en œuvre, de la gestion et de la hiérarchisation des priorités d'investissement public. Pour récolter pleinement les fruits de ce plan, l'investissement public devra s'accompagner d'une mise en application effective des réformes structurelles, notamment de la récente réforme du droit de la concurrence. Si la diversification des sources d'approvisionnement en gaz naturel au-delà de la Russie a été une initiative bienvenue cette année, une accélération de la transition vers les énergies renouvelables permettrait en outre à l'Italie de réduire sa dépendance à l'égard des combustibles fossiles en provenance de l'étranger et de s'assurer une croissance plus durable. Cibler de manière efficace les mesures de soutien en réponse à la crise énergétique et réduire le recours à des plafonnements généralisés des prix encourageraient les économies d'énergie tout en préservant les revenus des ménages les plus vulnérables.

# Japon

La croissance du PIB réel devrait être de 1.8 % en 2023 et de 0.9 % en 2024. Le nouveau train de mesures économiques soutiendra la demande intérieure, compensant en partie la faiblesse de la confiance des ménages et de leurs revenus réels. La baisse de régime des partenaires commerciaux pèsera sur les exportations. Après avoir atteint un pic en 2022, l'inflation globale mesurée par les prix à la consommation refluera vers la fin de 2023 à la faveur de la stabilisation des prix de l'énergie, mais remontera progressivement aux alentours de 2 % en 2024 avec l'accélération de la croissance des salaires. Le marché du travail continuera de se tendre graduellement et le taux de chômage tombera à 2.4 % en 2024.

Les mesures visant à protéger les ménages et les entreprises les plus vulnérables face à la hausse des prix devraient être temporaires et plus ciblées. La politique monétaire restera accommodante, mais le contrôle de la courbe des rendements devrait s'assouplir vers la fin de la période considérée, lorsque la cible d'inflation aura été durablement atteinte et que la croissance des salaires s'affirmera. Le dernier train de mesures économiques favorisera également la croissance à long terme, sous l'impulsion des investissements dans les compétences, de la transformation numérique et de la transition verte. La diversification des sources d'énergie, l'augmentation de la part des énergies renouvelables et le renforcement du réseau électrique contribueraient à améliorer la sécurité énergétique.

## Japon 1



1. Les salaires nominaux correspondent aux gains en espèces totaux par salarié. Les salaires réels sont les salaires nominaux corrigés par l'indice des prix à la consommation hors loyers imputés.

2. Moyenne mobile sur trois mois.

Source : Ministère japonais des Affaires intérieures et des Communications ; ministère japonais de la Santé, du Travail et de la Protection sociale ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/3iq5dy>

## Japon : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Japon	Prix courants trillions de YEN	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>PIB aux prix du marché</b>	558.2	-4.6	1.6	1.6	1.8	0.9
Consommation privée	304.6	-5.2	1.3	2.9	1.4	1.1
Consommation publique	111.3	2.3	2.1	1.8	0.1	-0.9
Formation brute de capital fixe	142.5	-4.9	-1.5	-1.0	3.7	1.6
<b>Demande intérieure finale</b>	558.4	-3.7	0.8	1.7	1.7	0.8
Variation des stocks <sup>1</sup>	1.4	-0.1	-0.2	0.4	-0.1	0.0
<b>Demande intérieure totale</b>	559.8	-3.8	0.6	2.1	1.6	0.8
Exportations de biens et services	97.4	-11.6	11.8	4.6	2.9	2.2
Importations de biens et services	99.0	-6.7	5.1	7.4	2.4	1.8
<b>Exportations nettes<sup>1</sup></b>	-1.6	-0.8	1.0	-0.6	0.0	0.0
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	0.9	-0.9	-0.3	1.2	1.6
Indice des prix à la consommation <sup>2</sup>	—	0.0	-0.2	2.3	2.0	1.7
IPC sous-jacent <sup>3</sup>	—	0.1	-0.7	0.3	1.6	1.7
Taux de chômage (% de la population active)	—	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	12.1	8.7	6.1	3.8	2.3
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-9.0	-5.5	-6.7	-5.9	-4.3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	241.3	241.6	248.0	250.6	251.8
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	2.9	4.0	1.8	1.1	0.9

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 produits alimentaires et énergie.

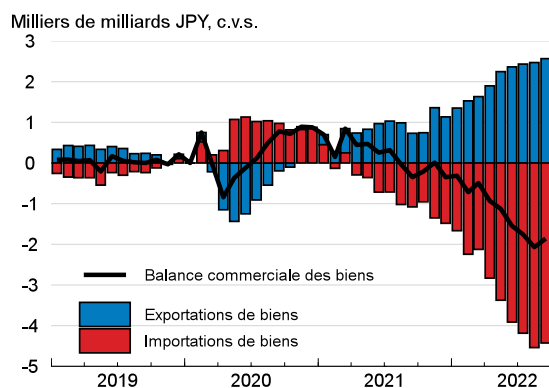
Source: Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112.

StatLink  <https://stat.link/pomca9>

## Japon 2

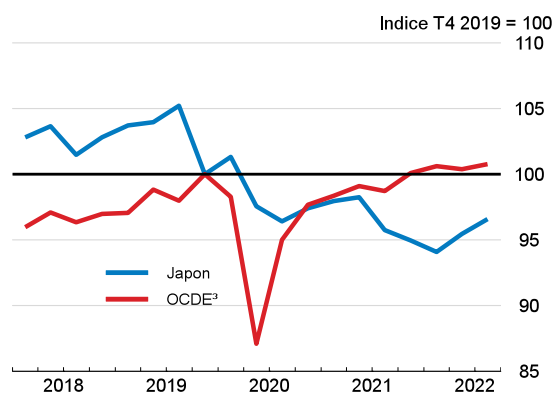
### La dépréciation du yen et le niveau élevé des prix de l'énergie ont creusé le déficit commercial

Différence par rapport à janvier 2020<sup>1</sup>



### L'investissement<sup>2</sup> reste en demi-teinte

Volume



1. En janvier 2020, le déficit commercial s'établissait à 60 milliards JPY.

2. Formation brute de capital fixe.

3. Pondérations variables fondées sur la formation brute de capital fixe nominale, à parité de pouvoir d'achat.

Source : Ministère japonais des Finances ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n°112 ; et calculs de l'OCDE.

StatLink <https://stat.link/s5qibu>

## Les pressions externes pèsent sur la reprise, tirée par la demande intérieure

La septième vague de COVID-19, apparue fin juin 2022, est celle qui a occasionné le plus de contaminations et de décès, mais les autorités n'ont pas pris de mesures de confinement, limitant ainsi les répercussions sur l'activité économique. En outre, les contrôles aux frontières pour les voyageurs étrangers ont été progressivement assouplis, avant d'être complètement supprimés en octobre. La hausse des prix a néanmoins dégradé la confiance des consommateurs. Les prix de l'énergie et de l'alimentation demeurent le principal facteur de hausse de l'inflation globale mesurée par les prix à la consommation, qui a atteint 3 % en août et septembre. Cela étant, les hausses de coûts n'ont été que partiellement répercutées sur les prix et les mesures mises en œuvre par le gouvernement, telles que le plafonnement du prix du pétrole, ont contribué au maintien d'une inflation relativement limitée. Le marché du travail s'est resserré, mais la croissance des salaires reste très modérée.

Alors que la demande intérieure se redresse lentement mais régulièrement, la demande extérieure est fluctuante. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement imputables à la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine et à la politique « zéro COVID » de la Chine freinent la production, l'investissement et les exportations. En outre, l'accroissement des écarts de taux d'intérêt directs vis-à-vis des autres économies avancées a accentué la dépréciation du yen, et avec elle les tensions à la hausse sur les prix des importations d'énergie, de produits alimentaires et de matières premières. La dépréciation du yen a eu un impact plus marqué sur les importations que sur les exportations, entraînant un creusement du déficit commercial et une diminution des bénéfices et des résultats des entreprises tributaires des importations – mais une augmentation de ceux des entreprises exportatrices. Le gouvernement a réagi vigoureusement au choc, adoptant un train de mesures d'un coût de 3 500 milliards JPY (soit 0.6 % du PIB) en septembre pour modérer la hausse des prix et aider les ménages et les entreprises vulnérables. Ces mesures comprennent la prolongation, jusqu'à la fin décembre, de la subvention destinée au plafonnement du prix du pétrole, le gel du prix de vente public du blé au niveau d'avril, l'octroi ponctuel d'une prestation en espèces spéciale aux ménages à faible revenu et une subvention spéciale aux collectivités locales qui leur permettra de venir en aide aux ménages et aux entreprises vulnérables. Par ailleurs, les préoccupations relatives à la sécurité énergétique ont également relancé les discussions sur la remise en service des réacteurs nucléaires, qui avaient été arrêtés pour la plupart après l'accident de la centrale de Fukushima.

## Les mesures budgétaires modèrent l'impact des chocs externes

Certains des dispositifs prévus par le nouveau train de mesures économiques annoncé fin octobre, comme la nouvelle prolongation jusqu'en septembre 2023 de la subvention destinée au plafonnement du prix du pétrole et la mise en place de nouveaux dispositifs (d'un montant de 6 300 milliards JPY, soit 1.2 % du PIB) destinés à alléger les factures d'électricité et de gaz de ville, qui seront en vigueur de janvier à septembre 2023, ont pour objet de modérer les prix. Ces nouvelles mesures comprennent en outre des dépenses à moyen terme visant à renforcer les économies locales, à stimuler l'investissement dans le capital humain, la transformation numérique et la transition verte, et à consolider la sécurité économique. L'enveloppe budgétaire supplémentaire correspondante s'élèvera à 30 000 milliards JPY environ (soit 5.5 % du PIB), mais englobe le fonds de réserve pour les imprévus et des dépenses dont la mise en œuvre devrait s'échelonner sur plusieurs années. Par conséquent, l'impact à court terme des subventions, en particulier celles en faveur de la R-D et de l'investissement, devrait être limité. Dans les projections, on suppose que les mesures liées à la pandémie seront progressivement supprimées et que la prestation en espèces ponctuelle ne sera pas reconduite. Les principales mesures adoptées par le gouvernement pour modérer les prix de l'énergie et des produits alimentaires, notamment le subventionnement des prix, sont supposées rester en place, mais seront peu à peu réduites au fil du temps. En l'absence de recettes supplémentaires, cette augmentation substantielle des dépenses aggravera la situation budgétaire, et le ratio dette publique/PIB continuera de monter à des niveaux sans précédent.

L'inflation mesurée par les prix à la consommation a dépassé l'objectif de 2 % pendant plusieurs mois, et des interventions sont menées sur les marchés des changes depuis septembre afin de réduire la volatilité des taux de change. Parallèlement, la Banque du Japon a annoncé son intention de maintenir son approche accommodante actuelle, faisant valoir que l'inflation récente est tirée par des facteurs externes et que les tensions sur les salaires restent faibles. Le dispositif de contrôle de la courbe des rendements, qui maintient le rendement des obligations d'État japonaises à 10 ans aux alentours de zéro, dans une fourchette de plus ou moins 0.25 point de pourcentage, est resté inchangé jusqu'à présent. Les projections reposent sur l'hypothèse que la Banque du Japon commencera à assouplir légèrement ce dispositif à la fin de la période, lorsque ses critères en matière d'inflation et de croissance salariale auront été atteints, en autorisant une pentification accrue de la courbe sans modifier le taux à court terme.

## **La reprise économique se poursuivra, mais les risques de révision à la baisse ont augmenté**

La croissance du PIB devrait s'établir à 1.8 % en 2023, à la faveur du nouveau train de mesures économiques. Néanmoins, l'atonie de la confiance et des revenus disponibles réels freinera la consommation privée. La faiblesse de la demande extérieure et le prix élevé des importations pèseront sur les échanges commerciaux. Malgré le repli de la confiance et de la demande extérieure, l'investissement privé augmentera nettement grâce aux aides publiques, en particulier celles axées sur les investissements écologiques et numériques. La croissance du PIB reculera en 2024 pour atteindre 0.9 %, ce qui reste supérieur à la croissance potentielle. Ce résultat reflète le recul de la demande intérieure dans un contexte marqué par le retrait complet des aides liées à la pandémie, le déclin des dépenses publiques et le retour à la normale des investissements des entreprises après le rebond consécutif à la pandémie. L'inflation globale mesurée par les prix à la consommation restera élevée jusqu'au début de 2023 en raison de la hausse des prix des produits alimentaires et des coûts de l'énergie, mais les aides de l'État atténueront son impact sur les consommateurs. À mesure que les écarts de production se résorberont, l'inflation devrait se hisser au taux cible de 2 % à la fin de 2024. Le taux de chômage va continuer de baisser. La croissance des salaires devrait rester faible à court terme, mais s'accélérer à mesure que le marché du travail se tendra.

L'une des principales sources d'incertitude réside dans l'impact, sur la demande intérieure, de la hausse de l'inflation due à la dépréciation du yen et au renchérissement de l'énergie. Une demande extérieure plus faible que prévu et d'autres perturbations des chaînes d'approvisionnement dues à de nouveaux chocs liés au COVID-19 ou à l'incertitude géopolitique pourraient menacer la sécurité énergétique et porter préjudice au commerce, à la production et à l'investissement. À l'inverse, la poursuite de la dépréciation du yen pourrait renforcer la compétitivité-prix des exportations, y compris du tourisme récepteur.

## **Il sera essentiel d'accélérer les réformes structurelles pour améliorer la productivité et les salaires**

Si des risques de révision à la baisse se concrétisaient, de nouvelles mesures budgétaires devraient être prises pour aider les ménages et les entreprises vulnérables, mais elles devraient être temporaires et plus ciblées. La prolongation du plafonnement des prix aggraverait encore les problèmes de viabilité des finances publiques et pourrait, en faussant les signaux du marché, réduire les incitations à passer aux énergies renouvelables et à faire baisser la demande d'énergie. La sécurisation et le redéploiement des ressources dans les domaines de l'emploi, des chaînes d'approvisionnement mondiales et de l'énergie revêtent un degré de priorité élevé, à court terme et à plus longue échéance. La poursuite de la réforme des modalités du travail, l'extension de la couverture sociale aux travailleurs atypiques et le renforcement de l'enseignement et de la formation professionnels seraient de nature à accroître la productivité du travail et l'offre de main-d'œuvre et à compenser les effets du vieillissement démographique. Une réduction des

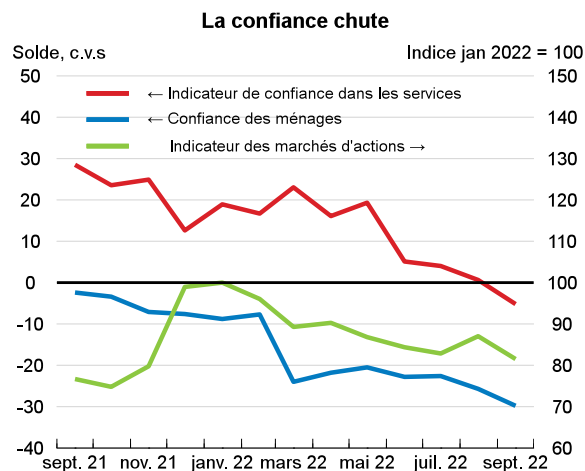
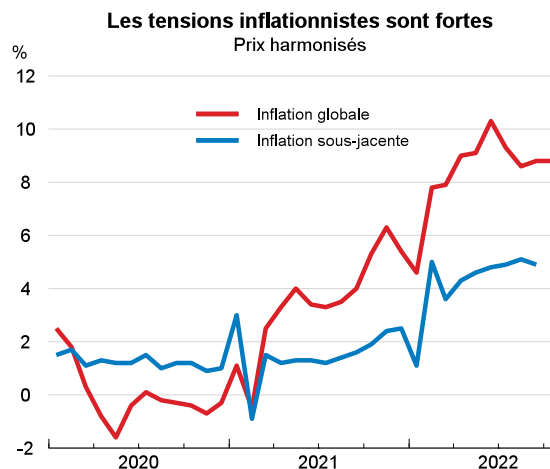
obstacles à l'entrée de travailleurs étrangers et à l'investissement direct étranger serait également utile. Il importe d'accélérer les transformations numérique et écologique, processus qui sera facilité par le nouveau train de mesures économiques. Cependant, s'il n'est pas compensé par une augmentation des recettes, l'accroissement des dépenses publiques permanentes conduira à une nouvelle dégradation de la viabilité budgétaire et menacera la croissance durable. Il importe soit de définir une feuille de route plus précise pour parvenir d'ici à l'exercice 2025 à l'objectif d'assainissement budgétaire visé, soit de réviser le plan précédent à la lumière de la crise en cours et de fixer un nouvel objectif crédible, soutenu par un ensemble spécifique de mesures. À la faveur du raffermissement de la reprise, les autorités devraient reprendre les efforts d'assainissement budgétaire, tant sur le plan des dépenses que des recettes, notamment en réformant la sécurité sociale et le système fiscal. Étant donné que de nouveaux changements soudains de la conjoncture économique pourraient conduire à une révision du cadre de la politique monétaire, la Banque du Japon devrait continuer à communiquer de façon claire et en temps opportun sur l'orientation actuelle et future de la politique monétaire.

# Luxembourg

La croissance économique devrait marquer le pas en 2023, à 1.5 %, avant de se redresser en 2024. L'activité a ralenti sous l'effet de la généralisation des tensions inflationnistes, du recul de l'activité manufacturière et de l'incertitude entourant les perspectives du fait de la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine. La progression de l'activité des services financiers ralentira en 2023, et les taux d'intérêt élevés retarderont les investissements des entreprises et les achats de logements. Les aides publiques aux ménages soutiendront les revenus et les dépenses. L'investissement public se poursuivra au rythme annuel de 4 % du PIB jusqu'en 2024. Le marché du travail restera tendu, malgré le ralentissement de la croissance. La hausse des prix des services alimentera l'inflation sous-jacente.

Le soutien aux revenus des ménages devrait cibler les plus vulnérables, être limité dans le temps afin d'éviter une augmentation des tensions sur la demande intérieure et être conçu de manière à préserver les incitations à économiser l'énergie. Les réformes du système d'indexation des salaires devraient être menées en concertation avec les partenaires sociaux pour prendre en compte les effets du dispositif sur la productivité, l'emploi et l'investissement. Pour accroître la résilience, la diversification économique doit passer par une augmentation des investissements dans la recherche-développement, dans les technologies de l'information et de la communication, ainsi que dans la transition vers une économie bas carbone.

## Luxembourg



Source : Base de données d'Eurostat sur les prix à la consommation ; STATEC, enquête de conjoncture menée auprès des entreprises de services (*Business survey in services*) ; Commission européenne, indicateur de confiance des consommateurs ; et Refinitiv.

StatLink  <https://stat.link/gfziw0>

## Luxembourg : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
Luxembourg						
PIB aux prix du marché	62.3	-0.8	5.1	1.7	1.5	2.1
Consommation privée	21.0	-7.2	9.4	2.8	2.0	3.6
Consommation publique	10.7	7.3	5.5	2.9	3.4	3.1
Formation brute de capital fixe	10.8	-3.2	6.1	-2.8	-2.5	4.1
Demande intérieure finale	42.5	-2.5	7.5	1.4	1.3	3.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	0.6	-0.3	0.5	-0.2	0.0	0.0
Demande intérieure totale	43.1	-2.9	8.4	1.0	1.3	3.6
Exportations de biens et services	127.4	0.2	9.7	0.8	1.1	1.6
Importations de biens et services	108.2	-0.5	11.9	0.3	0.9	2.1
Exportations nettes <sup>1</sup>	19.2	1.1	-0.2	1.2	0.8	-0.2
Pour mémoire						
Déflateur du PIB	—	4.6	6.1	6.0	1.1	1.6
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.0	3.5	8.2	4.0	3.2
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.2	1.5	4.5	4.1	2.9
Taux de chômage (% de la population active)	—	6.4	5.7	4.8	5.0	5.2
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	19.0	12.4	12.9	14.9	13.0
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-3.4	0.8	-0.2	-2.2	-0.7
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	32.1	31.0	33.5	36.9	39.2
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht <sup>3</sup> (% du PIB)	—	24.5	24.6	27.0	30.5	32.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	4.6	4.7	6.4	5.6	5.2

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

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

3. Selon la définition de Maastricht, la dette des administrations publiques comprend uniquement les crédits, les titres de créance et les numéraires et dépôts, la dette étant exprimée en valeur nominale et non à sa valeur de marché.

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

StatLink  <https://stat.link/d8rogf>

## L'économie ralentit

Après un début d'année dynamique, soutenu par la levée des restrictions sanitaires, l'économie a ralenti sous l'effet de la montée des incertitudes et de l'inflation, qui ont été accentuées par la guerre en Ukraine. Le volume d'activité du commerce de détail a enregistré une hausse de 2.1 % en glissement annuel au cours des huit premiers mois de 2022, et l'emploi demeure solide. Le taux de chômage s'établissait à 4.8 % en septembre 2022. Cependant, la confiance des consommateurs est tombée à son niveau le plus bas depuis 2002, minée par le niveau élevé de l'inflation et des taux d'intérêt. Après avoir atteint un point haut au début de 2022, la confiance des entreprises s'est dégradée, et l'activité manufacturière et la construction à usage résidentiel ont ralenti. L'inflation mesurée par la hausse des prix à la consommation a reflué à 8.8 % en octobre, après avoir culminé à 10.6 % en juin. D'abord alimentées par les prix de l'énergie, les tensions inflationnistes se généralisent et l'inflation sous-jacente est montée à 5.2 %. Les prix des logements sont restés en forte hausse. Au deuxième trimestre, les salaires ont augmenté de 7.8 % en glissement annuel, le dispositif d'indexation automatique ayant entraîné une revalorisation de 2.5 % de l'ensemble des salaires et prestations sociales le 1<sup>er</sup> avril.

L'exposition globale à la Russie en matière d'échanges commerciaux est très faible. Le Luxembourg importe la quasi-totalité de son énergie, le pétrole représentant 60 % de l'ensemble de sa consommation énergétique et le gaz naturel, environ 15 %. Le gaz naturel couvre par ailleurs à peu près 46 % des besoins de chauffage. L'essentiel du gaz naturel consommé par le pays provient d'installations de GNL situées en Belgique, elles-mêmes approvisionnées principalement auprès de la Norvège et du Royaume-Uni, et aucune pénurie n'est attendue à court terme. Le Luxembourg a accès à un site de stockage de gaz en Allemagne, ainsi qu'à d'autres installations de stockage par le biais d'un accord multilatéral conclu avec des pays voisins. L'impact de la guerre est perceptible au travers du niveau élevé des prix du gaz, qui affecte non seulement les entreprises fortement consommatrices d'énergie dans les industries de l'acier, du verre et du ciment, mais aussi les consommateurs. Le Luxembourg a accueilli quelque 4 500 réfugiés ukrainiens, pour l'essentiel des femmes et des mineurs, et ses structures d'accueil temporaires sont pleines.

## La politique budgétaire restera expansionniste

Face au choc sur les prix de l'énergie, le gouvernement a mis en place un train de mesures de soutien d'un montant total d'environ 2.5 milliards EUR (3.3 % du PIB) pour 2022-23, dont 500 millions EUR sous forme de garanties de prêts aux entreprises. Parmi ces mesures, on peut citer le plafonnement des prix du gaz pour les ménages aux niveaux de septembre 2022 et des prix de l'électricité aux niveaux de 2022 à compter de janvier 2023 ; une baisse d'un point de pourcentage de la plupart des taux de TVA ; des subventions au fioul domestique et des aides aux entreprises très consommatrices d'énergie ; enfin, des prestations en espèces à destination des ménages défavorisés. Le plafonnement des prix de l'énergie et la baisse des taux de TVA visent à réduire le rythme d'évolution des futures tranches d'indexation des salaires, comme convenu avec les partenaires sociaux, et à limiter la perte potentielle de compétitivité qui pourrait en résulter. L'investissement public, correspondant à plus de 4 % du PIB par an entre 2022 et 2024, continuera de soutenir les infrastructures, la transition écologique et l'innovation. L'ampleur du soutien public se traduira par de légers déficits budgétaires en 2022-24. Même si le gouvernement va amorcer un assainissement budgétaire en 2024, les prix de l'énergie devraient rester élevés jusque-là, et les pouvoirs publics devraient donc en toute hypothèse maintenir leurs mesures de soutien.

## La croissance économique ralentira nettement avant de se redresser peu à peu

La croissance du PIB ralentira, se repliant à 1.7 % en 2022 puis à 1.5 % en 2023, avant de se redresser à 2.1 % en 2024. L'inflation élevée érode la confiance aussi bien que les revenus disponibles, mais les mesures prises par le gouvernement soutiendront la consommation en 2022-23. Les investissements du secteur public tireront la croissance. L'investissement privé sera freiné par les pénuries de main-d'œuvre et la hausse des taux d'intérêt, et ne se redressera que lentement. La croissance des exportations s'atténuera en 2023, la situation restant délicate sur les marchés financiers mondiaux et des difficultés subsistant dans certaines chaînes d'approvisionnement. Les mesures mises en place pour contenir l'inflation auront un impact, mais la situation tendue du marché du travail entretiendra les tensions à la hausse sur les salaires et une inflation sous-jacente élevée en 2023. Les risques qui entourent les perspectives vont essentiellement dans le sens d'une révision à la baisse. Une inflation supérieure aux prévisions pourrait entraîner de nouvelles hausses des salaires, alimentant les tensions sur les prix et nuisant à la compétitivité. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, la surchauffe du marché du logement crée des risques pour certains emprunteurs ayant contracté des prêts à taux variable, en particulier ceux dont les revenus sont modestes. Un fort affaiblissement des marchés financiers pourrait peser sur l'activité et les exportations.

## Pour ancrer la résilience, les pouvoirs publics devraient donner priorité à la productivité et à l'investissement

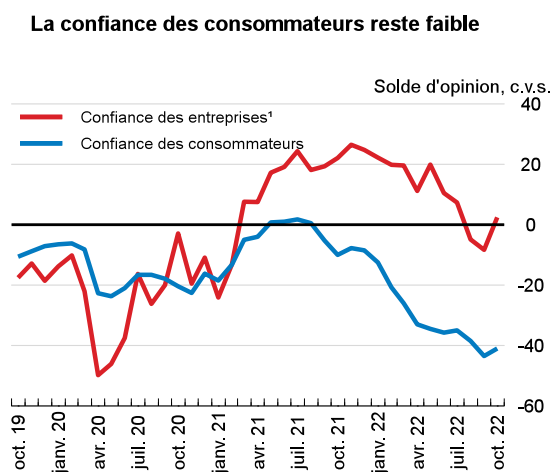
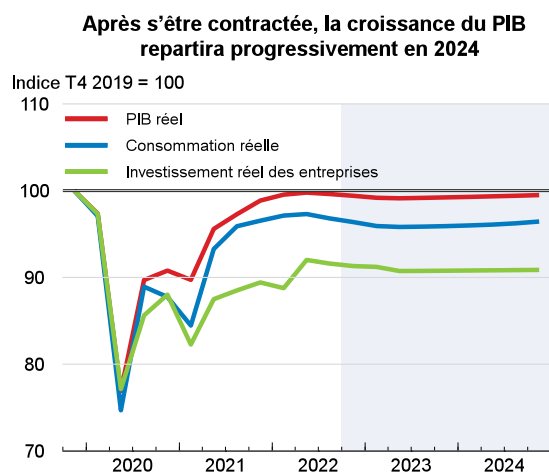
Les mesures destinées à amortir le choc de l'inflation sur les ménages devraient être mieux ciblées, limitées dans le temps et conçues de manière à préserver les incitations à réaliser des économies d'énergie. Le système d'indexation des salaires risque d'accélérer encore l'inflation en période de chocs de grande ampleur, et pourrait nuire à la compétitivité à long terme. À plus longue échéance, ce système devrait être réformé en concertation avec les partenaires sociaux pour mieux prendre en compte ses effets sur la productivité, l'emploi et l'investissement. Des efforts pour réformer les retraites et mettre en œuvre des examens des dépenses contribueraient à préserver une marge de manœuvre budgétaire dans la durée. Inciter les entreprises à investir davantage dans la recherche-développement et dans l'innovation renforcerait les capacités de production et la croissance de la productivité, ce qui concourrait également à réduire les tensions inflationnistes. Le projet de loi sur les faillites actuellement examiné au parlement devrait permettre la restructuration des entreprises défaillantes et l'arrêt d'activité des entreprises non viables.

# Royaume-Uni

Après une contraction de 0.4 % en 2023, le PIB devrait connaître une croissance de 0.2 % en 2024. La hausse des prix à la consommation va atteindre un point haut aux alentours de 10 % à la fin de 2022, du fait des prix élevés de l'énergie et de la poursuite des pénuries de l'offre de main-d'œuvre et de biens, avant de revenir progressivement à 2.7 % d'ici la fin de 2024. La consommation privée devrait ralentir sous l'effet de l'augmentation du coût de la vie, mais sera soutenue par la hausse de 9.7 % du salaire minimum et la revalorisation habituelle des prestations sociales et des pensions, prévue pour avril 2023. L'investissement public va rebondir en 2023 et 2024, à mesure de l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et conformément aux plans du gouvernement. Le taux de chômage devrait augmenter pour atteindre 5 % d'ici la fin de 2024.

Se conformer au plan budgétaire et veiller à ce que toute modification des objectifs budgétaires obéisse à une procédure transparente et clairement définie préserverait la crédibilité de la politique budgétaire et atténuerait les préoccupations relatives à la viabilité de la dette. Le dispositif non ciblé de garantie des prix de l'énergie (*Energy Price Guarantee*) annoncé par le gouvernement britannique en septembre 2022 va accentuer à court terme les tensions sur une inflation déjà élevée, nécessitant un resserrement supplémentaire de la politique monétaire et alourdissant le coût du service de la dette. Un meilleur ciblage des mesures visant à amortir l'impact du renchérissement de l'énergie permettrait d'en abaisser le coût budgétaire, de mieux préserver les incitations aux économies d'énergie et de réduire les tensions sur la demande en période d'inflation élevée.

## Royaume-Uni 1



1. Confiance des entreprises du secteur manufacturier.

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

StatLink  <https://stat.link/oaz9pv>


## Royaume-Uni : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de GBP	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2019)				
Royaume-Uni						
PIB aux prix du marché	2 238.3	-11.0	7.5	4.4	-0.4	0.2
Consommation privée	1 440.0	-13.2	6.2	4.7	-1.1	0.3
Consommation publique	425.6	-7.3	12.6	1.6	2.3	0.6
Formation brute de capital fixe	403.4	-10.5	5.6	5.6	1.0	1.3
Demande intérieure finale	2 269.0	-11.6	7.5	4.2	0.0	0.6
Variation des stocks <sup>1</sup>	5.5	-0.7	1.2	1.0	-2.2	0.0
Demande intérieure totale	2 274.5	-12.3	8.6	5.2	-2.1	0.6
Exportations de biens et services	699.7	-12.1	-0.3	9.7	5.5	1.6
Importations de biens et services	735.8	-16.0	2.8	12.4	-0.5	2.5
Exportations nettes <sup>1</sup>	- 36.1	1.5	-0.9	-0.9	1.9	-0.4
Pour mémoire						
Déflateur du PIB	—	5.9	0.4	4.8	4.7	2.5
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.9	2.6	8.9	6.6	3.3
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	1.4	2.4	6.2	6.4	3.4
Taux de chômage (% de la population active)	—	4.6	4.5	3.7	4.3	4.8
Taux d'épargne brute des ménages (% du revenu disponible)	—	15.8	12.5	7.9	7.6	7.5
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-13.1	-8.2	-6.2	-7.6	-6.8
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	152.0	145.6	142.6	145.9	149.9
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	-3.2	-2.0	-4.8	-3.5	-3.5

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

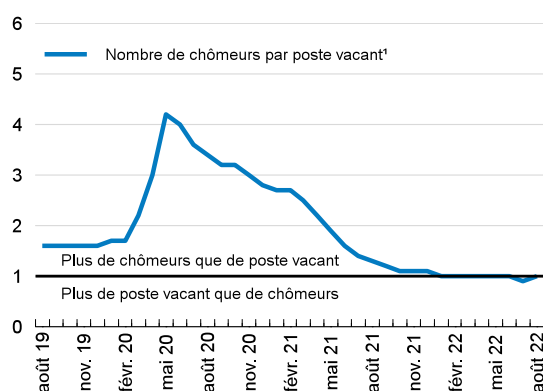
2. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors produits alimentaires, énergie, alcool et tabac.

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

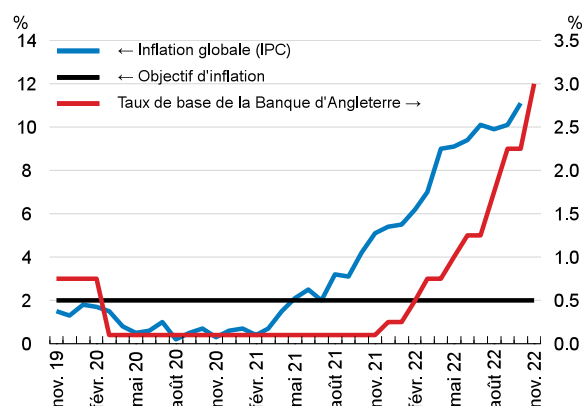
StatLink  <https://stat.link/2txn3k>

## Royaume-Uni 2

Le marché du travail reste tendu



Le resserrement de la politique monétaire se poursuit sur fond de hausse persistante de l'inflation



1. Emplois vacants au Royaume-Uni hors agriculture, sylviculture et pêche.

Source : Bureau des statistiques nationales du Royaume-Uni (Office for National Statistics, ONS) ; base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 112 ; et Banque d'Angleterre.

StatLink  <https://stat.link/oa2qtb>

## L'augmentation du coût de la vie pèse sur la croissance économique

La croissance du PIB a ralenti et les indicateurs à haute fréquence laissent entrevoir une poursuite de la détérioration des perspectives. Après avoir progressé de 0.7 % au premier trimestre et de 0.2 % au second, le PIB réel a diminué de 0.2 % au troisième trimestre, sur fond de hausse des prix supérieure à la progression des salaires, ce qui a entraîné une érosion des revenus des ménages. L'inflation annuelle mesurée par la hausse des prix à la consommation a atteint 11.1 % en octobre, dans un contexte de flambée des prix de l'énergie, d'envolée des prix des produits alimentaires et d'augmentation de l'inflation sous-jacente. La progression du salaire total moyen s'est hissée à 6 % sur le trimestre clos en septembre 2022 dans un contexte de tensions sur le marché du travail, mais les salaires réels ont diminué de 2.6 %. Au troisième trimestre, le taux de chômage a atteint, à 3.6 %, un niveau inférieur à celui antérieur à la pandémie, qui s'explique en partie par une augmentation de l'inactivité des 50-64 ans par rapport à la période pré-pandémie. Le nombre de vacances d'emploi reste élevé. La confiance des entreprises s'est améliorée en octobre, après une période de dégradation due aux incertitudes politiques et à la détérioration des perspectives mondiales. La confiance des consommateurs est restée modérée, après avoir reculé pendant plusieurs mois consécutifs en raison de la hausse rapide du coût de la vie.

Le Royaume-Uni n'a que des liens commerciaux directs limités avec la Russie et l'Ukraine, mais son économie est vulnérable aux évolutions du marché mondial de l'énergie. Même s'il n'est pas dépendant des exportations russes, le pays importe du gaz et de l'électricité du continent pendant les mois les plus froids. En cas d'hiver particulièrement rigoureux, il existe donc un risque de perturbations des approvisionnements qui exposeraient l'économie à des coupures de courant par roulement.

## Le resserrement de la politique monétaire devrait se poursuivre, mais le soutien budgétaire est considérable

La Banque d'Angleterre a réagi à la hausse de l'inflation par un durcissement monétaire, en portant son taux directeur de 0.1 % en décembre 2021 à 3 % en novembre 2022. Elle a également poursuivi son resserrement quantitatif en cessant de réinvestir le produit des obligations d'État arrivant à échéance dans de nouveaux achats de titres et, jusqu'à la fin de 2023, elle va progressivement réduire ses avoirs en obligations d'entreprise libellées en livres sterling. À partir de novembre 2022, la Banque d'Angleterre a commencé à céder des obligations d'État de façon à réduire graduellement l'encours de 838 milliards GBP constitué depuis la crise financière mondiale. Le durcissement monétaire devrait se poursuivre et le taux de base de la Banque d'Angleterre devrait atteindre 4.5 % d'ici le deuxième trimestre de 2023, puis rester inchangé tout au long de la période considérée.

Le gouvernement a adopté plusieurs mesures de soutien pour aider les ménages et les entreprises à faire face à la hausse des prix de l'énergie. Pour protéger les ménages et les entreprises face aux prix élevés de l'énergie, le gouvernement a mis en place un mécanisme de garantie des prix de l'énergie (*Energy Price Guarantee*) et un dispositif d'allègement des factures d'énergie (*Energy Bill Relief Scheme*), qui sont l'un et l'autre en vigueur depuis octobre 2022 et jusqu'à fin mars 2023. Les ménages bénéficieront du mécanisme de garantie des prix de l'énergie (*Energy Price Guarantee*), qui permet de plafonner le prix par unité, l'État couvrant la différence avec le prix du marché. Cette nouvelle aide devrait coûter quelque 25 milliards GBP et permettra de limiter à environ 2 500 GBP par an la facture annuelle d'électricité et de gaz d'un ménage moyen ayant des dépenses d'énergie types. En usage moyen, un ménage économisera de ce fait 1 000 GBP par an. Sur la même période, les prix de l'électricité et du gaz seront également plafonnés pour les entreprises, les organismes caritatifs et le secteur public grâce au dispositif d'allègement des factures d'énergie (*Energy Bill Relief Scheme*), dont le coût est estimé à 18 milliards GBP. Le cumul de ces aides accordées pour six mois aux ménages et aux entreprises devrait coûter environ 43 milliards GBP (soit l'équivalent de 1.9 % du PIB de 2022). Le gouvernement a

annoncé que pour l'exercice budgétaire 2023-24, le mécanisme de garantie des prix de l'énergie serait porté à 3 000 GBP par an pour la consommation d'énergie d'un ménage type (pour un coût d'environ 13 milliards GBP), et que les ménages les plus vulnérables bénéficieraient d'une aide supplémentaire destinée à atténuer la hausse du coût de la vie. Ces aides aux ménages et aux entreprises viennent s'ajouter aux trains de mesures annoncés plus tôt dans l'année, d'un montant de 37 milliards GBP, notamment un mécanisme de chèques énergie (*Energy Bills Support Scheme*) représentant une enveloppe totale de 11.7 milliards GBP qui permettra à quelque 28 millions de ménages de toucher un montant pouvant aller jusqu'à 400 GBP chacun, ou encore le versement d'une aide au coût de la vie de 150 GBP à des personnes touchant des prestations d'invalidité, ainsi que le versement d'une aide au coût de la vie de 650 GBP pour les ménages touchant des prestations sous condition de revenus. De plus, les autorités sont revenues sur l'augmentation de 1.25 point des cotisations d'assurance sociale qui aurait dû prendre effet en novembre 2022. L'essentiel des mesures de soutien seront financées par endettement, mais à compter d'avril 2023, une hausse du taux de l'impôt sur les sociétés, qui passera de 19 % à 25 %, et un abaissement du seuil de la tranche d'imposition au taux le plus élevé de 45 % pour les hauts revenus (supérieurs à 125 140 GBP, contre 150 000 GBP auparavant) permettront de consolider les finances publiques. L'orientation budgétaire devrait être légèrement expansionniste en 2023, avant un resserrement équivalant à 1.5 point de PIB potentiel en 2024.

## La croissance économique va ralentir

Après avoir enregistré une croissance de 4.4 % en 2022, le PIB devrait se contracter de 0.4 % en 2023 puis progresser de seulement 0.2 % en 2024. L'inflation restera supérieure à 9 % jusqu'au début de l'année prochaine, avant de refluer lentement à 4.5 % d'ici la fin de 2023 et à 2.7 % à la fin de 2024. La baisse du pouvoir d'achat et le resserrement de la politique monétaire devraient peser sur les dépenses de consommation, et la hausse des taux d'intérêt à long terme provoquera un ralentissement sur le marché du logement. L'investissement des entreprises restera atone pendant toute la période considérée, du fait du renchérissement du coût du capital et de la poursuite des incertitudes. La persistance de tensions sur le marché du travail va sans doute tirer les salaires vers le haut, mais leur progression devrait rester inférieure à l'inflation sur toute la période visée par les projections. Le taux de chômage devrait augmenter progressivement pour atteindre 5 % d'ici la fin de 2024, sous l'effet de l'affaiblissement de la demande. L'investissement public devrait repartir à la hausse à compter de 2023, grâce aux augmentations prévues des dépenses consacrées aux infrastructures et aux investissements en lien avec le climat. Le déficit des administrations publiques devrait revenir de 7.6 % du PIB en 2023 à 6.8 % du PIB en 2024.

Les risques de divergence par rapport aux perspectives sont considérables et sont orientés à la baisse. Un niveau plus élevé que prévu des prix de l'énergie et des marchandises pourrait freiner la consommation et affaiblir encore la croissance. Une période prolongée de pénuries aiguës de main-d'œuvre pourrait contraindre les entreprises à réduire de façon plus durable leurs capacités d'exploitation ou accentuer encore la hausse des salaires. Les ménages pourraient tenter d'augmenter leur revenu réel par des mouvements de grève en faveur de revalorisations salariales plus importantes ; à l'inverse, sur une note plus positive, ils pourraient aussi accroître l'offre de main-d'œuvre en revenant en activité ou en augmentant le nombre d'heures travaillées. Des progrès sur le front des accords commerciaux pourraient également être bénéfiques à la croissance.

## Une hausse de la productivité sera essentielle à une croissance durable

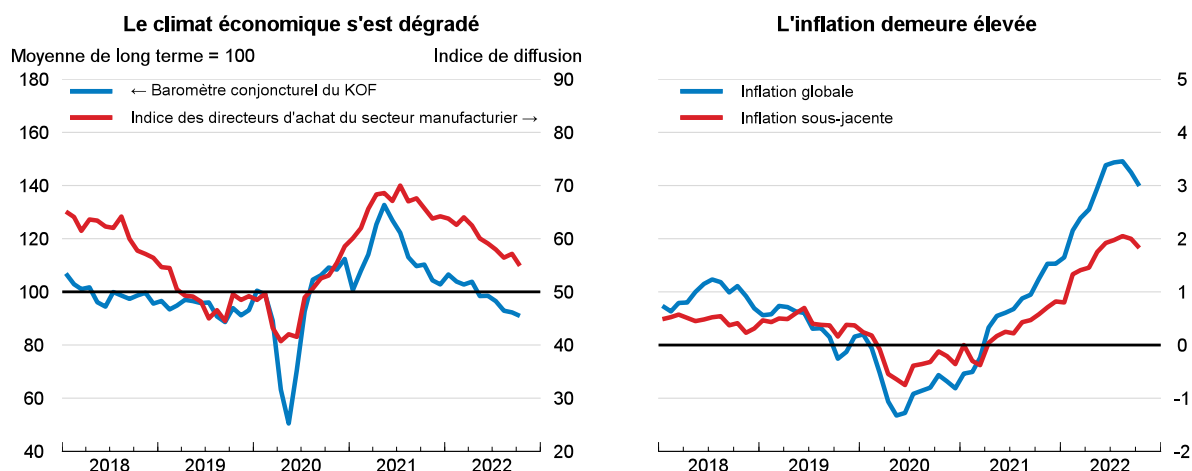
Les mesures de soutien budgétaire devant aider à faire face au niveau élevé des prix de l'énergie sont justifiées, mais il faudra veiller à ce qu'elles ne compromettent pas les incitations à réduire la consommation d'énergie. Il est essentiel d'accélérer la transition vers la neutralité carbone pour renforcer la sécurité énergétique et réduire la dépendance à l'égard des combustibles fossiles. Les mesures adoptées ne sont toujours pas suffisantes pour que l'objectif de neutralité carbone puisse être atteint. Les pouvoirs publics peuvent stimuler l'investissement en exposant plus clairement l'approche qu'ils entendent suivre pour assurer la transition vers une économie neutre en carbone et en définissant une stratégie nationale assortie d'échéances, de mesures et de priorités concrètes qui soit conforme à une trajectoire de tarification des émissions compatible avec l'objectif. Pour garantir une croissance durable, le gouvernement devrait également continuer de mettre en œuvre le Plan pour la croissance (*Plan for Growth*) qui vise à renforcer la productivité, de manière à favoriser la transition vers une croissance plus verte et plus inclusive grâce à des investissements publics à grande échelle dans les infrastructures, les compétences et l'innovation.

# Suisse

La croissance du PIB devrait s'établir à 0.6 % en 2023, puis à 1.4 % en 2024. Les retombées de la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine affaibliront davantage la demande extérieure, et ralentiront par conséquent les échanges commerciaux et l'investissement. Le faible niveau de confiance des ménages pèsera sur la consommation. L'inflation globale restera supérieure à la fourchette cible de la Banque nationale suisse en 2023 à cause de la hausse des prix de l'électricité et des salaires, puis se modérera en 2024. Des perturbations de la production industrielle liées aux pénuries de gaz naturel ou d'électricité, de même qu'une contraction plus prononcée de la demande mondiale, constituent des risques majeurs de révision à la baisse pour l'activité.

La politique monétaire devra être encore resserrée pour contenir l'inflation sous-jacente et maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme. L'assainissement budgétaire devrait être mené comme prévu, mais des mesures ciblées d'aide aux réfugiés vulnérables sont nécessaires. Des réformes structurelles sont indispensables pour stimuler l'intégration sur le marché du travail, lever les obstacles à la concurrence et accroître l'efficacité énergétique, de façon à garantir la sécurité énergétique et à améliorer la durabilité environnementale.

## Suisse



Source : KOF (Centre suisse de recherches conjoncturelles) ; Association professionnelle pour les achats et le supply management ; et Office fédéral de la statistique.

StatLink  <https://stat.link/9c57yb>

## Suisse : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de CHF	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Suisse</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	717.3	-2.5	4.2	2.1	0.6	1.4
Consommation privée	375.6	-4.2	1.7	3.7	0.7	0.8
Consommation publique	81.4	3.5	3.5	0.9	-0.2	0.8
Formation brute de capital fixe	190.8	-3.1	4.1	0.1	0.6	1.5
Demande intérieure finale	647.8	-2.9	2.7	2.3	0.5	1.0
Variation des stocks <sup>1</sup>	- 2.2	2.1	-3.2	1.0	0.9	0.0
Demande intérieure totale	645.6	-0.6	-0.8	3.4	1.5	1.0
Exportations de biens et services	481.0	-5.5	12.2	0.4	0.7	3.2
Importations de biens et services	409.3	-3.0	4.9	2.1	2.0	2.9
Exportations nettes <sup>1</sup>	71.7	-2.0	5.0	-0.9	-0.7	0.5
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	-0.8	1.1	3.0	2.2	1.5
Indice des prix à la consommation	—	-0.7	0.6	2.9	2.5	1.5
IPC sous-jacent <sup>2</sup>	—	-0.3	0.3	1.7	1.6	1.5
Taux de chômage (% de la population active)	—	4.8	5.1	4.4	4.6	4.5
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	23.1	24.1	21.9	21.2	20.8
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-3.1	-0.5	-0.1	0.1	0.3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	43.8	41.2	42.3	42.7	43.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	1.6	7.4	6.5	5.8	6.3

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

2. Indice des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie.

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

StatLink  <https://stat.link/7k4iu3>

## La dynamique de croissance a ralenti

La croissance économique a ralenti. Le PIB réel a augmenté de 0.3 % au deuxième trimestre de 2022 grâce, essentiellement, à la reprise dans les services suite à la levée des dernières restrictions liées au COVID-19. La confiance des consommateurs a atteint un niveau historiquement bas sur fond d'accroissement des incertitudes liées à la guerre, de hausse des prix de l'énergie et d'inflation élevée. Le baromètre conjoncturel du KOF reste faible et l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier a reculé. Le marché du travail demeure très tendu, avec un faible taux de chômage et un nombre élevé d'emplois vacants. L'inflation globale a atteint 3 % en octobre 2022, son niveau le plus haut depuis 2008, sous l'effet essentiellement de l'augmentation des prix de l'énergie et des produits importés ; l'inflation sous-jacente, elle, s'est modérée pour s'établir à 1.8 %. Les anticipations d'inflation à moyen terme demeurent inférieures à 2 %, dans la fourchette retenue comme objectif par la Banque nationale suisse.

Le gaz naturel représente 15 % de la consommation d'énergie en Suisse, et la moitié environ était importée de Russie avant la guerre. Malgré la forte hausse des prix de l'énergie liée à l'invasion russe en Ukraine, les ménages suisses sont moins touchés que ceux d'autres pays européens dans la mesure où l'énergie représente une part plus faible de leurs dépenses de consommation. Le gouvernement n'a pas encore annoncé de plan d'aide aux ménages ou aux entreprises pour faire face à la hausse des prix de l'énergie, mais a pris des mesures en vue de réduire la consommation de gaz naturel l'hiver prochain. En cas de pénuries, les entreprises équipées d'installations bicom bustibles pourraient se voir ordonner de renoncer à l'utilisation du gaz naturel au profit du fioul. La consommation de gaz destinée à différents usages serait limitée (la température intérieure des bâtiments pourrait, par exemple, être plafonnée) voire proscrite. En

cas de graves pénuries, tous les équipements installés chez des consommateurs qui ne relèvent pas de la catégorie des « consommateurs protégés » (ménages, services sociaux essentiels, services de chauffage urbain desservant les ménages) seraient soumis à des quotas de consommation. Des projets visant à réduire la consommation d'énergie en cas de pénuries sont également en cours d'élaboration.

## **Le resserrement de la politique monétaire est nécessaire pour faire baisser l'inflation**

La Banque nationale suisse a relevé son taux directeur de 125 points de base au total depuis juin 2022, le portant à 0.5 % en septembre 2022, après sept ans de taux d'intérêt négatifs. Les autorités restent prêtes à intervenir sur le marché des changes pour garantir que la valeur du franc suisse est conforme à des conditions monétaires adéquates. Les tensions inflationnistes se renforçant et les taux d'intérêt mondiaux augmentant, il est présumé que le taux directeur passera à 2 % d'ici au deuxième trimestre de 2023, et restera à ce niveau durant toute la période considérée. Le gouvernement fédéral a continué de réduire les aides budgétaires liées à la pandémie de COVID-19 sur fond d'amélioration de la situation économique. Un excédent budgétaire est attendu en 2023, et de nouvelles mesures d'assainissement devraient être mises en œuvre en 2024.

## **La croissance restera faible et l'inflation refluera progressivement**

La croissance du PIB réel devrait ralentir et revenir à 0.6 % en 2023, puis s'établir à 1.4 % en 2024. Cette décélération reflète principalement l'impact négatif, sur la croissance mondiale, de la guerre menée par la Russie en Ukraine, qui freine les exportations et ralentit la demande intérieure. Une baisse progressive du taux élevé d'épargne devrait soutenir la consommation privée au cours des deux prochaines années. En raison des tensions sur le marché du travail et des prix élevés de l'énergie, l'inflation globale se maintiendra au-dessus de la fourchette cible de la banque centrale en 2023, avant de retomber progressivement à 1.5 % en 2024. Le rationnement du gaz naturel en cas de graves difficultés d'approvisionnement pèserait cependant sur la production industrielle. De nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales pourraient aussi affaiblir encore l'activité économique et accroître l'inflation. Il convient en outre de suivre de près les risques financiers liés au marché immobilier et à la hausse des taux d'intérêt.

## **Assurer une croissance inclusive et accélérer la transition écologique**

La politique budgétaire devrait permettre de continuer à aider les quelque 68 000 réfugiés ukrainiens (0.8 % de la population) qui sont arrivés en Suisse depuis le début de la guerre. La mise en œuvre du plan d'assainissement budgétaire devrait se poursuivre. Une simplification et une accélération du processus de reconnaissance des qualifications étrangères, ainsi qu'une amélioration de l'accès aux programmes de formation, augmentent le taux d'activité. Stimuler l'intégration de catégories sous-représentées sur le marché du travail et supprimer les obstacles à l'entrée contribueraient à soutenir la reprise et à améliorer l'inclusivité. Des investissements supplémentaires dans les énergies renouvelables et les infrastructures dédiées aux véhicules électriques permettraient de réduire la dépendance à l'égard des marchés du gaz et du pétrole et de renforcer la sécurité énergétique.

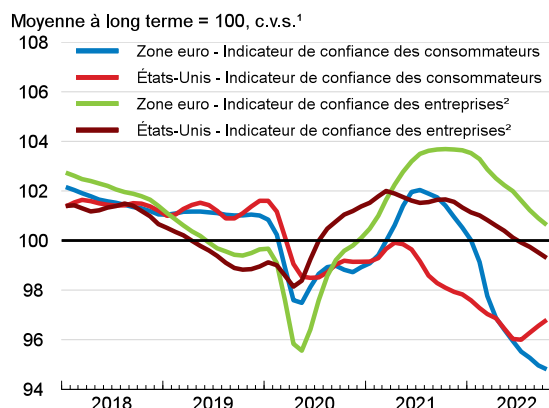
# Zone euro

Après un premier semestre dynamique, la croissance du PIB réel devrait s'établir à 3.3 % en 2022 puis à seulement 0.5 % en 2023, en raison de la guerre d'agression menée par la Russie contre l'Ukraine, du durcissement de la politique monétaire et du ralentissement de l'économie mondiale. Selon les projections, la croissance devrait rebondir à 1.4 % en 2024 à la faveur du redressement de la consommation et de l'investissement. L'inflation ne devrait refluer que peu à peu, restant supérieure à l'objectif en 2024, sous l'effet de la flambée des prix de l'énergie et des tensions sur les marchés du travail. Les risques vont dans le sens d'une divergence à la baisse par rapport aux projections car des hivers rigoureux et de nouvelles perturbations de l'approvisionnement en énergie pourraient freiner la croissance et tirer encore plus l'inflation vers le haut.

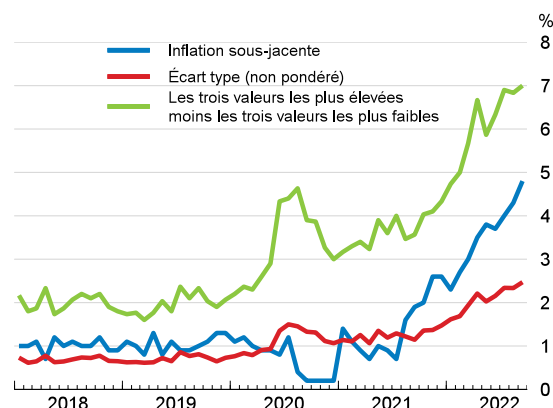
Le climat de vive incertitude, la diminution des salaires réels et les tensions inflationnistes de plus en plus généralisées exigent une action minutieuse et coordonnée. Il ne faudrait pas que les politiques budgétaires destinées à protéger ménages et entreprises de la flambée des prix de l'énergie et des produits alimentaires aient un effet de relance en période de forte inflation. Les mesures devraient être judicieusement ciblées sur les plus vulnérables et ne pas fausser les signaux de prix. Les autorités monétaires devraient agir avec détermination pour faire baisser l'inflation, et faire usage de toutes leurs marges de souplesse lors du réinvestissement du produit des obligations arrivant à échéance figurant au bilan de la BCE afin de limiter la fragmentation financière dans la zone euro.

## Zone euro 1

**La confiance des entreprises et des consommateurs s'est détériorée**



**L'inflation se généralise**



1. Indicateur de l'OCDE dont l'amplitude a été normalisée.

2. La confiance des entreprises se rapporte au secteur manufacturier.

Source : Base de données des Principaux indicateurs économiques de l'OCDE ; base de données d'Eurostat sur l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://stat.link/5csa8u>

## Zone euro : Demande, production et prix

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Prix courants milliards de EUR	Pourcentage de variation, en volume (prix de 2015)				
<b>Zone euro</b>						
<b>PIB aux prix du marché</b>	11 955.9	-6.3	5.3	3.3	0.5	1.4
Consommation privée	6 363.3	-7.8	3.8	3.7	0.3	1.0
Consommation publique	2 450.1	1.0	4.3	1.7	0.3	0.6
Formation brute de capital fixe	2 653.1	-6.5	3.5	2.6	1.1	2.0
Demande intérieure finale	11 466.4	-5.7	3.8	3.0	0.5	1.2
Variation des stocks <sup>1</sup>	83.7	-0.3	0.3	0.4	0.0	0.0
Demande intérieure totale	11 550.1	-5.9	4.2	3.4	0.5	1.1
Exportations nettes <sup>1</sup>	405.8	-0.5	1.3	0.1	0.0	0.3
<i>Pour mémoire</i>						
Déflateur du PIB	—	1.8	2.1	4.5	5.5	3.1
Indice des prix à la consommation harmonisé	—	0.3	2.6	8.3	6.8	3.4
IPCH sous-jacent <sup>2</sup>	—	0.7	1.4	3.9	4.7	3.1
Taux de chômage (% de la population active)	—	7.9	7.7	6.8	7.1	7.1
Taux d'épargne nette des ménages (% du revenu disponible)	—	13.6	11.5	7.4	7.2	7.2
Solde financier des administrations publiques (% du PIB)	—	-7.1	-5.2	-3.7	-3.8	-3.1
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	—	121.0	115.4	113.5	113.0	112.9
Dette brute des administrations publiques, définition Maastricht <sup>3</sup> (% du PIB)	—	99.1	97.3	95.6	95.1	95.0
Balance des opérations courantes (% du PIB)	—	2.6	3.7	1.4	1.4	1.7

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 produits alimentaires, énergie, alcool et tabac.

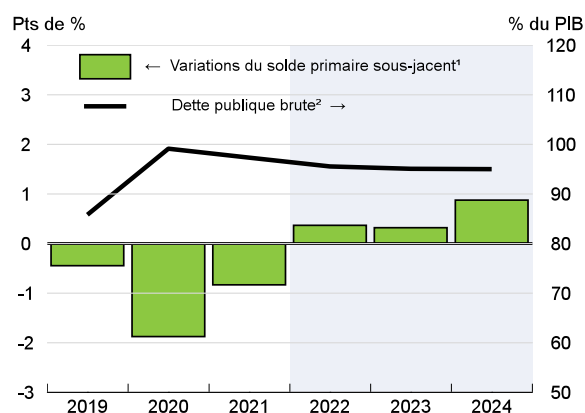
3. Selon la définition de Maastricht, la dette des administrations publiques comprend uniquement les crédits, les titres de créance et les numéraires et dépôts, la dette étant exprimée en valeur nominale et non à sa valeur de marché.

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

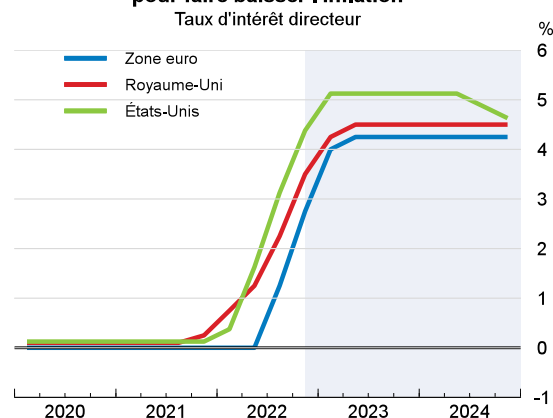
StatLink  <https://stat.link/3wozks>

## Zone euro 2

### La politique budgétaire devrait être durcie



### La politique monétaire restera restrictive pour faire baisser l'inflation



1. Le solde primaire sous-jacent des administrations publiques en pourcentage du PIB potentiel correspond au solde financier des administrations publiques corrigé des variations cycliques, hors charges d'intérêts nettes et hors opérations ponctuelles nettes.

2. Définition de Maastricht.

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

StatLink  <https://stat.link/enw3h1>

## Les perturbations des approvisionnements énergétiques et une forte inflation pèsent sur les perspectives

La croissance a ralenti au troisième trimestre de 2022, après la forte progression de la consommation observée pendant l'été. De plus, les indicateurs avancés de la confiance laissent penser que la croissance pourrait fléchir encore, voire devenir négative au quatrième trimestre. Les indices des directeurs d'achat relatifs à la production font apparaître un recul de la production depuis plusieurs mois. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs et, dans une moindre mesure, celle des entreprises, s'est fortement dégradée. Dans le même temps, l'inflation, qui a continué de se renforcer pour atteindre 10.6 %, s'est généralisée géographiquement et s'est étendue à de nombreuses catégories de biens et de services. Les anticipations d'inflation ont augmenté et sont désormais largement supérieures à la cible fixée par la BCE pour nombre d'acteurs des marchés et de ménages. Le tassement des revenus réels a été en partie amorti par des mesures budgétaires compensant les effets du renchérissement de l'énergie sur les ménages. Même si la progression des salaires négociés est restée contenue jusqu'ici, les revendications salariales sont reparties à la hausse dans plusieurs pays, dont l'Allemagne et la Belgique. Le chômage a poursuivi sa décrue ; en septembre 2022, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la zone euro était historiquement bas, à 6.6 %, en baisse par rapport à son pic récent de 8.6 % en septembre 2020 et bien inférieur à son taux moyen de 9 % observé au cours de la dernière décennie.

Les échanges directs avec la Russie sont réduits et vont probablement diminuer encore à mesure que l'interdiction des importations russes de pétrole brut et de produits pétroliers, ainsi que d'autres sanctions, prendront effet. Alors que 40 % des importations de gaz et 1/5<sup>e</sup> des importations de pétrole provenaient de Russie avant la guerre, la dépendance aux importations énergétiques russes a été divisée par deux environ au second trimestre 2022, principalement grâce à la diversification des approvisionnements. La guerre en Ukraine continue néanmoins d'avoir d'importants effets sur l'économie de la zone euro en raison de la flambée des prix de l'énergie, des perturbations persistantes des chaînes d'approvisionnement et de la hausse du coût des intrants. Les dépenses visant à protéger les ménages et les entreprises vulnérables viennent accentuer les tensions qui s'exercent sur les finances publiques, déjà mises à mal par la dette accumulée pendant la pandémie et les besoins de dépenses à long terme. La guerre pénalise également les échanges de produits agricoles et d'autres matières premières tout en provoquant une envolée de leurs prix au niveau mondial. En outre, les pays de l'UE accueillent quelque 4.3 millions de réfugiés ukrainiens. Pour aider les États membres à faire face aux coûts qui en découlent, l'UE a mis à disposition 27 milliards EUR sur son fonds de cohésion et son fonds pour la reprise et la résilience institué en réponse à la pandémie.

## La politique budgétaire ne doit pas offrir une relance de l'activité en période de forte inflation

La politique budgétaire devrait être restrictive en 2023, et encore plus en 2024, malgré de fortes disparités à cet égard au sein de la zone euro. De nombreux pays ont mis en place des plans d'aide supplémentaires pour protéger ménages et entreprises de l'envolée des prix de l'énergie et des produits alimentaires en 2022. Cependant, en l'absence de lignes directrices et d'une coordination européennes communes, la conception et la sélectivité de ces mesures sont inégales entre les pays de la zone euro, ce qui risque de nuire à leur efficacité, de fausser la concurrence, voire de jouer potentiellement contre le resserrement indispensable de la politique macroéconomique. Par ailleurs, la guerre en Ukraine a provoqué une augmentation des dépenses militaires dans de nombreux pays, ainsi qu'un accroissement des investissements destinés à garantir les approvisionnements en énergie.

La BCE a amorcé un durcissement de sa politique monétaire, mais elle devra relever encore son taux directeur pour assurer le retour à des taux d'intérêt réels anticipés positifs, mettre fin au désancrage des anticipations d'inflation et infléchir durablement les tensions inflationnistes. Pour cela, une période de croissance infra-tendancielle sera probablement nécessaire pour permettre d'alléger les tensions sur les ressources. Le taux principal de refinancement devrait atteindre 4.25 % au deuxième trimestre 2023 et rester à ce niveau pour le reste de la période considérée.

## La croissance va nettement ralentir en 2023 puis se redresser ensuite peu à peu

La croissance trimestrielle devrait devenir négative au dernier trimestre de 2022, même si la projection de croissance annuelle du PIB s'établit à 3.3 % grâce à d'importants effets décalés de l'exercice 2021 et aux bons résultats enregistrés au premier semestre. Les prix élevés de l'énergie et des produits alimentaires, l'effritement de la confiance, la persistance des difficultés d'approvisionnement et les premiers effets du durcissement de la politique monétaire provoqueront un net ralentissement en 2023. Malgré une progression solide des salaires, la hausse des prix à la consommation, de 8.3 % en 2022 et 6.8 % en 2023, entraînera une contraction du revenu disponible réel sur ces deux années, ainsi qu'un ralentissement de la consommation privée. L'investissement pâtira du ralentissement de la demande, mais l'effet de freinage sera modéré grâce aux financements supplémentaires, à hauteur de quelque 0.5 % du PIB annuel, provenant des fonds pour la reprise et la résilience mis en place en réponse à la pandémie. L'inflation ne devrait se modérer de manière sensible qu'en 2024, compte tenu de l'atonie de la croissance intérieure qui aidera à contenir les tensions sur les prix et les coûts. Cela étant, l'inflation sous-jacente devrait tout de même rester supérieure à la cible fixée par la BCE à la fin de la période considérée.

Les risques de divergence par rapport aux projections sont orientés à la baisse. Le choc actuel sur les prix de l'énergie et les difficultés d'approvisionnement pourraient aller en empirant, par exemple en raison de difficultés à remplacer le gazole auparavant importés de Russie, d'une réduction de la consommation de gaz imposée à l'industrie pour cause de nouvelles perturbations de l'approvisionnement énergétique ou d'un hiver plus rigoureux que d'habitude au cours de la période considérée. En outre, le risque de repli de l'activité économique en Chine serait associé à un ralentissement de la croissance mondiale et à une baisse de la demande extérieure dans la zone euro. L'inflation pourrait bien rester plus longtemps à des niveaux élevés, en particulier en cas de nouvelles perturbations de l'approvisionnement en gaz et d'évolution incertaine des prix de l'alimentation due à des phénomènes météorologiques extrêmes et à des pénuries d'engrais. Un durcissement nettement plus marqué de la politique monétaire pourrait également amplifier le risque de récession. En revanche, une désescalade des hostilités pendant les mois d'hiver ou un cessez-le-feu durable constituent des risques de divergence à la hausse.

## Favoriser la résilience à long terme et la transition écologique

L'invasion russe en Ukraine a fait prendre conscience, avec plus d'acuité que jamais, du lien existant entre les objectifs de sécurité énergétique et les mesures d'atténuation du changement climatique. La poursuite du décaissement rapide et efficace des fonds du plan de relance « Next Generation EU » devrait contribuer à accélérer à la fois la diversification des approvisionnements en énergie et la transition verte. Il est possible de maximiser l'efficacité de ces politiques et d'instaurer des règles du jeu équitables grâce une coordination au niveau de l'UE et une conception minutieuse des mesures à prendre. Les actions budgétaires destinées à amortir l'impact des hausses de prix de l'énergie devraient être temporaires et dûment ciblées sur les plus vulnérables sans pour autant remettre en cause les incitations à réduire la consommation d'énergie, par exemple grâce au recours à des aides ciblées aux revenus plutôt qu'à des gels de prix et à des réductions d'impôts.

Au-delà des politiques budgétaires nationales, la nécessité de stimuler la résilience énergétique et la transition verte pourrait aussi justifier de mutualiser une partie des dépenses et des emprunts, notamment pour investir dans des infrastructures énergétiques communes essentielles. Compte tenu de la nécessité d'augmenter les investissements dans les énergies propres et dans les infrastructures énergétiques d'ici 2030, il est indispensable d'adopter, au niveau européen, un cadre d'action précis combinant signaux de prix et moyens d'action réglementaires et budgétaires. Enfin, parallèlement au durcissement continu de la politique monétaire, il convient de faire usage de toutes les marges de souplesse lors du réinvestissement du produit des obligations arrivant à échéance et, s'il y a lieu, de mobiliser d'autres instruments d'action, comme l'instrument de protection de la transmission destiné à limiter la fragmentation financière dans la zone euro.

# Perspectives économiques de l'OCDE

L'économie mondiale est confrontée à des difficultés grandissantes dans le contexte actuel, marqué par le plus grand choc sur le marché de l'énergie depuis les années 1970 et par la crise du coût de la vie pour de nombreux ménages affectés par une inflation galopante. Les *Perspectives économiques de l'OCDE, volume 2022, numéro 2*, mettent en évidence le déséquilibre et l'incertitude inhabituels des perspectives, les importants risques à la baisse liés à l'évolution des marchés de l'énergie et à l'augmentation des vulnérabilités financières avec le relèvement des taux d'intérêt, ainsi que les défis politiques associés. Des actions politiques bien ciblées et prises en temps opportun sont indispensables pour maintenir la stabilité économique, améliorer la sécurité énergétique et renforcer les perspectives de croissance future. Cette édition comporte une évaluation générale de la situation macroéconomique, et un chapitre résumant les évolutions et fournissant des projections par pays. Tous les pays membres de l'OCDE sont examinés, ainsi que certaines économies partenaires.

**Volume 2022/2**  
**N° 112, Novembre**



**IMPRIMÉ ISBN 978-92-64-98680-0**  
**PDF ISBN 978-92-64-79335-4**



9 789264 986800