

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Rapport intermédiaire

MARS 2009

TABLE DES MATIÈRES

	<i>Page</i>
ÉDITORIAL.....	5
CHAPITRE 1	
ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE	9
Vue d'ensemble.....	9
L'évolution de la crise financière mondiale.....	11
Évolution récente et conséquences futures	18
Perspectives de croissance	27
La dégradation pourrait être plus marquée que prévu.....	32
Mesures mises en œuvre et enjeux.....	34
Appendice 1.1 : Gérer la crise financière : les précédents de la Suède et du Japon.....	52
Bibliographie.....	57
Appendice 1.2 : Tableaux supplémentaires	59
CHAPITRE 2	
ÉVOLUTIONS DANS CERTAINS PAYS MEMBRES DE L'OCDE ET DANS CERTAINES ÉCONOMIES NON MEMBRES.....	69
États-Unis.....	69
Japon	73
Zone euro	77
Allemagne	80
France.....	83
Italie	86
Royaume-Uni	90
Canada.....	94
Brésil	97
Chine	100
Inde	103
Fédération de Russie	106

CHAPITRE 3

EFFICACITÉ ET AMPLEUR DE LA RELANCE BUDGÉTAIRE	109
Introduction et résumé	109
Mesures budgétaires en réponse à la crise	112
Justification possible de nouvelles mesures budgétaires discrétionnaires dans la crise actuelle	121
Marges d'action pour une politique budgétaire discrétionnaire : préserver la viabilité budgétaire	123
La conception optimale des mesures de relance budgétaire	133
Coordination et retombées	138
Appendice 3.1 : Principes méthodologiques pour l'évaluation des programmes budgétaires	142
Appendice 3.2 : Multiplicateurs détaillées, par pays et par instrument	144
Appendice 3.3 : Modèle de simulation de la relance – lien avec les taux d'intérêt	145
Appendice 3.4 : Les effets de politique budgétaire dans un modèle DSGE	149
Bibliographie.....	152

Résumé des prévisions

	2008	2009	2010	2008										Quatrième trimestre		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2008	2009	2010
Pourcentage																
Croissance du PIB en volume																
États-Unis	1.1	-4.0	0.0	-0.5	-6.2	-7.2	-4.3	-1.8	-0.4	0.5	0.9	1.2	1.8	-0.8	-3.5	1.1
Japon	-0.6	-6.6	-0.5	-1.4	-12.1	-10.9	-3.3	-2.8	-0.4	0.0	0.1	0.7	0.9	-4.3	-4.4	0.4
Zone euro	0.7	-4.1	-0.3	-1.1	-5.9	-6.8	-4.2	-2.2	-0.8	0.2	0.7	1.1	1.4	-1.4	-3.5	0.8
Autres pays ¹	1.9	-3.9	0.3	0.3	-8.6	-5.0	-3.6	-2.3	-0.8	0.8	1.7	2.5	3.1	-1.5	-2.9	2.0
OCDE total	0.9	-4.3	-0.1	-0.7	-7.1	-7.0	-4.0	-2.1	-0.6	0.4	0.9	1.4	1.8	-1.5	-3.4	1.1
Inflation²																
Variation en glissement																
États-Unis	3.8	-0.4	0.5	5.2	1.5	0.2	-0.6	-1.8	0.5	0.8	0.6	0.4	0.3			
Japon	1.4	-1.2	-1.3	2.1	1.0	0.0	-0.9	-2.0	-1.7	-1.3	-1.2	-1.3	-1.3			
Zone euro	3.3	0.6	0.7	3.8	2.3	1.1	0.6	0.1	0.6	0.9	0.8	0.6	0.5			
Taux de chômage³																
États-Unis	5.8	9.1	10.3	6.0	6.9	8.1	9.0	9.5	9.8	10.1	10.3	10.4	10.5			
Japon	4.0	4.9	5.6	4.0	4.0	4.4	4.7	5.0	5.3	5.5	5.6	5.6	5.7			
Zone euro	7.5	10.1	11.7	7.4	8.0	9.0	9.7	10.5	11.1	11.5	11.7	11.8	11.9			
Autres pays ¹	5.6	7.8	9.4	5.5	6.0	6.8	7.5	8.1	8.6	9.0	9.3	9.5	9.6			
OCDE total	6.0	8.4	9.9	6.0	6.5	7.5	8.2	8.8	9.3	9.6	9.8	10.0	10.1			
Croissance du commerce mondial																
commerce mondial	2.5	-13.2	1.5	2.4	-23.8	-22.7	-11.8	-4.9	0.4	3.3	4.7	5.9	6.9	-4.8	-10.2	5.2
Solde des administrations publiques⁴																
États-Unis	-5.8	-10.2	-11.9													
Japon	-2.6	-6.8	-8.4													
Zone euro	-1.8	-5.4	-7.0													
OCDE total	-3.0	-7.2	-8.7													
Taux d'intérêt à court terme																
États-Unis	3.2	1.2	0.7	3.2	3.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	0.7	0.5	0.4			
Japon	0.7	0.6	0.3	0.7	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2			
Zone euro	4.7	1.3	0.6	5.0	4.6	2.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4	0.4			

Note La croissance du PIB, l'inflation (croissance de l'indice des prix à la consommation) et la croissance du commerce mondial (moyenne arithmétique des importations et des exportations mondiales en volume) sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables (sauf inflation) et exprimées en taux annualisés. Les trois dernières colonnes sont en taux de croissance annuels. Les taux d'intérêt sont : États-Unis : eurodollar à 3 mois ; Japon : certificat de dépôt à 3 mois ; zone euro : taux interbancaire à 3 mois.

Les hypothèses sur lesquelles sont fondées les prévisions sont les suivantes :

- les politiques budgétaires sont prises en considération si elles sont adoptées ou doivent l'être prochainement;
- les taux de change restent inchangés par rapport à leur niveau du 9 mars 2009 ; en particulier 1 dollar = 98.77 yen et 0.79 euros ;
- prix du baril de pétrole brut Brent = 45\$;

Les prévisions ont été établies à partir de données collectées avant la date limite du 20 mars 2009.

1. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.
 2. États-Unis : Indice de prix à la consommation, Japon : Indice des prix à la consommation, Zone euro : Indice des prix à la consommation harmonisé.
 3. En pourcentage de la population active.
 4. En pourcentage du PIB.
- Source : OCDE.

ÉDITORIAL

RÉCESSION MONDIALE : QUELLE RÉPONSE ?

L'économie mondiale est en proie à sa récession la plus profonde et la plus synchronisée depuis des décennies. Cette récession, due à la crise financière, est aggravée par l'effondrement des échanges. Les tensions financières et la faiblesse de la confiance pèsent sur la production et l'emploi dans les pays de l'OCDE et les pays non membres. À leur tour, la contraction de l'activité et la baisse des revenus dégradent les bilans bancaires, ce qui amplifie la récession.

Ces évolutions nous ont conduits à établir, en vue du Sommet du G20 qui aura lieu à Londres cette semaine, des *Perspectives économiques intermédiaires* consacrées plus particulièrement aux politiques économiques nécessaires pour favoriser une reprise soutenue. Il faut souligner d'emblée que, dans le climat actuel, toute prévision est entourée d'une exceptionnelle incertitude, surtout en ce qui concerne les hypothèses sur le rythme d'amélioration de la situation financière et sur l'efficacité des plans massifs de relance macroéconomique qui sont en place ou en voie d'exécution.

Compte tenu de cette incertitude, nous prévoyons que la contraction actuelle de l'activité économique s'accroîtra cette année, avant qu'une reprise induite par les politiques mises en œuvre s'installe progressivement en 2010. Aux États-Unis, au Japon, dans la zone euro et dans l'ensemble de la zone de l'OCDE, la production baissera de 4 à 7 % cette année et restera généralement stagnante l'an prochain. Les grandes économies qui ne font pas partie de la zone de l'OCDE ne sont pas épargnées par un brusque ralentissement de la croissance ou une récession pure et simple. La croissance du PIB mondial en termes réels devrait se ralentir de 2¾ pour cent cette année avant de regagner 1¼ pour cent en 2010.

Ce sombre scénario s'explique par l'ampleur de la réaction négative de la demande mondiale privée à la conjonction de trois facteurs : l'étranglement du crédit, les effets négatifs de patrimoine dus à la baisse des prix immobiliers et des cours des actions, et une perte de confiance généralisée. L'une des conséquences de cette récession très synchronisée sera une sous-utilisation exceptionnelle des ressources, qui ramènera les taux d'inflation à un niveau proche de zéro dans plusieurs pays de l'OCDE et, dans certains cas, il y aura même baisse des prix.

Cette prévision suppose que les tensions sur les marchés de capitaux s'atténuent vers la fin de 2009, mais les risques restent nettement orientés à la baisse. Le danger le plus grave est qu'avec l'affaiblissement de l'économie réelle, la santé des institutions financières se dégrade davantage, les obligeant à réduire leurs prêts plus qu'il n'est envisagé dans les prévisions centrales de ces *Perspectives*. Autre risque, l'action des gouvernements pourrait se révéler insuffisante pour rétablir la stabilité et la confiance sur les marchés de capitaux. De plus, certaines économies d'Europe centrale et de l'Est, de même qu'un nombre croissant d'économies en développement, pourraient connaître une crise de leurs paiements extérieurs et de leur secteur bancaire national ; cela aggraverait la récession mondiale et augmenterait la demande de financements extérieurs. Ce qui pourrait contrebalancer ces risques, c'est que les efforts nationaux et internationaux déployés pour régler les problèmes des marchés de capitaux et les vastes plans de relance macroéconomique actuellement mis en place produisent leurs effets plus tôt et se révèlent plus efficaces que prévues, avançant ainsi la reprise et accélérant son rythme.

La récession aura un large impact sur nos sociétés. Le chômage augmentera fortement dans tous les pays de l'OCDE, avec une pointe en 2010 ou au début de 2011, et dans la majorité des pays, il dépassera 10 % pour la première fois depuis le début des années 90. Il doublera quasiment par rapport à son niveau de 2007 dans les pays du G7, où l'on comptera environ 36 millions de chômeurs à la fin de 2010. On voit donc combien il faudra que la politique de l'emploi et la politique sociale viennent compléter et renforcer l'action de stabilisation macroéconomique pour que les travailleurs trouvent un emploi et pour empêcher autant que possible une aggravation du chômage structurel. Dans le même temps, il faudra sans doute renforcer, pour la durée de la récession, les mesures destinées à atténuer ses effets, au moyen d'un filet efficace de protection sociale et de dispositifs en faveur des catégories les plus vulnérables. Mais il sera crucial de ne pas répéter les erreurs des années 70 et 80, lorsque beaucoup de pays ont essayé de faire reculer le chômage en encourageant la préretraite, car cela ne fera que réduire la population active et freiner la croissance sans augmenter l'emploi total.

Une mesure essentielle pour stopper l'« hémorragie économique » en cours est de concevoir et d'appliquer sans retard une stratégie cohérente s'attaquant de front au désordre qui règne sur les marchés de capitaux. Il faut pour le moment maintenir les garanties des dépôts et des créances, les mécanismes d'assurance et les autres mesures qui ont permis de créer un minimum de stabilité. Mais ce qui est surtout nécessaire, c'est une action décisive à l'égard des actifs bancaires en difficulté et des problèmes plus larges que pose la solvabilité des banques ; c'est ainsi qu'on reconstituera l'offre de crédit et qu'on restaurera la confiance que doivent inspirer les marchés de capitaux. Pour cela, il faut faire toute la lumière sur les pertes et les actifs douteux, dissocier les établissements qui sont viables de ceux qui ne le sont pas et, si nécessaire, recapitaliser, ou en dernier ressort nationaliser, les institutions financières insolvables. Il faut aussi s'efforcer de faire accepter à l'opinion publique que ces mesures indispensables seront très coûteuses et qu'elles le seront d'autant plus si l'on tarde à agir.

Des mesures supplémentaires de relance macroéconomique sont également cruciales pour freiner la baisse de la demande globale. Il faut utiliser à plein les mesures classiques de politique monétaire en maintenant ou en ramenant les taux directeurs à un niveau proche de zéro et en s'engageant à les maintenir à ce niveau pendant un certain temps. Les autorités monétaires doivent en outre être prêtes à commencer d'utiliser ou à utiliser davantage les mesures directes destinées à stimuler le crédit, à améliorer la liquidité des marchés et à limiter les pressions déflationnistes. À moyen terme, les banques centrales devraient réévaluer les cadres actuels de politique monétaire et les possibilités qu'ils offrent de réagir aux effets déstabilisants d'un gonflement du crédit et d'une bulle des prix des actifs. À cet égard, l'enjeu primordial sera de déterminer comment privilégier davantage les problèmes de stabilité financière sans qu'en souffre l'engagement de la politique monétaire à préserver la stabilité des prix.

Les mesures discrétionnaires de politique budgétaire jouent déjà un grand rôle dans les pays de l'OCDE et dans un grand nombre de pays non membres. La nécessité et l'ampleur d'une relance budgétaire plus ambitieuse que celle qui est actuellement prévue dépendent de la situation de chaque pays, et en particulier de l'intensité des effets négatifs de la crise, de l'importance des stabilisateurs automatiques et du niveau de l'endettement public. Selon ces critères, les gouvernements de certains pays devraient envisager de nouvelles mesures discrétionnaires de relance budgétaire.

À en juger par son évolution actuelle et par la gravité de la récession, la dette publique devrait nettement augmenter et, dans de nombreux pays, les craintes qui en découlent font déjà pression à la hausse sur les taux des obligations. Si l'on veut maîtriser ces pressions, il faudra rendre crédible un retour à la viabilité budgétaire. Concevoir les mesures de relance de façon qu'elles soient expressément temporaires ou facilement réversibles, renforcer le cadre d'action budgétaire et réagir dès à présent aux problèmes à

long terme de viabilité des finances publiques qui sont liés aux dépenses pour les retraites et pour la santé seraient tous utiles dans tous les cas pour instaurer cette crédibilité. De plus, en s'efforçant d'enrayer les effets négatifs de la récession sur la production soutenable de long terme, on limitera l'affaiblissement des budgets publics qui en résulte.

Parce que la relance budgétaire dans un pays a des retombées dans d'autres, la coordination internationale a un rôle à jouer pour doser correctement la relance. Même si une coordination budgétaire explicite est improbable, il faudrait rechercher un consensus sur deux points : la gravité de la récession et les mesures nécessaires pour y faire face. Dans le cas des mesures d'urgence concernant les marchés de capitaux, plus de coordination sera souhaitable pour toute stratégie de sortie, car les pays, s'ils agissent isolément, auront du mal à démanteler de façon ordonnée les mesures exceptionnelles qui sont actuellement nécessaires.

Au-delà de ces mesures immédiates, il faut réformer le système financier pour empêcher des crises similaires à l'avenir tout en préservant le rôle vital des marchés de capitaux dans la mobilisation des financements, leur répartition et le contrôle de leur utilisation. Premièrement, il faudra supprimer ou modifier celles des mesures financières d'urgence qui ont accentué l'aléa moral, amplifié la prise de risque et augmenté la taille des institutions financières. Deuxièmement, un vaste effort coordonné à l'échelle internationale devra s'attaquer aux dysfonctionnements des marchés et aux défaillances réglementaires qui, ensemble, ont provoqué cette crise financière mondiale. Parmi les dossiers qu'il faudra traiter et régler, on citera l'opacité sans précédent de la négociation des instruments financiers et des bilans des institutions financières, l'ampleur des interventions publiques qui ont eu des effets de distorsion (notamment le rôle des entreprises parapubliques et des garanties de prêts hypothécaires), les régimes inadaptes de rémunération qui faussent les incitations dans le sens d'une prise de risque excessive, l'influence pernicieuse des notations externes et des modèles internes déficients d'évaluation et de gestion des risques, les incohérences et le caractère procyclique de la réglementation bancaire et la fragmentation de la surveillance financière.

Dans certains pays, des mesures ont été prises pour aider des activités non financières, voire certaines entreprises. De plus, certaines aides ont privilégié les prêts des institutions financières aux entreprises nationales ou ont introduit des restrictions pour les marchés publics à l'égard des entreprises étrangères. Tout cela fausse la concurrence et l'allocation des ressources en retardant la sortie des producteurs qui ne sont pas compétitifs, à moins que l'aide soit subordonnée à des plans ambitieux et crédibles de restructuration assortis de délais strictement appliqués.

Ces mesures d'aide peuvent faire également obstacle aux échanges, avec le risque de mesures protectionnistes de représailles qui se révéleraient extrêmement coûteuses. À ce jour, les mesures aux frontières qui ont été prises pour protéger les marchés nationaux restent limitées. La déclaration du G20 de novembre dernier a indéniablement contribué à ce résultat. Mais quelques pays ont adopté des mesures frontalières et intrafrontalières qui peuvent réduire les échanges. La confirmation et la prorogation de l'accord de statu quo par tous les pays démontreraient l'attachement à des marchés concurrentiels et ouverts.

Bien qu'on ait parfois qualifié cette sévère récession mondiale de « grande récession », on reste loin d'une nouvelle « grande dépression » comme celle des années 30, grâce à la qualité et à l'intensité des mesures que les gouvernements prennent actuellement. La « grande dépression » avait été aggravée par de terribles erreurs de politique économique, depuis les mesures monétaires restrictives jusqu'à la politique du « chacun pour soi », prenant la forme de protections commerciales et de dévaluations compétitives. En revanche, l'actuelle récession a généralement suscité les bonnes réponses.

En définitive, les gouvernements, individuellement et collectivement, devront poursuivre l'action indispensable dans huit domaines : *i*) ils devront s'attaquer encore plus vigoureusement à la crise financière persistante en adoptant les mesures nécessaires pour stabiliser les institutions importantes du point de vue systémique, réduire l'incertitude sur les marchés et remédier à leur illiquidité, et relancer les prêts bancaires. Cela veut dire qu'il faudra éliminer les actifs toxiques et favoriser une recapitalisation des banques, si nécessaire par voie de nationalisation ; *ii*) les pays qui disposent encore d'une marge de manœuvre devront poursuivre l'assouplissement monétaire et budgétaire à mesure que la récession s'approfondira ; *iii*) il faudra éviter la protection commerciale déguisée prenant la forme d'aides et de subventions en faveur des entreprises nationales des secteurs autres que financier, aussi bien durant la crise qu'après ; *iv*) lorsqu'on en sera arrivé à une reprise soutenue, il faudra être prêt à démanteler rapidement et énergiquement les mesures financières d'urgence et la relance budgétaire et monétaire, afin d'assurer à moyen terme la stabilité macroéconomique et financière ; *v*) il faudrait que les pays collaborent étroitement pour s'entendre sur un cadre mondial en vue d'une régulation et d'une surveillance plus efficaces des marchés de capitaux ; *vi*) il faudrait renforcer le caractère anticyclique du comportement des banques en adoptant des réglementations macroprudentielles adéquates, complétées par des règles de politique budgétaire et monétaire délibérément anticycliques ; *vii*) les gouvernements devraient continuer d'œuvrer à l'intégration du commerce mondial, unilatéralement et multilatéralement, en menant à bien le cycle de Doha, tout en veillant à une intégration plus étroite des marchés mondiaux de capitaux ; *viii*) il faudrait poursuivre les réformes structurelles pour qu'au niveau national le marché du travail et les marchés de produits soient plus concurrentiels afin d'améliorer les perspectives de croissance à long terme et de renforcer la résilience en cas de choc négatif.

Le 30 mars 2009



Klaus Schmidt-Hebbel
Économiste en chef

CHAPITRE 1

ÉVALUATION GÉNÉRALE DE LA SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Vue d'ensemble

L'économie de la zone OCDE connaît une profonde récession et l'activité va continuer de se contracter jusqu'en 2010

L'économie de la zone OCDE est actuellement en proie à la récession la plus profonde et la plus généralisée qu'elle ait connue depuis plus de 50 ans (tableau 1.1). La production a diminué dans presque tous les pays de l'OCDE au cours des six derniers mois et, comme l'activité accuse un vif ralentissement dans les pays non membres, la croissance mondiale est devenue négative. Le resserrement des conditions financières et une perte de confiance généralisée continueront de peser sur l'activité cette année,

Tableau 1.1. **La croissance s'effondre**
Total OCDE (sauf indication contraire)

	Moyenne						2008	2009	2010
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	T4	T4	T4
	Pourcentage								
Croissance du PIB en volume¹	2.7	3.1	2.7	0.9	-4.3	-0.1	-1.5	-3.4	1.1
États-Unis	3.2	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0	-0.8	-3.5	1.1
Zone euro	2.1	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3	-1.4	-3.5	0.8
Japon	1.1	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5	-4.3	-4.4	0.4
Écart de production²	-0.2	0.7	1.0	-0.4	-6.5	-8.5			
Taux de chômage³	6.6	6.0	5.6	6.0	8.4	9.9	6.5	9.3	10.1
Solde des administrations publiques⁴	-2.2	-1.3	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7			
<i>Pour mémoire</i>									
Croissance du commerce mondial	7.0	9.5	6.9	2.5	-13.2	1.5			
Croissance du PIB mondial en volume⁵	3.4	4.3	4.1	2.2	-2.7	1.2			

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

2. Pourcentage du PIB potentiel. Les estimations de la production potentielle n'ont pas été révisées et n'incorporent donc pas une réduction possible de l'offre résultant implicitement du ralentissement de l'activité.

3. Pourcentage de la population active.

4. Pourcentage du PIB.

5. Pays de l'OCDE plus le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine seulement, représentant 82% du PIB mondial pondéré par les PIB en parités de pouvoir d'achat de 2000.

Source : OCDE.

avant qu'une reprise tirée par les mesures de relance ramène la croissance près de son potentiel vers la fin de 2010. D'ici là, la sous-utilisation des capacités aura atteint un niveau exceptionnel dans la zone OCDE, avec un taux de chômage supérieur à 10 % aux États-Unis et dans la zone euro. De ce fait, le taux d'inflation tombera au voisinage de zéro dans plusieurs pays, et le niveau des prix baissera même dans quelques-uns.

La dégradation risque d'être plus prononcée que prévu

L'incertitude entourant cette prévision est exceptionnellement élevée, mais il n'est pas exclu que la situation évolue plus défavorablement qu'on ne le prévoit ici. En particulier, la faiblesse de l'économie réelle pourrait conduire à une dégradation encore plus prononcée de la santé des établissements financiers, obligeant ces derniers à réduire leurs prêts -- avec des conséquences défavorables pour la croissance -- et accentuant ainsi les effets de rétroaction négatifs qui sont déjà plus marqués qu'on ne l'avait anticipé. Il est à craindre, également, que les mesures prises par les autorités ne suffisent pas à rétablir la stabilité sur les marchés financiers et que la reprise s'en trouve retardée. En revanche, une réponse convaincante et globale des autorités aux problèmes des marchés financiers pourrait provoquer un regain de confiance plus rapide que ne le supposent les prévisions. De même les fortes mesures de relance déjà décidées ou à venir pourraient avoir des effets plus immédiats et plus efficaces qu'on ne le pense. Dans un cas comme dans l'autre, la reprise pourrait être plus précoce et plus soutenue que prévu.

Pour les autorités, les priorités sont les suivantes :

Les mesures à prendre pour permettre à l'économie de sortir de la récession peuvent se résumer comme suit :

Réparer le système financier et mettre en place un cadre réglementaire viable,...

- *Politique financière.* D'importantes interventions publiques sur les marchés financiers ont empêché le risque d'un effondrement et permis une certaine stabilisation. Toutefois, une intermédiation financière efficace est indispensable à une reprise économique soutenue. Il faudra donc rechercher une solution globale et crédible permettant d'isoler les actifs toxiques détenus par les banques et de les traiter de façon systématique. Les autorités devront en outre procéder aux injections de capitaux nécessaires pour permettre aux banques de continuer à accorder des prêts. Il faudra également définir clairement les principaux éléments de l'architecture réglementaire de l'après-crise, car les marchés financiers sont intrinsèquement tournés vers l'avenir et ne peuvent pas commencer à fonctionner efficacement avant de savoir comment la réglementation va influencer sur les risques et les rendements.

... mener une politique monétaire très souple, y compris en ayant recours à des mesures peu classiques,...

- *Politique monétaire.* L'effondrement de la demande a provoqué une réaction vigoureuse sur le plan de la politique monétaire. À l'arrivée, les moyens d'action classiques, comme le maintien ou l'abaissement des taux directeurs à des niveaux proches de zéro, doivent être pleinement utilisés. En outre, afin de rétablir le fonctionnement des marchés financiers ou de limiter le risque de déflation, la politique monétaire peut et doit, le cas échéant,

soutenir davantage encore l'activité par des mesures supplémentaires comme l'expansion et la diversification des bilans des banques centrales. Cela suppose en particulier que celles-ci fournissent massivement des liquidités aux banques et achètent une vaste gamme d'actifs dans les pays où les marchés de capitaux jouent un rôle déterminant dans le financement de l'économie.

... mettre en œuvre une politique budgétaire expansionniste si les conditions le permettent...

- *Politique budgétaire.* Tout en laissant les stabilisateurs automatiques jouer leur rôle, la quasi-totalité des pays de l'OCDE ont adopté des mesures délibérées de relance budgétaire. L'ampleur de la relance varie toutefois selon les pays, reflétant des facteurs tels que la puissance des stabilisateurs automatiques et les situations budgétaires initiales. La question de savoir si une relance budgétaire plus ambitieuse qu'on ne le prévoit actuellement serait appropriée dépend de la situation de chaque pays. Pour ceux qui se trouvaient initialement dans une position très défavorable sur le plan budgétaire, la marge de manœuvre est limitée. Pour les autres, les coûts et avantages d'une relance plus marquée sont variables. Dans certains d'entre eux, un soutien supplémentaire se justifierait pour atténuer la contraction attendue de l'activité ; dans d'autres, une stimulation plus prononcée serait nécessaire si l'activité venait à fléchir de façon encore plus sensible qu'on ne le prévoit actuellement. Tout plan de relance ambitieux devra s'accompagner d'un engagement crédible envers une diminution et une inversion des mesures de stimulation une fois que la reprise sera engagée, afin d'éviter une réaction défavorable des taux d'intérêt à long terme.

... et appliquer des politiques actives d'emploi

- *Politiques structurelles.* Pour éviter que le chômage conjoncturel élevé ne prenne un caractère structurel, il importe de mener une politique active en matière d'emploi. Il faut absolument éviter de commettre les mêmes erreurs qu'au cours des précédentes récessions, où l'on avait réduit l'offre de main-d'œuvre et érigé des barrières protectionnistes. Sur ce dernier point, la prolifération des programmes de soutien aux secteurs financier et non financier représente un risque non négligeable.

L'évolution de la crise financière mondiale

La crise financière a débouché sur une crise du crédit

La crise financière est aujourd'hui exacerbée par les effets en retour de la faiblesse de l'économie réelle sur les marchés financiers, avec des marchés boursiers déprimés et instables et une forte aversion à l'égard du risque. L'action sans précédent menée par les autorités a pris la forme d'un assouplissement classique de la politique monétaire et de toute une série des mesures novatrices, reposant sur des opérations de bilan des banques centrales et diverses interventions directes de l'État dans le système bancaire. Il reste à voir si ces mesures, décrites en détail ci-après, seront suffisantes pour permettre à la situation de se stabiliser et au crédit de redémarrer normalement. Cependant, la crise pèse aussi sur la demande de

crédit, par le biais d'effets de patrimoine et de confiance négatifs et de la contraction de l'activité.

La panique qui s'est emparée des marchés monétaires s'est atténuée, mais la situation des banques demeure préoccupante...

La panique qui s'est emparée des marchés monétaires à la suite de la déclaration de faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre 2008 s'est atténuée sous l'effet des mesures mises en œuvre par les autorités pour soutenir les établissements financiers. Les écarts entre les taux des prêts interbancaires non garantis et les taux anticipés de l'argent au jour le jour ont sensiblement diminué après avoir atteint des niveaux très élevés au dernier trimestre de 2008. Cependant, le coût de l'assurance des emprunts des banques contre le risque de défaillance, qui avait diminué après que le G7 avait déclaré, dans son communiqué du 10 octobre 2008, que tout serait fait pour éviter la faillite des institutions financières importantes d'un point de vue systémique, s'est à nouveau creusé début février, face aux craintes de plus en plus vives suscitées par la solvabilité d'un certain nombre de grands établissements et au risque associé de dégradation durable de la valeur de leurs obligations (graphique 1.1).

Graphique 1.1 Les taux des swaps sur défaillance des banques

Dernière observation: 23 mars 2009



Note : Moyennes des taux des swaps sur défaillance à cinq ans du secteur bancaire sur les obligations de premier rang des banques les plus importantes.

Source : Datastream.

... notamment en termes de capitalisation

Les injections de capitaux dans les banques correspondent aux pertes et dépréciations d'actifs réalisées jusqu'ici. Depuis la mi-2007, les 70 plus grandes banques du monde ont levé pour 835 milliards de dollars de capitaux, soit plus que le montant de près de 800 milliards de pertes et de dépréciations d'actifs enregistrées au cours de la même période¹. Néanmoins, la position des banques reste préoccupante, pour plusieurs raisons. Premièrement, la baisse des prix des actifs toxiques n'a pas été totalement prise en compte après l'assouplissement des règles de

1. www.bloomberg.com, 25 février 2009.

comptabilisation aux prix du marché. Deuxièmement, les indices actuels des prix des titres adossés à des actifs surestiment peut-être encore la véritable valeur de ces titres². Troisièmement, les pertes sur prêts vont continuer de s'accumuler sous l'effet de la contraction de l'activité économique. Les portefeuilles de prêts bancaires sont particulièrement exposés à la récession dans le secteur immobilier : les prêts hypothécaires non titrisés représentent 11 % des actifs bancaires dans la zone euro et 14 % aux États-Unis, où les prêts hypothécaires commerciaux non titrisés représentent en plus 15 % des actifs des banques commerciales³. Enfin, la crise et les incertitudes entourant les futures dispositions réglementaires poussent sans doute les investisseurs à exiger des réserves en capital plus importantes.

Le crédit bancaire fléchit...

Le crédit bancaire au secteur privé a déjà diminué et devrait encore fléchir dans le court terme. Le ralentissement est manifeste pour toutes les catégories d'emprunteurs au cours des derniers mois de 2008 et au début de 2009 aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 1.2) ; les statistiques mensuelles montrent que la croissance du crédit est devenue très faible et qu'elle est même négative aux États-Unis (graphique 1.3). Un nouveau fléchissement est à attendre à mesure que les emprunteurs épuiseront les lignes de crédit qui leur avaient été accordées précédemment et en raison des effets décalés du resserrement des conditions de crédit appliquées par les banques (encadré 1.1) et de la réduction de la demande de prêts bancaires sous l'effet de la récession économique.

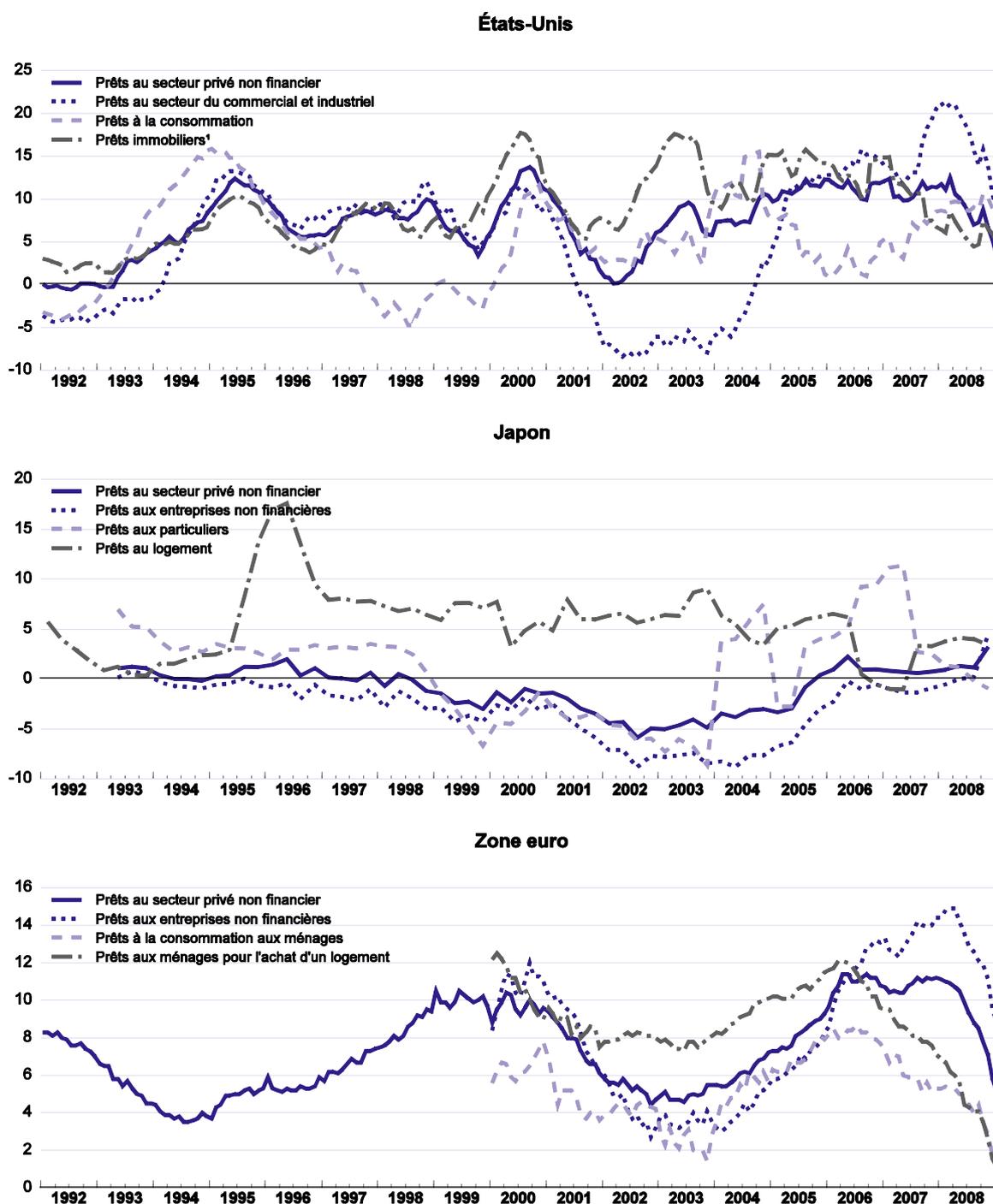
... mais les marchés des valeurs mobilières semblent se redresser

Si le secteur bancaire suscite des inquiétudes dans la plupart des pays, certains signes donnent à penser, dans les pays où les marchés de valeurs mobilières sont importants et où des mesures énergiques ont été prises, en premier lieu les États-Unis, que le marché du crédit aux entreprises non financières recommence à fonctionner. Depuis le point bas de septembre 2008, les émissions obligataires des sociétés non financières des États-Unis ont plus que doublé, atteignant en janvier 2009 un niveau mensuel supérieur de 16 % à leur moyenne sur dix ans. De même, les émissions obligataires des sociétés non financières du Royaume-Uni ont plus que

-
2. D'après les indices ABX des CDO (*collateralised debt obligations* – obligations adossées à des actifs) d'ABS (*asset-backed securities* – titres adossés à des actifs) émises en 2006-2007 (pour un montant total d'environ 450 milliards de dollars), celles-ci ne valaient plus qu'environ 40 % de leur valeur nominale à la fin de février. Cependant, pour les 100 milliards de dollars environ de CDO d'ABS qui ont été liquidées jusqu'ici, le taux de recouvrement moyen sur les titres de premier rang des tranches notées AAA n'a atteint que 23 % (cf. *Financial Times*, 27 février 2009). Avec un taux de recouvrement aussi bas, la perte supplémentaire serait de l'ordre de 75 milliards de dollars.
 3. Dans l'hypothèse d'un taux de perte en cas de défaut de 28 % (FRB Staff, 2003), si les taux d'impayés sur les prêts immobiliers commerciaux aux États-Unis atteignaient les mêmes sommets qu'au début des années 90 (13 %), les banques commerciales subiraient des pertes de près de 60 milliards de dollars sur leurs portefeuilles de prêts. Cette estimation ne tient pas compte des pertes subies par les banques commerciales du fait de la dépréciation des titres adossés à des hypothèques commerciales qu'elles détiennent, ni des pertes des autres établissements financiers.

Graphique 1.2. Le crédit bancaire marque un ralentissement

En glissement annuel



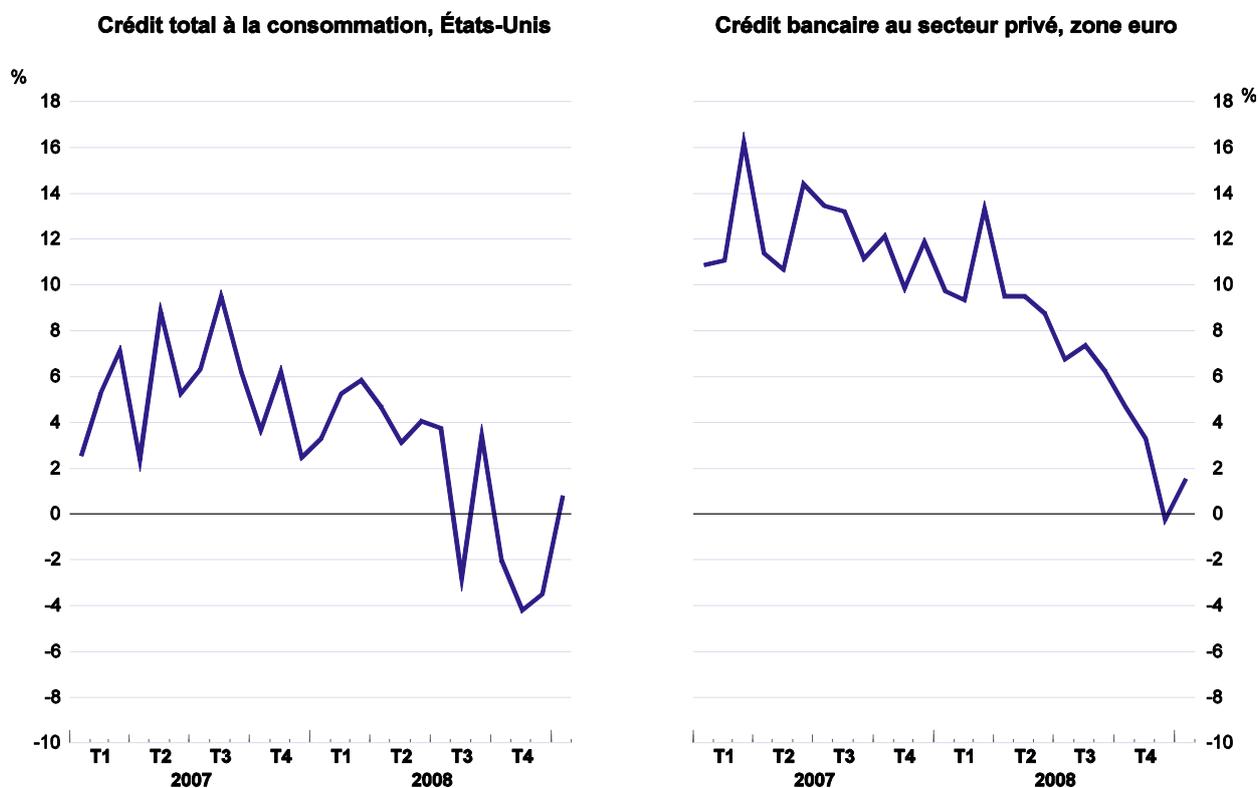
Note : États-Unis : ensemble des banques commerciales ; Zone euro : institutions financières monétaires ; Japon : ensemble des banques. Les taux de variation en glissement annuel sont calculés sur la base des encours en fin de période. Pour la zone euro, ceux-ci sont corrigés des reclassements, des variations des taux de change et de tout autre facteur indépendant des transactions.

1. La définition des prêts immobiliers, aux États-Unis est plus large que celle des prêts au logement, car elle comprend aussi les prêts concernant l'immobilier commercial. En outre, dans le cas des États-Unis et du Japon, les prêts immobiliers/au logement peuvent aussi recouvrir des prêts au secteur des entreprises.

Source : Datastream.

Graphique 1.3. Le crédit commence à manifester des signes de contraction

Pourcentage de variation mensuel annualisé des encours corrigés des variations saisonnières



Note : Les données relatives à la zone euro sont corrigées des effets de la titrisation

Source : Datastream et BCE.

quintuplé entre le creux d'octobre-novembre 2008 et décembre 2008-janvier 2009, atteignant un niveau supérieur au double de leur moyenne sur cinq ans⁴.

Globalement, les conditions financières demeurent extrêmement tendues dans la zone OCDE...

Globalement, néanmoins, les conditions financières demeurent extrêmement tendues. L'indicateur des conditions financières calculé par l'OCDE (graphique 1.4) synthétise un ensemble de paramètres financiers qui influent sur l'activité économique, comme les écarts de taux sur les obligations de sociétés, qui restent élevés malgré une légère détente récente (en particulier aux États-Unis), les conditions de prêt appliquées par les banques, extrêmement restrictives même si elles ne semblent pas devoir être encore durcies, les prix des actions et des logements, qui ont fortement baissé, entraînant une réduction du patrimoine et de la consommation des ménages, les taux directeurs et les taux des obligations d'État, qui ont accusé des reculs prononcés, et les taux de change, qui ont baissé dans certains pays et se sont appréciés dans d'autres, en particulier le Japon.

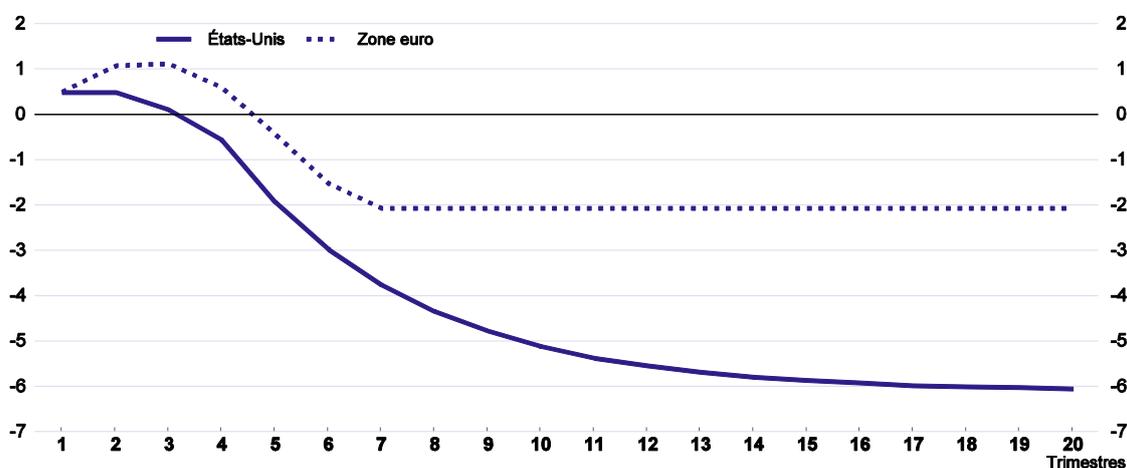
4. Ces ratios ont été calculés après désaisonnalisation des statistiques de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre.

Encadré 1.1. La réaction du crédit bancaire au durcissement des conditions de prêt

Au cours du premier semestre de 2008, le durcissement des conditions de prêt s'est accompagné d'une accélération du crédit aux entreprises aux États-Unis et dans la zone euro. Le crédit n'a commencé à marquer un net ralentissement qu'au second semestre. Ce décalage entre le resserrement des conditions de prêt et le ralentissement du crédit semble s'être déjà produit dans le passé. De simples régressions de la croissance du crédit bancaire au secteur des entreprises non financières sur la croissance du PIB et un indicateur des conditions de crédit révèlent que, pour la zone euro et les États-Unis, un durcissement annoncé des conditions de prêt se traduit à court terme (contre toute attente) par une accélération du crédit (cf. Guichard, Haugh et Turner, 2009, pour une analyse économétrique détaillée). Cependant, à long terme, on observe comme on peut s'y attendre un ralentissement de la croissance du crédit bancaire. Si l'on traduit les effets dynamiques estimés en taux de croissance en glissement annuel, un délai de quatre trimestres ou plus s'écoule généralement avant qu'un durcissement des conditions de crédit aboutisse à un ralentissement de l'expansion du crédit (graphique). Néanmoins, les résidus de ces équations incitent à penser que le décalage a été exceptionnellement long cette fois-ci.

Réaction du crédit bancaire au secteur des entreprises non financières à la suite d'un durcissement des conditions de prêt

(Pourcentage de variation en glissement annuel)



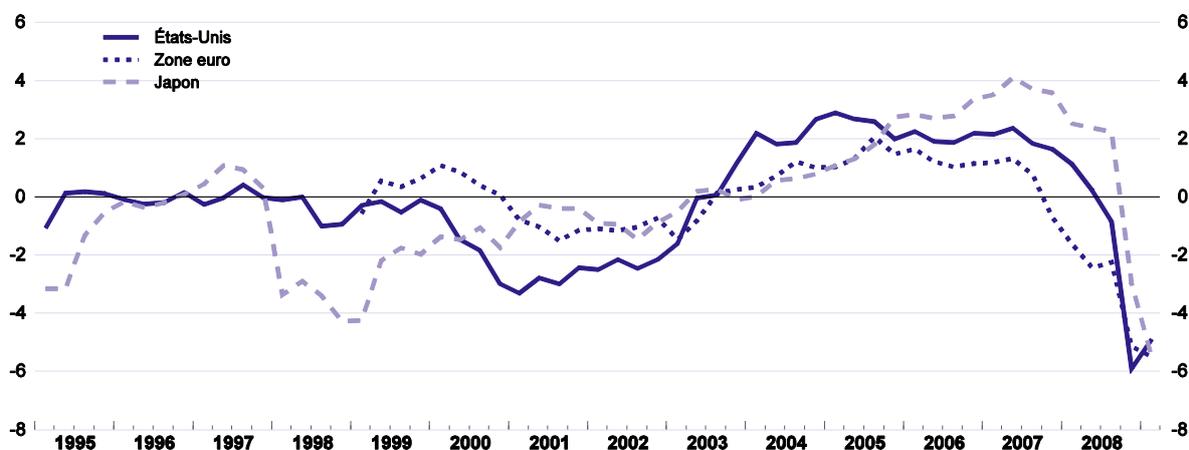
Note : Le graphique indique la réaction du crédit bancaire à une augmentation d'un écart type des conditions de crédit mesurées par l'enquête auprès des chargés de prêts (soit, dans les deux cas, une augmentation d'environ 20 points de la proportion de banques faisant état d'un durcissement des conditions de prêt).

Source : Datastream; et calculs de l'OCDE.

Plusieurs facteurs ont vraisemblablement contribué au retard inhabituel de la réaction du crédit à un resserrement des conditions de prêt. Premièrement, aux États-Unis, les lignes de crédit préexistantes semblent avoir été utilisées plus complètement que lors du précédent épisode de resserrement du crédit, au début des années 2000, et plus rapidement qu'en 1990-92 (Guichard *et al.*, 2009). Cela tient sans doute à la réduction particulièrement prononcée des émissions de billets de trésorerie, à la crainte d'une pénurie de liquidités et au fait que les lignes de crédit avaient été négociées à des conditions extrêmement favorables. Nombre de prêts qui avaient été accordés au plus haut de l'expansion du crédit sont assortis de clauses assez souples qui n'empêchent pas les entreprises d'utiliser leurs lignes de crédit même si leur situation financière se détériore. En outre, il est devenu plus difficile de placer des créances titrisées dans l'ensemble de la zone OCDE. Il s'est donc produit une augmentation des prêts inscrits aux bilans des banques, ce qui, dans les statistiques du crédit bancaire aux États-Unis, a masqué une forte contraction des nouveaux prêts¹. Le montant des nouveaux prêts aux gros emprunteurs pendant la période la plus aiguë de la crise financière (septembre-novembre 2008) était en retrait de 37 % par rapport à la période de trois mois précédente et de 68 % par rapport au point haut du cycle du crédit (mars-mai 2007) aux États-Unis (Ivanisha et Scharfstein, 2008). La contraction a été particulièrement prononcée dans le cas des emprunteurs n'ayant pas une bonne signature. Les nouveaux prêts destinés à des investissements réels (dépenses d'équipement, par exemple) et à des restructurations (acquisitions avec effet de levier, fusions-acquisitions, rachats d'actions) ont également été touchés.

1. Dans la zone euro, la titrisation a eu l'effet contraire sur les statistiques du crédit bancaire. Comme les banques peuvent utiliser les prêts titrisés inscrits à leur bilan comme garantie dans les opérations de refinancement auprès de la BCE, la titrisation a connu une très forte expansion, ce qui a eu un effet défavorable sur les statistiques du crédit bancaire (qui ne comprennent pas les prêts titrisés inscrits aux bilans). Les séries utilisées dans le graphique pour la zone euro sont corrigées des effets de la titrisation.

Graphique 1.4. Les conditions financières sont tendues



Note : Une baisse de un point de l'indice traduit un resserrement des conditions financières suffisant pour entraîner une réduction moyenne du PIB d'un demi à un 1 % au bout de 4 à 6 trimestres. Pour plus de détails voir Guichard et al (2009).

Source : OCDE.

On estime que le resserrement des conditions financières depuis mi-2007 réduirait le niveau du PIB de 6 à 8 % dans les principales régions de l'OCDE. Du fait d'un retard de quatre à six trimestres entre la modification des conditions financières et son impact complet sur le PIB et prenant en compte le fait que la phase la plus rude de resserrement n'a pris place que depuis le troisième trimestre de 2008, l'effet complet du resserrement passé des conditions financières n'a pas encore été ressenti. De fait, le resserrement passé continuera à peser sur la croissance en 2009, de telle manière que si les conditions financières restent à leur niveau actuel au cours de l'année 2009, la croissance actuelle du PIB en 2009 sera réduite jusqu'à 4 points de pourcentage aux États-Unis et au Japon et jusqu'à 3 points de pourcentage dans la zone euro.⁵

... ainsi que dans les économies de marché émergentes

Sous l'effet d'une aggravation de l'aversion à l'égard du risque à partir du quatrième trimestre de 2008, la fuite des capitaux a entraîné une très forte augmentation des marges sur les taux des émissions obligataires des économies de marché émergentes, même si, grâce à la situation économique relativement solide de nombre d'entre elles, les marges n'ont pas atteint les sommets enregistrés dans le passé (graphique 1.5). Néanmoins, et malgré des situations nationales très variables, les monnaies d'un certain nombre de ces économies ont été soumises à des pressions⁶, avec des dépréciations supérieures à deux chiffres en termes effectifs depuis le milieu de 2008 au Brésil, en Hongrie, en Indonésie, au Mexique, en Pologne, en République tchèque, en Russie et en Turquie. Les banques

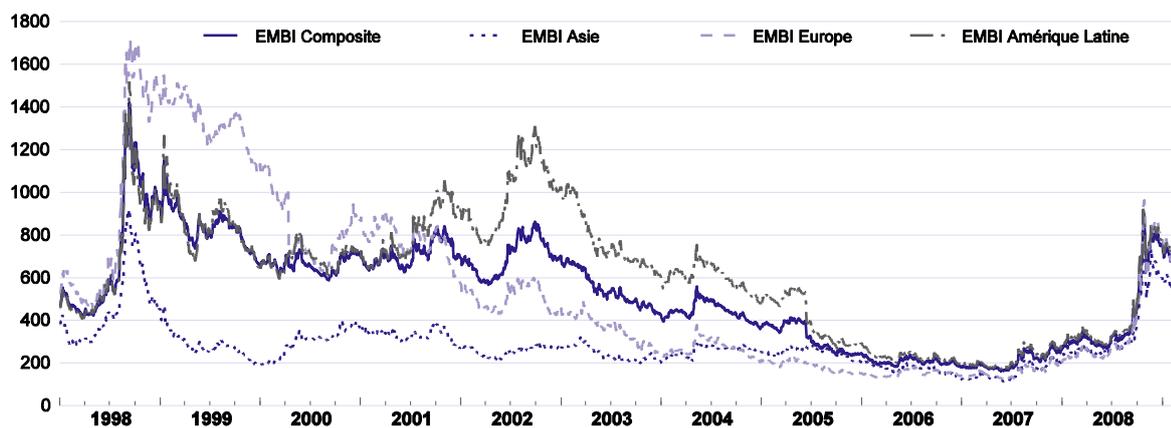
5. Pour plus d'explications sur la manière dont les variations de l'indice des conditions financières affectent le taux de croissance du PIB, voir Guichard *et al.* (2009).

6. Outre la fuite des capitaux, la baisse des exportations en valeur et en volume et l'assouplissement des conditions monétaires contribuent à expliquer la dépréciation de ces monnaies.

étrangères établies dans ces économies émergentes et dans d'autres ont subi des pertes de change sur leurs prêts en monnaie locale ou ont vu certains de leurs prêts en devises fortes devenir improductifs.

Graphique 1.5. Écarts de taux sur les obligations des pays émergents remonte

Dernière observation : 23 mars 2009



1. Écarts de taux en points de base avec les obligations du Trésor des Etats-Unis.

Source : JP Morgan.

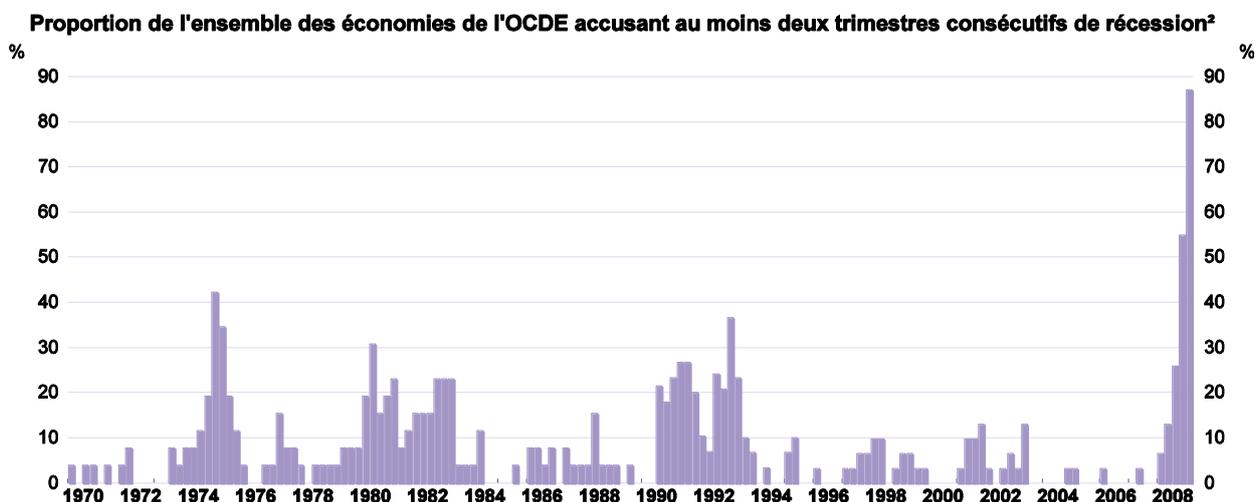
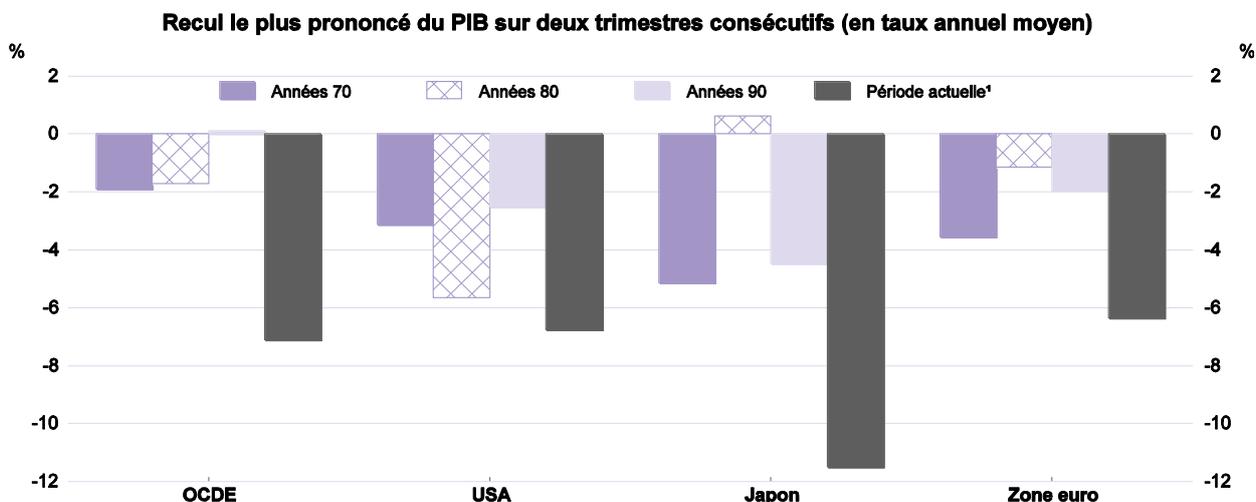
Évolution récente et conséquences futures

Un net repli de l'activité dans tous les pays

Le recul de la production est prononcé et simultané

Le vif recul de l'activité que l'on observe actuellement est sans précédent depuis la guerre à la fois par sa sévérité et par son degré de synchronisme (graphique 1.6). Ce synchronisme exceptionnel coïncide avec une baisse précipitée des échanges internationaux (graphique 1.7 et encadré 1.2). Au cours du dernier trimestre de 2008 et du premier trimestre de 2009, le commerce mondial s'est contracté de plus de 20 % en moyenne en rythme annuel, recul sans précédent depuis quatre décennies. Dans toutes les régions, la production industrielle a été particulièrement touchée par ce repli (graphique 1.8), du fait de sa plus forte intégration dans les échanges mondiaux. C'est ainsi que les grandes économies de l'OCDE qui ont vu leur production accuser les plus fortes baisses au cours de la période récente sont celles dont la croissance était le plus tributaire de leurs exportations de produits manufacturés, notamment le Japon et l'Allemagne, et non celles qui étaient le plus directement impliquées dans la crise financière. Des indicateurs avancés comme les résultats d'enquêtes sur les carnets de commandes à l'exportation incitent à penser que le commerce mondial va encore accuser des reculs importants.

Graphique 1.6. Le ralentissement le plus marqué et le plus synchronisé depuis la guerre



1. 2008T4-2009T1.

2. Le dernier point (2009T1) s'appuie sur des estimations de la croissance du PIB.

Source : OCDE.

L'effondrement des échanges mondiaux invalide l'hypothèse du découplage

L'effondrement des échanges internationaux explique pourquoi les problèmes se sont propagés si rapidement à de nombreuses économies, d'Asie notamment, dont on pensait il y a six mois qu'elles ne seraient que légèrement touchées par la crise financière. En valeur, les exportations des pays d'Asie non membres de l'OCDE ont accusé un recul moyen de plus de 30 % en rythme annuel au cours du dernier trimestre de 2008 et du premier trimestre de 2009.

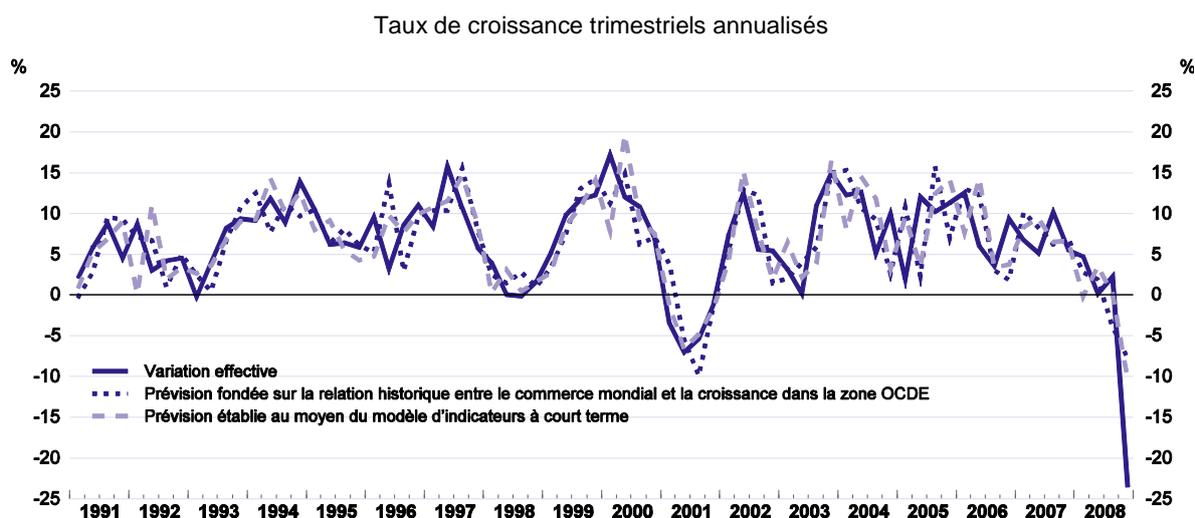
Encadré 1.2. Des échanges internationaux en chute libre

Après une expansion régulière à un rythme d'environ 8 % au cours de la dernière décennie, les échanges mondiaux ont commencé à se ralentir au début de 2008 et se sont effondrés au dernier trimestre. Cette contraction du commerce mondial, qui touche un grand nombre de secteurs et toutes les régions, est la plus grave qui ait été observée depuis que l'on dispose de données comparables (1965).

La contraction des échanges mondiaux au dernier trimestre de 2008 est également plus prononcée que ne l'auraient laissé penser les relations historiques existant entre le commerce mondial et les indicateurs avancés à court terme ou la croissance dans la zone OCDE¹. La baisse du crédit à l'exportation induite par la frilosité des banques en matière de prêts est souvent considérée comme l'une des principales causes de la chute des échanges mondiaux², mais même si l'on tient compte des conditions de crédit à l'échelle mondiale au moyen d'une variable indicative, il demeure difficile d'expliquer l'effondrement des échanges (cf. graphique ci-dessous)³. Cela tient peut-être à une contraction du crédit à l'exportation plus prononcée que ne l'indique la variable ou à un effet plus marqué que précédemment de cette contraction sur les échanges mondiaux. Il se pourrait aussi que la sous-estimation de la contraction du commerce mondial reflète un lien plus étroit entre l'activité et les échanges du fait de la poursuite du processus de mondialisation, notamment la prévalence de chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les prévisions intermédiaires des *Perspectives économiques* présentées ici en ce qui concerne les échanges commerciaux sont conformes aux modèles mentionnés plus haut, l'hypothèse retenue étant que la partie inexpliquée de la contraction des échanges correspond à une modification ponctuelle de leur niveau, dont les principales causes restent à identifier⁴.

La chute des échanges mondiaux ne peut pas s'expliquer par les relations observées dans le passé

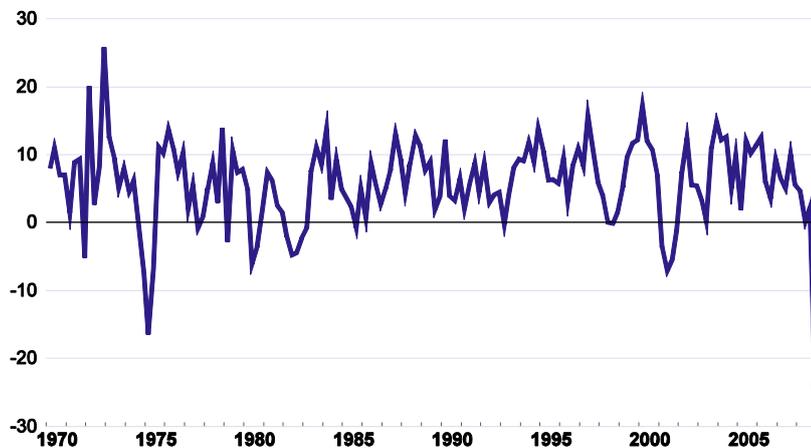


Source : OCDE.

1. Deux modèles sont utilisés pour expliquer l'évolution des échanges mondiaux. Le premier, fondé sur des indicateurs, établit une relation entre les échanges mondiaux et la production industrielle dans les pays de l'OCDE et aux Brésil, en Chine, Inde, Indonésie et Fédération de Russie, les commandes à l'exportation des pays du G7 (hors Canada), l'indice Tech Pulse aux États-Unis, les ventes mondiales de semi-conducteurs en tant que variables explicatives, et les conditions de crédit aux États-Unis. Un modèle VAR mensuel est utilisé pour prévoir l'évolution de ces variables à très court terme. Le second modèle s'appuie sur la relation historique entre la croissance du commerce mondial, la croissance du PIB dans la zone OCDE et les conditions de crédit aux États-Unis.
2. Voir par exemple FMI (2009),
3. En l'absence d'autres données, les résultats de l'enquête auprès des chargés de prêts des États-Unis sur les conditions de crédit appliquées aux grandes et moyennes entreprises sont utilisés comme variable indicative de l'offre mondiale de crédits à l'exportation.
4. L'hypothèse étant que les conditions financières ne s'amélioreront pas avant la fin-2009 et ne s'amélioreront ensuite que lentement, cette modification ponctuelle n'est pas éliminée sur la période couverte par les prévisions.

Graphique 1.7. Les échanges mondiaux se sont effondrés

Variations trimestrielles annualisées en %



Note : 2009T1 est une estimation.

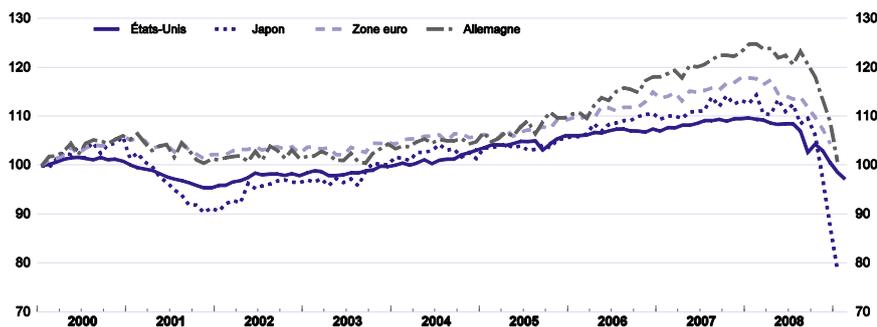
Source : OCDE.

*L'accumulation de stocks
laisse présager un nouvel
accès de faiblesse dans
un proche avenir*

Un autre facteur susceptible de peser sur l'activité à court terme est la nécessité d'inverser l'accumulation apparemment substantielle de stocks dans la plupart des grands pays de l'OCDE (graphique 1.9).

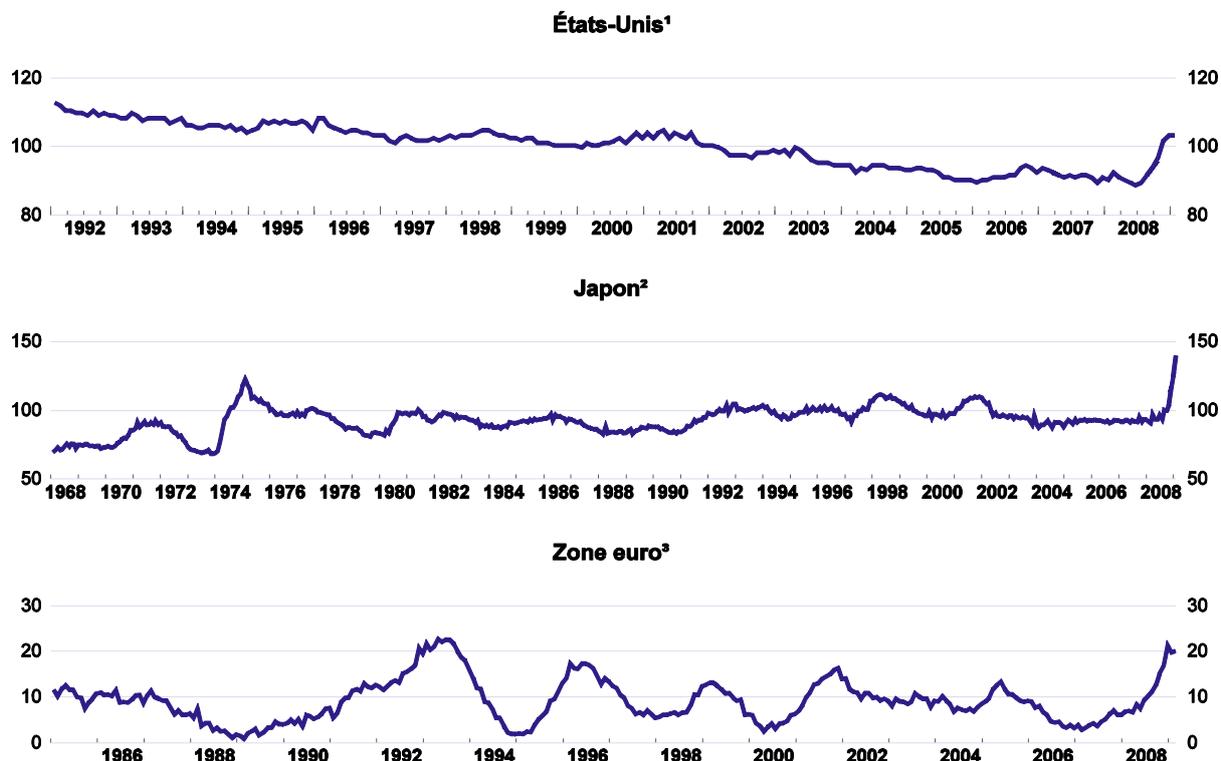
Graphique 1.8. La production industrielle a plongé

Indice base 100 = janvier 2000



Source : Datastream.

Graphique 1.9. Les stocks ont très fortement augmenté



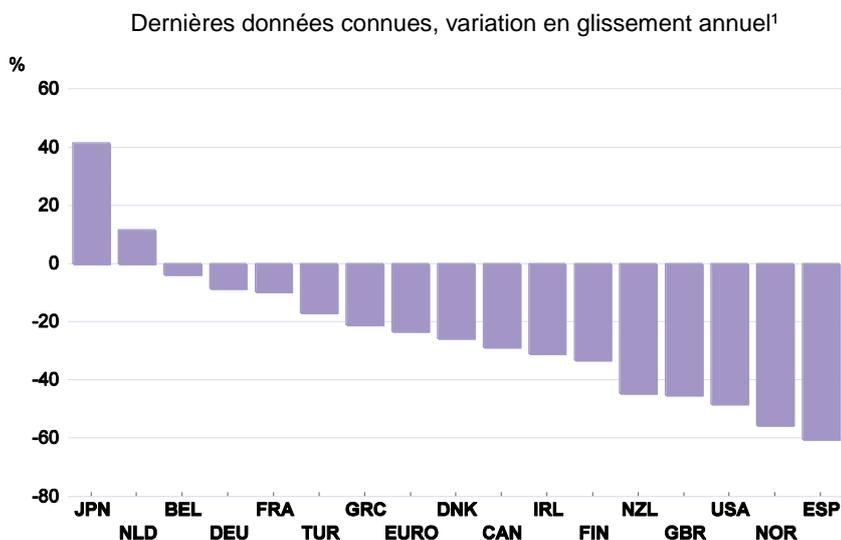
1. Ratio stocks/ventes, indice base 100 = janvier 2000, corrigé des variations saisonnières, ensemble des entreprises.
2. Ratio stocks/livraisons, indice base 100 = janvier 2000, corrigé des variations saisonnières, industries extractives et manufacturières.
3. Stocks de produits finis, indice de diffusion, solde corrigé des variations saisonnières, enquête sur l'industrie.

Source : Datastream.

L'investissement en logements se contracte encore

Le repli persistant du secteur du logement est un facteur supplémentaire qui pèse sur l'activité. Au cours de l'année écoulée, l'investissement en logements a baissé dans la plupart des pays de l'OCDE⁷ et de plus de 10 % dans environ un tiers d'entre eux, des reculs particulièrement marqués étant enregistrés à la fin de l'année 2008 aux États-Unis (20 %), au Japon, en Irlande et en Nouvelle-Zélande (20-30 %) et en Islande (plus de 40 %). À en juger par la diminution substantielle du nombre de permis de construire, l'investissement résidentiel va probablement continuer de baisser dans beaucoup de pays sur le court terme (graphique 1.10), même si de récents indicateurs pour les États-Unis pourraient suggérer une stabilisation à venir.

7. Dans le cas du Japon, après les corrections apportées aux procédures et réglementations en 2007, l'investissement en logements s'est fortement redressé dans le courant de 2008.

Graphique 1.10. Les permis de construire sont en net recul

1. Séries mensuelles s'achevant entre octobre 2008 et janvier 2009 dans la plupart des cas ; moyenne sur trois mois comparé à la même période de l'année précédente, corrigée des variations saisonnières.

Source : Eurostat ; et OCDE, base de données des Principaux indicateurs économiques.

Les prix des logements diminuent en termes réels dans presque tous les pays

Dans presque tous les pays de l'OCDE pour lesquels on dispose de données exploitables, les prix réels des logements enregistrent une baisse en glissement annuel (tableau 1.2). En Allemagne et au Japon, ils sont en léger recul depuis plusieurs années (sans tendance manifeste à une accentuation de ce mouvement), mais dans la plupart des autres pays, ils n'ont commencé à diminuer que dans le courant de l'année passée. Au cours des cycles du logement précédents, la phase de contraction des prix avait généralement duré environ cinq ans, avec une baisse moyenne de l'ordre de 25 % en termes réels⁸. Les effets négatifs de cette baisse sur la consommation seront sans doute plus marqués dans les pays où les marchés hypothécaires ont facilité l'extraction hypothécaire⁹, notamment lorsque la dévalorisation du bien donné en garantie s'ajoute au durcissement des conditions de prêt provoqué par la crise financière.

Le chômage augmente

Les marchés du travail se dégradent dans l'ensemble de la zone OCDE, de façon alarmante dans certains cas. Aux États-Unis, ce processus s'est amorcé au début de 2008, la hausse du chômage s'étant accélérée au point d'atteindre un niveau sans précédent depuis le début des années 80. Dans la zone euro, la montée du chômage n'a commencé qu'au troisième

8. Les principales caractéristiques des cycles des prix réels des logements observés entre 1970 et le milieu des années 1990 sont les suivantes : la durée d'un cycle a été de l'ordre de dix ans en moyenne ; pendant la phase d'expansion, d'une durée d'environ six ans, les prix réels des logements ont augmenté en moyenne de près de 40 % ; enfin, pendant la phase de contraction, d'une durée d'environ cinq ans, la baisse moyenne des prix a été de l'ordre de 25 % (Girouard *et al.*, 2006).
9. C'est le cas, par exemple, des États-Unis, du Royaume-Uni, du Canada et de l'Australie, ainsi que de certains pays nordiques. Ces pays sont aussi ceux où la consommation est le plus étroitement corrélée avec les prix des logements (Catte *et al.*, 2004).

trimestre, son taux augmentant seulement de ½ point entre septembre et janvier, mais les pertes d'emplois sont aujourd'hui généralisées. Bien qu'elle ne se soit pas encore traduite par une hausse du taux de chômage, la faiblesse du marché du travail au Japon est attestée par les retraits de la population active. L'emploi ne réagissant pas immédiatement à l'évolution de la production, le recul de celle-ci au cours des derniers mois ne s'est pas encore reflété dans les chiffres du chômage. Le risque croissant de pertes d'emplois a contribué à la forte dégradation de la confiance des consommateurs, qui est au plus bas dans de nombreux pays, phénomène qui, à son tour, pèse sur la consommation des ménages.

Tableau 1.2. Les prix réels du logement baissent dans virtuellement tous les pays

	Pourcentage de variation annuel				Niveau relatif à la moyenne à long terme ¹		
	2000-2006	2007	2008 ²	Dernier trimestre ³	Rapport prix-loyers	Rapport prix-revenus	Dernier trimestre disponible
États-Unis	5.4	-0.4	-6.2	-5.9	117	100	2008 T4
Japon	-4.3	-1.1	-2.4	-3.8	68	66	2008 T3
Allemagne	-2.9	-1.2	-2.7	-1.8	71	64	2008 T4
France	9.5	4.9	-1.1	-2.7	156	136	2008 T3
Italie	6.1	3.1	-1.1	-2.9	123	109	2008 T3
Royaume-Uni	8.8	8.4	-4.3	-12.1	139	132	2008 T4
Canada	6.7	8.5	-3.4	-11.5	165	117	2008 T4
Australie	7.1	8.8	0.4	-6.7	160	128	2008 T4
Danemark	7.9	2.9	-6.0	-9.1	154	143	2008 T3
Finlande	4.7	5.6	-2.4	-7.1	140	99	2008 T4
Irlande	8.3	-1.8	-9.6	-13.3	155	128	2008 T3
Pays-Bas	2.9	2.6	0.7	-0.3	154	154	2008 T4
Norvège	5.5	11.4	-5.2	-10.7	149	112	2008 T4
Nouvelle-Zélande	9.2	8.3	-6.6	-11.2	146	143	2008 T3
Espagne	11.2	2.6	-3.7	-6.2	180	144	2008 T4
Suède	6.7	8.6	0.0	-4.4	154	119	2008 T4
Suisse	1.7	1.3	0.2	2.1	85	76	2008 T4
Zone euro ^{4,5}	4.5	2.0	-2.0	-3.0	124	109	
Total des pays ci-dessus ⁵	4.1	1.5	-4.0	-5.4	117	102	

Note : Déflaté par l'indice des prix à la consommation.

1. Moyenne à long terme = 100, dernier trimestre disponible.

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

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

4. Allemagne, France, Italie, Espagne, Finlande, Irlande et Pays-Bas.

5. Utilisant comme poids le PIB de 2000.

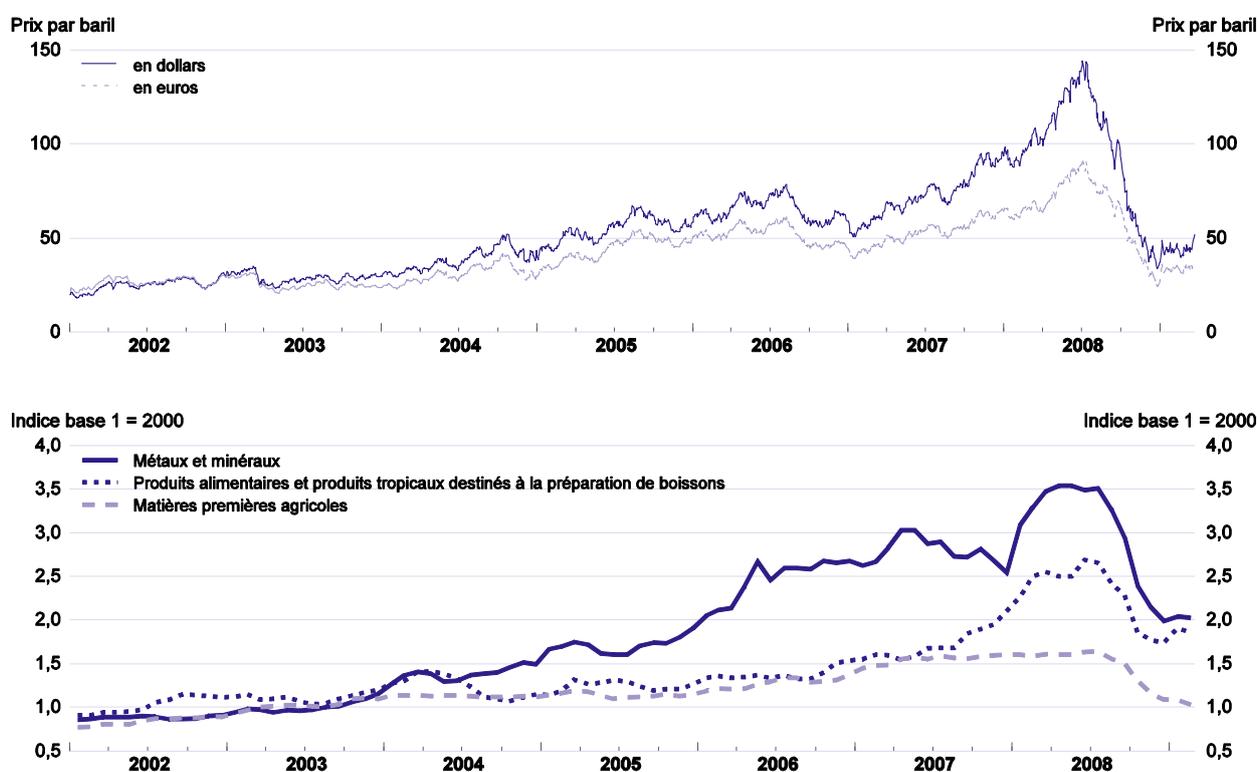
Source : Girouard *et al.*, (2006), OCDE.

L'inflation recule

L'inflation globale a fortement diminué depuis le milieu de 2008, sous l'effet principalement de l'effondrement des cours des matières premières (graphique 1.11), tombant aux alentours de 1 % ou moins en rythme annuel dans la zone euro et aux États-Unis (graphique 1.12). La chute des cours des matières premières a aussi eu une incidence sur les indicateurs d'inflation sous-jacente, dont l'interprétation est rendue même difficile par

leur diversité et l'hétérogénéité de leurs horizons temporels. Néanmoins, il semblerait que l'inflation sous-jacente ait un peu moins baissé que l'inflation globale et qu'elle se situe encore dans beaucoup de pays dans une fourchette de 1½ à 2 %. Les résultats des enquêtes (auprès des consommateurs et des prévisionnistes) sur les anticipations d'inflation pour les cinq à dix prochaines années aux États-Unis et dans la zone euro ne sont pas sensiblement différents de ceux de la période récente et ne mettent en évidence aucune anticipation de déflation, dont le risque ne doit cependant pas être totalement écarté¹⁰. Au Japon, l'inflation tendancielle (hors produits alimentaires et énergie) est redevenue négative, tandis que les indicateurs d'inflation globale et de tendance centrale ne sont que légèrement positifs.

Graphique 1.11. Les prix du pétrole et d'autres matières premières se sont effondrés



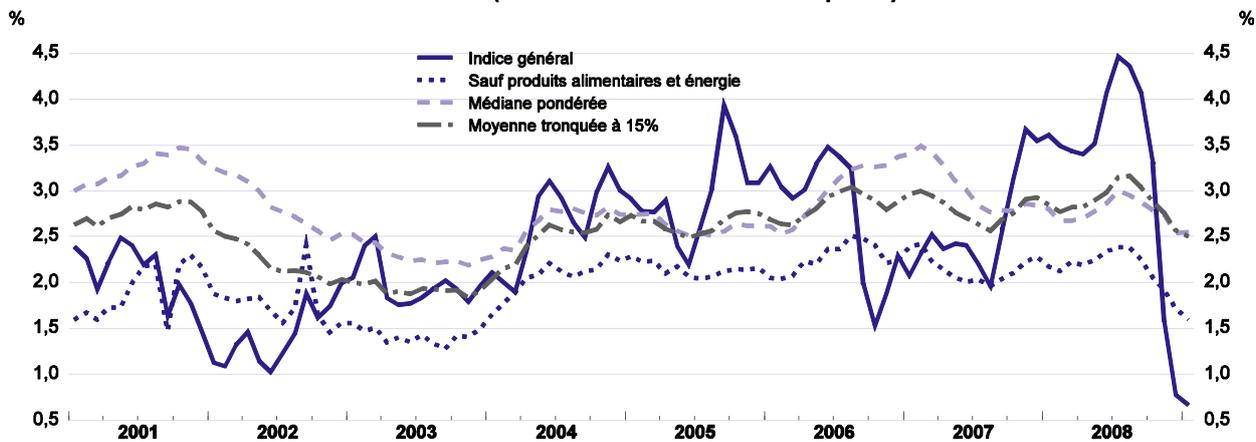
Source : OCDE, base de données des Principaux indicateurs économiques.

10. Les indicateurs des anticipations d'inflation des marchés financiers, reflétant la différence entre les obligations d'État classiques et celles qui sont indexées sur l'inflation, ont accusé une baisse prononcée, mais celle-ci tient probablement pour l'essentiel à une préférence pour les obligations non indexées au cours de la crise actuelle en raison de leur plus grande liquidité.

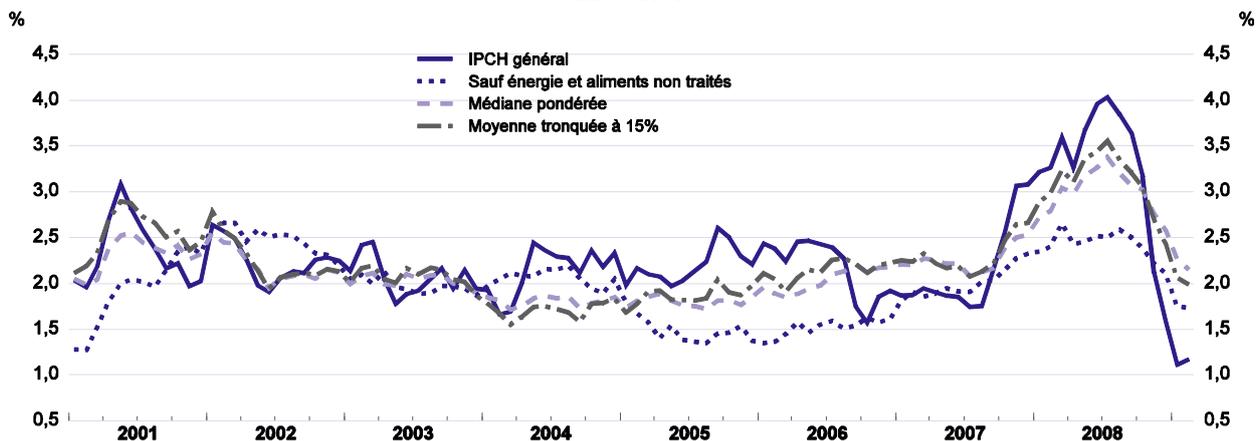
Graphique 1.12. L'inflation recule

Glissement annuel en pourcentage

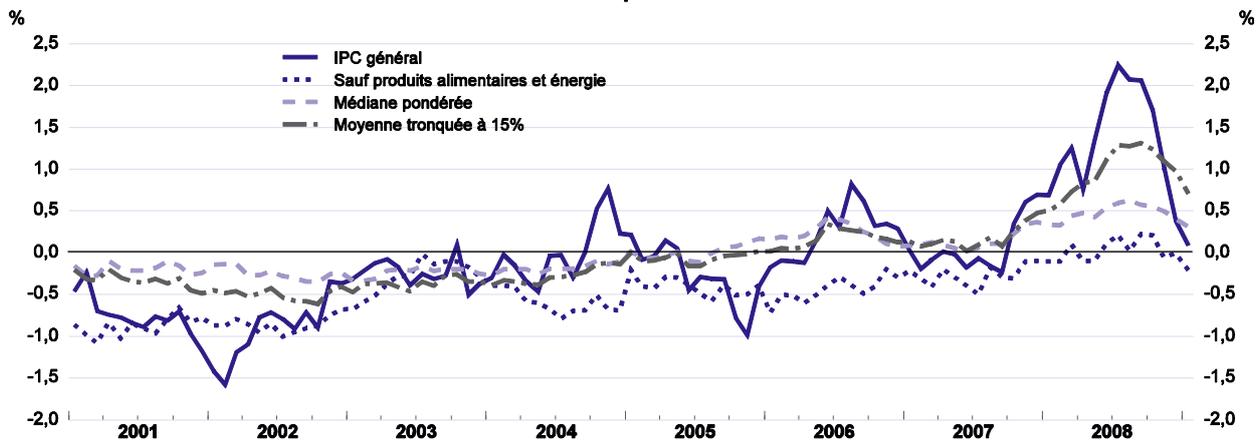
États-Unis (déflateur de la consommation privée)



Zone euro



Japon



Note : IPCH fait référence à l'indice des prix à la consommation harmonisés; et IPC à l'indice des prix à la consommation.

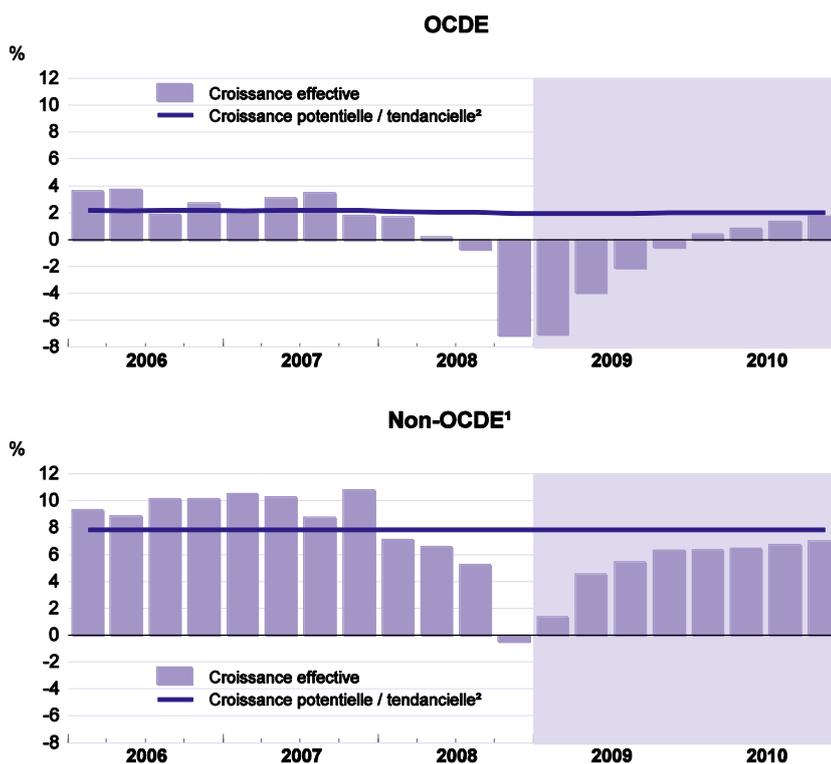
Source : Principaux indicateurs économiques ; et calculs de l'OCDE.

Perspectives de croissance

L'activité semble devoir se contracter dans l'ensemble de la zone jusqu'à la fin de 2009, avant une reprise modérée en 2010

L'activité semble devoir se contracter dans la zone OCDE jusqu'à la fin de 2009, avant qu'une reprise modérée ne s'amorce au premier semestre de 2010 (graphique 1.13). La reprise prévue suppose que les tensions que connaissent actuellement les marchés financiers se dissipent vers la fin de 2009 et s'appuie sur une politique monétaire et une politique budgétaire expansionnistes (encadré 1.3) et sur une accélération de la croissance en dehors de la zone OCDE. En revanche, la croissance à l'intérieur de la zone OCDE semble devoir rester inférieure au potentiel jusqu'à la fin de 2010, avec une sous-utilisation de plus en plus sensible des capacités. A la fin de 2010, la production de l'ensemble de la zone pourrait être très inférieure à la production potentielle à long terme, l'écart atteignant quelque 8 % d'après des estimations de la production potentielle qui ne tiennent pas compte des effets de la crise -- soit un pourcentage sans précédent depuis quatre décennies et deux fois plus élevé que lors de la

Graphique 1.13. Le cycle a un caractère mondial



1. La zone non-OCDE désigne ici une moyenne pondérée, aux PIB et PPA de 2000, du Brésil, de la Chine, de la Fédération de Russie et de l'Inde, qui représentaient ensemble la moitié environ de la production hors OCDE en 2000.
2. La croissance tendancielle non-OCDE est une moyenne sur la période 2000-2007.

Source : OCDE.

Encadré 1.3. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions

Les hypothèses de politique budgétaire se fondent autant que possible sur les mesures concernant la fiscalité et les dépenses qui ont été adoptées (politiques en vigueur). Lorsque des modifications des politiques ont été annoncées, mais n'ont pas encore été adoptées, il en est tenu compte si l'on considère clairement qu'elles seront mises en œuvre sous une forme proche de celle annoncée. Les mesures budgétaires délibérées prises en réponse à la crise sont décrites de façon détaillée sur la page web des *Perspectives économiques de l'OCDE* (www.oecd.org/oecdEconomicOutlook). Le coût budgétaire des mesures d'aide aux institutions financières pourrait être élevé, mais il n'est pas pleinement pris en compte dans les présentes prévisions. Premièrement, les garanties sont des engagements éventuels et elles figurent donc hors bilan tant qu'elles ne sont pas appelées. Deuxièmement, certains plans de recapitalisation ont été annoncés après la date butoir et sont encore conditionnels. Pour les prévisions actuelles, cela signifie que :

- Pour les États-Unis, on estime que l'*American Recovery and Reinvestment Act* de 2009 creuse de plus de 2 points de PIB le déficit de l'administration fédérale cette année et l'an prochain. On suppose par ailleurs que l'*Alternative Minimum Tax*, institué en vertu de l'*Emergency Economic Stabilisation Act*, sera en partie maintenu en 2010. Dans les présentes prévisions, les versements effectués au titre du *Troubled Asset Relief Program* (TARP) n'auront pas d'incidence sur le solde financier des administrations publiques, contrairement à ce qu'implique la méthodologie adoptée par le Trésor des États-Unis, en vertu de laquelle la plupart des transactions relevant du TARP sont comptabilisées sur la base des paiements.
- Dans le cas du Japon, les prévisions tiennent compte des budgets supplémentaires de 2008 et 2009, du projet de budget pour l'exercice 2009 et du programme de réforme budgétaire à moyen terme. Le taux des cotisations de retraite continue d'augmenter chaque année en vertu de la réforme de 2004.
- S'agissant de l'Allemagne, les deux programmes de relance budgétaire et des mesures complémentaires comme l'abaissement des cotisations d'assurance chômage, l'augmentation des allocations et déductions pour enfant à charge, le relèvement prévu de la déductibilité fiscale des cotisations d'assurance maladie et des soins de longue durée et le rétablissement de l'abattement fiscal pour les déplacements domicile-travail, sont pris en compte dans les prévisions. Dans le cas de la France, on suppose que le programme de relance économique et, simultanément, la disparition de recettes fiscales exceptionnellement élevées par suite de la baisse des prix des actifs entraîneront un creusement du déficit des administrations publiques corrigé des fluctuations conjoncturelles d'environ 1 point de PIB entre 2008 et 2010. Pour l'Italie, en revanche, les prévisions supposent un léger resserrement budgétaire sous-jacent sous la forme de réductions des dépenses courantes, encore qu'un certain dérapage soit prévu par rapport aux objectifs annoncés.

Les taux d'intérêt directeurs correspondent aux objectifs déclarés des autorités monétaires, sous réserve des prévisions de l'OCDE concernant l'activité et l'inflation, qui peuvent être différentes de celles des autorités monétaires. Le profil d'évolution des taux d'intérêt ne doit pas être interprété comme une prévision des intentions de la banque centrale ou des anticipations du marché. Les prévisions de taux d'intérêts directeurs sont les suivantes :

- Aux États-Unis, le taux cible des fonds fédéraux est censé rester constant à ¼ pour cent jusqu'à la fin de 2010 tandis que l'inflation diminue et que la croissance économique demeure inférieure à son taux potentiel.
- Dans la zone euro, les taux directeurs sont supposés se rapprocher de zéro d'ici à la fin du deuxième trimestre de 2009, dans le contexte d'une forte contraction de l'activité. Ils se maintiendront ensuite à ¼ pour cent jusqu'à la fin de 2010.
- Au Japon, le taux directeur à court terme est censé rester à 10 points de base jusqu'à la fin de 2010, la déflation semblant devoir persister.

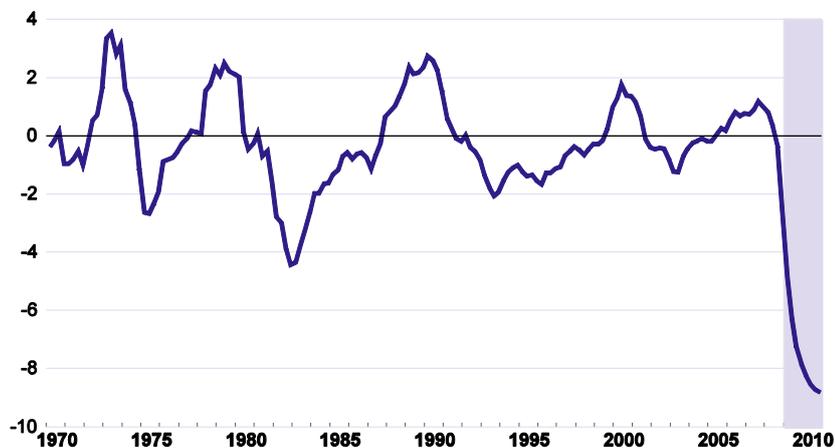
On suppose que les taux de change se maintiendront généralement à leurs niveaux du 9 mars 2009, c'est-à-dire à 1 dollar pour 98.770 yen, 0.792 euro (soit 1.263 dollar pour 1 euro) et 6.840 yuan.

Au cours de la période couverte par les prévisions, le prix du baril de Brent est censé rester à 45 dollars. On suppose que les prix des produits alimentaires, de même que ceux des minerais et métaux, se stabiliseront aux alentours de leurs niveaux actuels, en baisse.

Les prévisions ont été établies à partir des informations rassemblées jusqu'au 20 mars 2009. Des précisions sur les hypothèses concernant chacun des sept grands pays sont données dans le chapitre 2.

Graphique 1.14. L'écart de production de la zone OCDE sera le plus élevé depuis quatre décennies

En pourcentage de la production potentielle



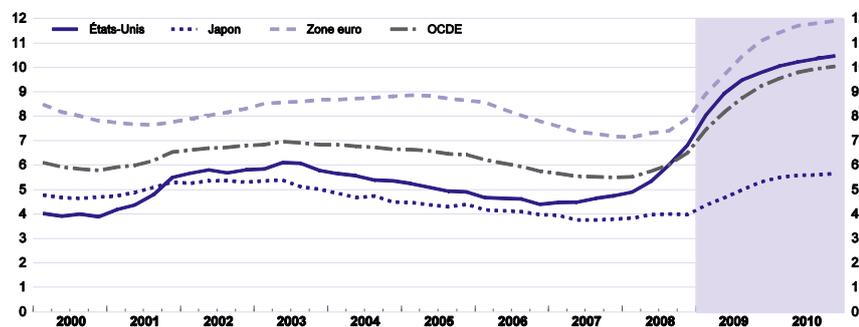
Note : Les estimations de la production potentielle n'ont pas été révisées et n'incorporent donc pas une réduction de l'offre résultant du ralentissement de l'activité.

Source : OCDE.

récession du début des années 80 (graphique 1.14). Le taux de chômage à l'échelle de la zone OCDE passerait de 7½ pour cent au premier trimestre de 2009 à plus de 10 % à la fin de 2010 (graphique 1.15). Les écarts de production atteignant des niveaux sans précédent et le chômage augmentant, l'inflation tombera à de très bas niveaux dans l'ensemble de la zone et restera négative au Japon (graphique 1.16).

Graphique 1.15. Le chômage va sensiblement augmenter

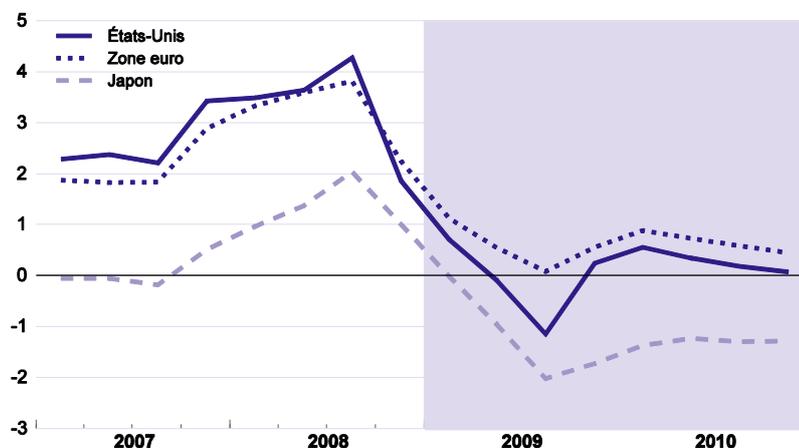
En pourcentage de la population active



Source : OCDE.

Graphique 1.16. L'inflation va atteindre des niveaux très bas

Taux de croissance en glissement annuel en %



Note : Déflateur des dépenses de consommation des ménages pour les États-Unis ; indice des prix à la consommation harmonisés pour la zone euro ; et indice des prix à la consommation pour le Japon.

Source : OCDE.

La croissance dépendra du degré de vulnérabilité aux turbulences

Le cycle reste très synchronisé entre les grandes régions de l'OCDE, mais la contraction de l'activité ne prend pas la même forme partout (tableau 1.3). Dans le cas des États-Unis, où les effets de patrimoine négatifs vont sans doute être prononcés et où les conditions de crédit sont particulièrement restrictives, la demande intérieure va probablement être particulièrement déprimée. Au Japon et dans les grands pays de la zone euro, qui sont plus tributaires des échanges extérieurs que les États-Unis, l'effondrement des exportations risque d'avoir un effet particulièrement négatif sur l'activité, certains pays d'Asie et d'Europe orientale réduisant leur demande extérieure. Le redressement du PIB devrait quant à lui avoir un caractère plus uniforme dans sa composition.

Les perspectives économiques des grands pays et régions présentent les principales caractéristiques suivantes :

Les reprises seront tirées par le retour progressif de conditions stables sur les marchés financiers et par des mesures de relance massives aux États-Unis

- A court terme, l'économie des États-Unis semble devoir se contracter fortement sous l'effet d'un mouvement de déstockage. Cette contraction devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2009, mais être de moins en moins prononcée grâce à des mesures de relance budgétaire importantes, à une stabilisation des marchés financiers et à une réduction de l'incidence négative de l'investissement résidentiel sur la croissance. Au début de 2010, ces facteurs devraient permettre à l'économie de sortir de la récession, la croissance redevenant positive et s'accélégrant pour atteindre des niveaux qui seront néanmoins encore inférieurs au

Tableau 1.3. **Faiblesse générale pour toutes catégories de la demande***Contributions aux variations du PIB, en pourcentage du PIB de la période précédente*¹

	2006	2007	2008	2009	2010
États-Unis					
Demande intérieure finale	2.8	1.8	0.0	-3.9	0.0
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.8	0.6	0.2	-2.1	-0.7
Investissement résidentiel	-0.4	-0.9	-0.8	-0.6	0.0
Consommation privée	2.2	2.0	0.2	-1.7	0.1
Variation des stocks	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	0.0
Exportations nettes	0.0	0.6	1.3	0.3	0.0
PIB	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0
Japon					
Demande intérieure finale	1.0	1.0	-0.6	-2.6	-0.1
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.4	0.9	-0.6	-2.5	-0.2
Investissement résidentiel	0.0	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
Consommation privée	0.9	0.4	0.3	-0.8	-0.3
Variation des stocks	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
Exportations nettes	0.8	1.1	0.1	-3.8	-0.3
PIB	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5
Zone euro					
Demande intérieure totale	2.8	2.3	0.7	-2.8	-0.3
Exportations nettes	0.2	0.3	0.0	-1.3	0.0
PIB	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3
Total des 7 grands pays					
Demande intérieure finale	2.4	1.9	0.2	-3.1	0.0
<i>dont</i> : Investissement des entreprises	0.7	0.7	0.0	-2.0	-0.4
Investissement résidentiel	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	0.0
Consommation privée	1.6	1.4	0.3	-1.2	0.0
Variation des stocks	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0
Exportations nettes	0.2	0.4	0.5	-1.0	-0.1
PIB	2.6	2.2	0.6	-4.4	-0.1

1. Contributions calculées en utilisant des indices-chaîne pour les variations des stocks et les exportations nettes des États-Unis et du Japon.

Source : OCDE.

potentiel à la fin de l'année. L'écart de production négatif atteignant près de 10 % et le chômage dépassant ce chiffre, l'inflation tombera à un niveau voisin de zéro

... au Japon...

- L'économie japonaise continuera de se contracter jusqu'à la fin de 2009, la baisse de la demande extérieure l'emportant sur les mesures prises par les autorités pour soutenir la demande intérieure. A mesure que l'effet de freinage exercé par le secteur extérieur s'estompera et que la demande intérieure se raffermira, l'activité économique devrait se stabiliser au premier semestre de 2010, avant de retrouver le chemin de la croissance. L'écart de production dépassera 10 % à la fin de 2010, date à laquelle le taux de chômage aura atteint 5¾ pour cent. Les prix diminueront pendant toute la durée de la période couverte par les prévisions.

... et dans la zone euro

- La production de la zone euro devrait se contracter fortement à court terme sous l'effet d'un mouvement de déstockage et continuer de baisser à un rythme plus modéré pendant le reste de 2009. A mesure que l'effet de freinage exercé sur la croissance

par l'investissement s'estompera et que la demande extérieure augmentera, une très légère accélération devrait se produire en 2010. L'écart de production négatif se creusant à plus de 8 % et le taux de chômage atteignant 12 %, le taux d'inflation tombera probablement au voisinage de zéro.

Le commerce mondial se redressera fortement après le marasme qu'il connaît actuellement

La contraction exceptionnelle du commerce mondial vers la fin de 2008 et au début de 2009 s'atténuera progressivement pour s'interrompre à la fin de 2009, et une reprise vigoureuse devrait se produire en 2010. Ce redressement sera principalement attribuable au dynamisme des importations et des exportations des pays non membres de l'OCDE, dont la croissance se raffermira de façon très marquée après son ralentissement. C'est ainsi que la croissance devrait s'accélérer sensiblement au Brésil, en Chine et en Inde, sous l'effet de mesures de stimulation dans le cas de la Chine. En revanche, la reprise semble devoir être faible en Fédération de Russie, en raison de chocs extérieurs très défavorables et d'une confiance fragile envers les banques et la monnaie. Les déséquilibres de balance courante des grandes régions de l'OCDE ont été réduits au cours de l'année passée et pourraient encore l'être d'ici à 2010.

La dégradation pourrait être plus marquée que prévu

Le repli de l'activité pourrait aggraver encore les difficultés financières...

Globalement, il est à craindre que la détérioration de l'économie réelle n'aggrave encore la crise financière. Une telle éventualité pourrait se produire de plusieurs manières :

... en entraînant une augmentation des défauts sur les prêts au logement,...

- Les taux de saisie et de défaut de paiement sur prêts au logement dépassent déjà les mêmes niveaux que lors de la récession des années 90 aux États-Unis (graphique 1.17) ; comme la récession actuelle semble devoir être beaucoup plus marquée, les taux de défaut pourraient augmenter d'autant, ce qui provoquerait une aggravation de la situation dans le secteur bancaire et sur les marchés de titres adossés à des hypothèques.

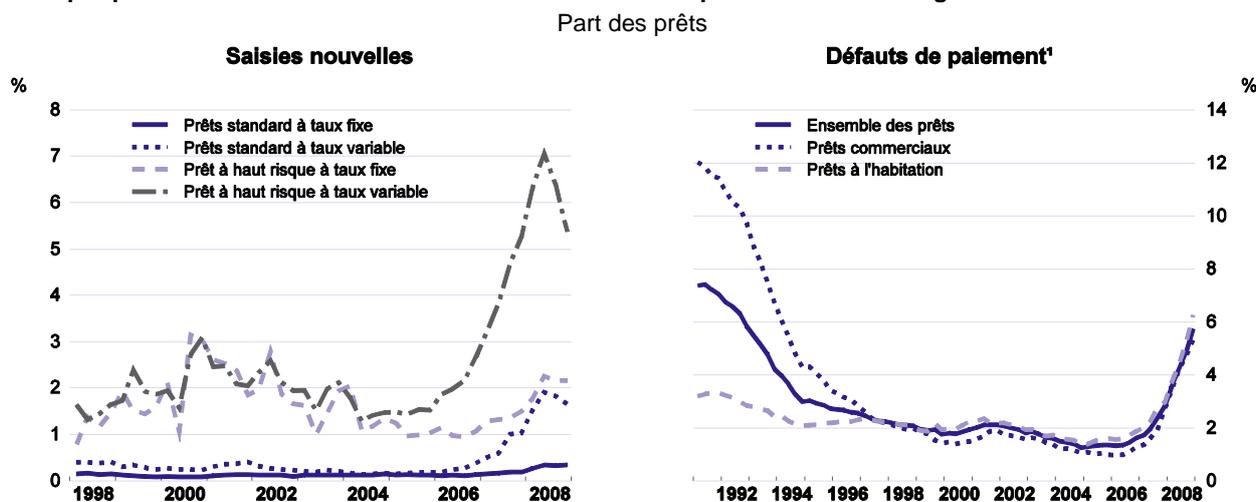
... sur les prêts immobiliers commerciaux,...

- Bien que les taux d'impayés sur les emprunts hypothécaires servant à financer l'immobilier commercial aient augmenté, ils sont encore loin des niveaux atteints au plus fort de la récession du début des années 90 ; ils risquent donc de rattraper des niveaux normaux pour une phase de récession et les taux de défaut pourraient être accentués par l'ampleur exceptionnelle de la récession actuelle.

... parmi certaines catégories d'emprunteurs...

- Certains événements dus à la défaillance des emprunteurs pourraient conduire à une réévaluation des risques liés à certaines catégories d'actifs et certains groupes d'emprunteurs, ce qui se traduirait par une dégradation encore plus prononcée des actifs bancaires.

Graphique 1.17. Les saisies immobilières et les défauts de paiement sont en augmentation aux États-Unis



1. Les défauts de paiement sont ceux dus après 30 jours ou plus.

Source: Datastream.

... et dans certains pays,...

- Dans certains pays, les bilans des banques peuvent être exposés à des risques du fait de leurs activités internationales. Des banques autrichiennes, italiennes, belges et suédoises pourraient subir des pertes en raison de leur exposition à certains pays d'Europe orientale en difficulté, bien que les risques pour les banques dépendent des pays auxquels elles sont exposées.

... ainsi qu'en faisant encore baisser les prix des actions

- Bien que les marchés d'actions semblent déjà avoir intégré dans les cours de fortes réductions des bénéfices et des dividendes (graphique 1.18), avec des coefficients de capitalisation des résultats largement inférieurs aux niveaux observés dans le passé, une dégradation de la situation plus marquée que prévu pourrait faire baisser encore les prix des actions, ce qui aurait des conséquences non seulement pour les ménages mais aussi pour les bilans des banques et autres établissements financiers.

La crise financière et la situation des marchés émergents pourraient aussi avoir des effets plus négatifs que prévu

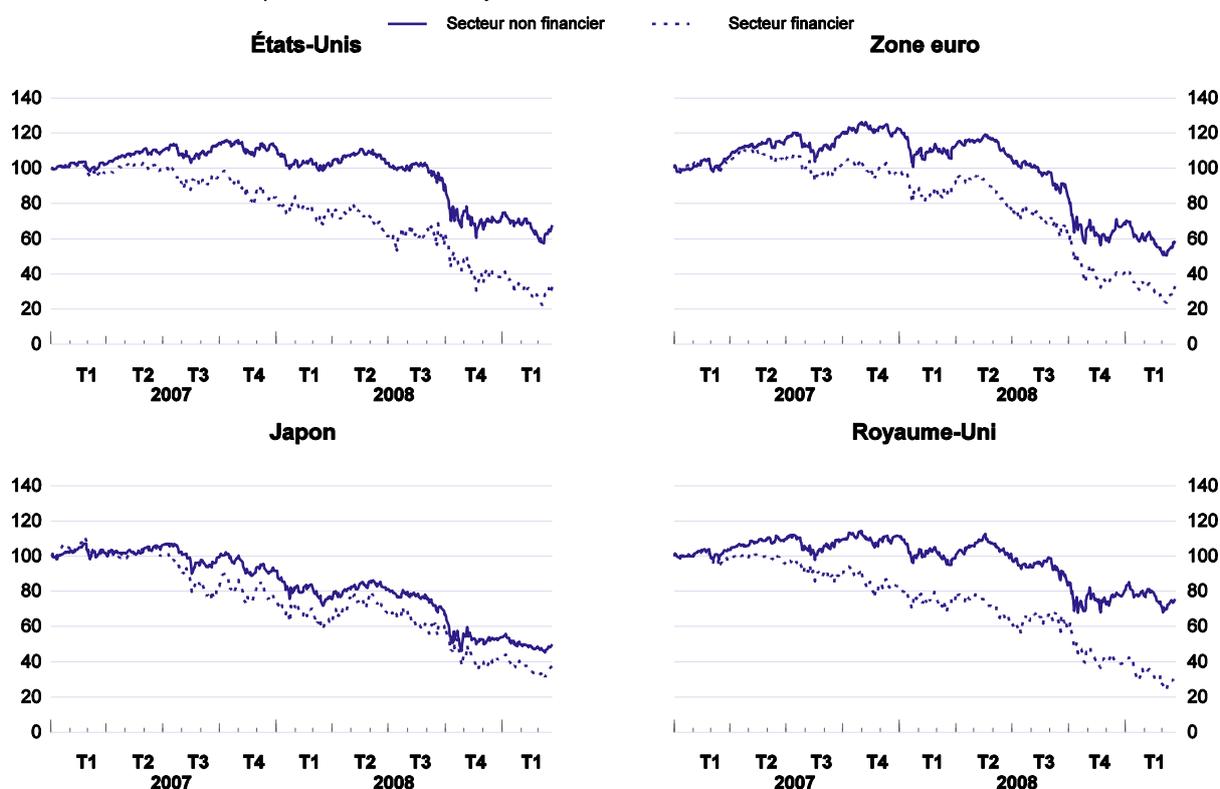
Outre le risque de répercussions plus défavorables de la contraction de l'économie réelle sur les marchés et établissements financiers, on ne peut exclure la possibilité que la situation financière exerce un effet négatif plus marqué qu'on ne le prévoit ici. En outre, la croissance du chômage pourrait avoir un impact négatif sur la consommation des ménages plus fort que ce qui a été retenu dans ces prévisions. De plus, le ralentissement de l'activité sur les marchés émergents pourrait être plus prononcé que prévu, ce qui pèserait sur les perspectives de reprise dans les pays de l'OCDE.

Mais la situation pourrait aussi évoluer plus favorablement que prévu

Les incertitudes ne sont pas toutes négatives. Il se pourrait en effet que les mesures de relance monétaire et budgétaire sans précédent mises en place dans l'ensemble des pays de l'OCDE aient des effets plus puissants que prévu. Par ailleurs, il est possible que les marchés financiers retournent à la normalité plus rapidement qu'on ne le suppose ici, auquel cas la reprise pourrait être plus précoce et plus vigoureuse que prévu.

Graphique 1.18. Le prix des actions a chuté fortement

Indices du prix des actions, 1er janvier 2007 = 100, dernière observation: 23 mars 2009



Source: Datastream.

Mesures mises en œuvre et enjeux

Les politiques doivent stabiliser le système financier et stimuler la demande globale

Des mesures de caractère extraordinaire ont été mises en œuvre pour soutenir le système financier et la demande globale. Cependant, compte tenu de la persistance de la crise financière et de la médiocrité des perspectives économiques, d'autres mesures sont requises pour stabiliser les systèmes bancaires, alors que les autorités monétaires et budgétaires doivent tirer parti de la marge de manœuvre dont elles disposent pour stimuler la demande globale. Il est essentiel en outre d'éviter que la capacité de production de l'économie ne soit réduite par des modifications des politiques des marchés du travail et des produits dictées par la crise mais mal conçues.

Politiques des marchés financiers

Les autorités ont très largement réagi

Les mesures d'urgence financière prises pour soutenir les banques et les autres établissements financiers ont pris de l'ampleur et gagné du terrain depuis le début de la crise et se déclinent aujourd'hui sous des formes diverses : recapitalisation, extensions de la garantie des dépôts, garanties des dettes, octroi de crédits, injections de liquidités, achat ou cantonnement des mauvais actifs (tableau 1.4). Toutefois, les mesures prises ou annoncées jusqu'ici ne semblent toujours pas suffisantes pour amener les agents économiques à penser que les autorités « maîtrisent la situation ».

Concevoir une stratégie claire emportant la confiance des marchés est un important premier pas vers le rétablissement de la confiance économique au sens large.

Tableau 1.4. Mesures gouvernementales de soutien au secteur financier depuis mi-2008

	Passifs bancaires				Actifs bancaires		Marchés de capitaux		
	Meilleure garantie des dépôts	Garanties ou achat dette bancaire	Injection de capital ¹	Nationalisation ²	Encerclement des actifs toxiques	Achats d'actifs toxiques	Achat de bons de trésorerie	Achats de valeurs mobilières adossées à des actifs	Restriction des ventes à découvert
États Unis	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Japon		x	x				x	x	x
Zone euro	x								
Allemagne	x	x	x			x			x
France	déjà élevée	x	x						x
Italie	x		x						x
Royaume Uni	x	x	x	x	x		x	x	x
Canada		x					x	x	x
Australie	x	x						x	x
Autriche	x	x	x						x
Belgique	x	x	x						x
République Tchèque									
Danemark	x	x	x					x	x
Finlande	x	x	x				x		x
Grèce	x	x	x						
Hongrie	x	x	x						
Islande	x		x	x					x
Irlande	x	x	x	x					
Corée		x							
Luxembourg	x	x	x						
Pays Bas	x	x	x	x					x
Nouvelle Zélande	x	x							
Norvège	déjà élevée	x	x						
République Slovaque	x								
Pologne	x		x						
Portugal	x	x	x						
Suède	x	x	x					x	
Espagne	x	x						x	x
Mexique		x							
Suisse	x		x			x	x	x	
Turquie									

Note: La couverture des nationalisations et des mesures donnant une garantie aux actifs toxiques est incomplète.

- Capital injecté dans des banques ou fonds alloués à des opérations futures de même nature. Au Japon, la loi permet au gouvernement d'injecter du capital dans des corporations financières, mais cette option n'a pas encore été utilisée.
- Par le mot de nationalisation, on entend désigner une opération à l'issue de laquelle les pouvoirs publics disposent d'une autorité de fait sur les orientations d'un établissement bancaire. La case pour les États-Unis est cochée pour reconnaître la mise sous tutelle publique directe de Fannie Mae et Freddie Mac et la liquidation de Washington Mutual.

Source: OECD.

*Gérer les actifs bancaires dépréciés****Des solutions doivent être trouvées pour gérer les actifs toxiques***

Les autorités se sont focalisées au départ sur certaines mesures d'aide financière, comme les injections de capital, qui pouvaient être mises en œuvre rapidement et empêcher un effondrement de la confiance. Les taux de capitalisation doivent effectivement être accrus si l'on veut que le capital puisse faire office d'amortisseur en cas de pertes futures liées au ralentissement économique. Mais des mesures supplémentaires seront requises pour gérer les actifs toxiques, dont le montant est difficile à évaluer et qui font naître des incertitudes quant à la valeur sous-jacente des institutions financières, même après recapitalisation. Les gouvernements des pays de l'OCDE ont privilégié deux approches pour faire face aux risques engendrés par les actifs dépréciés.

Le cantonnement des actifs toxiques est la solution utilisée dans certains cas...

La première consiste au cantonnement des actifs toxiques au cas par cas ou de façon plus systématique. Dans cette formule, l'État garantit la valeur des mauvaises créances, qui sont dissociées du reste du bilan de la banque et gérées séparément. La banque peut ensuite reprendre ses activités normales de prêt aux entreprises et aux ménages solvables. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont utilisé cette approche sur une grande échelle : les actifs garantis de Citigroup et de Bank of America représentent 3 % du PIB des États-Unis et les actifs garantis de Lloyds TSB et de la Royal Bank of Scotland représentent 38 % du PIB du Royaume-Uni.¹¹

... mais la création de « bad banks » (structures de défaisance) est une riposte plus systématique

Une deuxième approche, plus systématique – généralement appelée approche « bad bank » -- implique la création d'une entité de gestion centralisée des actifs, qui achète aux banques les créances toxiques par le biais d'une procédure normalisée pouvant comporter des enchères inversées. C'était là l'objectif initial du Troubled Assets Relief Program mis en place aux États-Unis et c'est le but du programme d'investissement public-privé de 500 milliards de dollars (avec une extension possible à 1 000 milliards de dollars). Cette structure de défaisance a pour but d'assainir les bilans bancaires par l'achat à la fois de prêts et de titres toxiques auprès des banques et de créer un marché pour les titres illiquides adossés des actifs.¹²

-
11. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, le mécanisme de partage des pertes est le suivant : les banques absorbent un montant forfaitaire (environ 10 % de la valeur estimée du pool de créances) et les pertes supérieures à ce montant sont partagées entre l'État (90 %) et l'institution (10 %). Dans le système de garantie du Royaume-Uni, une « prime d'assurance » est versée par les banques au Trésor sous la forme d'actions préférentielles, un type d'obligation qui a une priorité légale hiérarchique sur les actions courantes (mais pas sur les autres titres de dette) sans offrir, toutefois, le même potentiel de rendement.
12. La participation au dispositif est assujettie à un « test de résistance » auquel doivent se soumettre les banques pour évaluer les risques demeurant dans leurs bilans et déterminer leurs besoins de capitalisation futurs. Le programme n'est accessible qu'aux banques ayant plus de 100 milliards d'actifs. Le test de résistance est fondé sur des hypothèses macro-économiques assez proches des prévisions présentées plus haut.

... alors que la nationalisation peut être une option de dernier recours

Depuis que la crise a éclaté, des prêteurs en difficulté ont été nationalisés ou placé sous la tutelle de l'État dans nombre de pays de l'OCDE, dont les États-Unis et le Royaume-Uni (voir tableau 1.4). Cette tendance pourrait se poursuivre, notamment aux États-Unis où les autorités achèteront des actions préférentielles convertibles dans les grandes banques jugées à risque dans les scénarios d'évaluation de la résistance aux chocs. Les actions préférentielles sont destinées à être converties peu à peu en actions ordinaires à mesure que les pertes dépassent un certain seuil. Ces injections de capital ouvrent donc la voie à une nationalisation endogène si le ralentissement de l'activité est de l'ampleur actuellement prévue.

Ces options ont leurs avantages et leurs inconvénients

Chaque stratégie a ses avantages et ses inconvénients :

- Le cantonnement des actifs toxiques présente le gros avantage de ne pas exiger, au départ, un décaissement de fonds publics, ce qui facilite son acceptation politique. Cependant, le fait de conserver dans les bilans ou dans des véhicules spéciaux des actifs toxiques garantis par l'État implique que les établissements concernés ne sont guère incités à gérer ces actifs de façon à maximiser les taux de récupération, car ils sont protégés contre la plupart des pertes au-delà d'un certain seuil. En outre, la multiplication des pools de mauvais actifs limite les économies d'échelle et peut compromettre les possibilités d'acquisition de données d'expérience dans la liquidation de ces créances. Le maintien de mauvais actifs à proximité des banques, même avec des garanties de l'État, peut aussi nuire à la confiance, dans la mesure où les agents économiques considèrent qu'il y a un risque politique à laisser chaque banque responsable d'une manière ou d'une autre des pertes sur son pool d'actifs toxiques.
- Les entités de gestion centralisée des actifs (structures de défaillance) dissociées des banques peuvent bénéficier d'une gestion ciblée et être incitées à maximiser les taux de récupération. Regrouper les actifs dans des structures de ce type peut aussi réduire les coûts fixes et accélérer le processus de valorisation, ce qui est sans doute particulièrement important dans la crise actuelle, compte tenu de la complexité technique de nombre des actifs toxiques. En outre, une fois assainies, les banques peuvent reprendre leurs opérations ou être vendues plus aisément. Cependant, cette approche exige la capitalisation initiale de la « bad bank », laquelle doit être la plus ample possible, pour mettre la structure à l'abri des pressions politiques et en tirer pleinement parti en termes de confiance et de valorisation.
- La nationalisation pourrait réduire la pression immédiate pour régler le problème des mauvaises dettes. Elle pose, toutefois, les problèmes d'économie politique associés à la prise de contrôle par l'État d'opérations commerciales et en fin de compte le problème

des mauvais actifs devrait tout de même être réglé. L'expérience donne à penser que la nationalisation peut être efficace si les banques sont gérées indépendamment des considérations politiques, resolvabilisées aussi rapidement et efficacement que possible et revendues aux investisseurs une fois resolvabilisées. D'autre part, dans quelques cas, des nationalisations bancaires suivies d'une participation à long terme de l'État au capital ont donné lieu à des coûts budgétaires élevés, une intermédiation financière inefficace et une faible productivité dans l'ensemble de l'économie.¹³

Des enseignements peuvent être tirés des expériences du Japon et de la Suède

Les expériences du Japon et de la Suède, et leurs résultats contrastés, apportent plusieurs enseignements, qui peuvent être utiles dans la situation actuelle, notamment l'importance d'une réaction rapide, d'une surcapitalisation initiale des structures de défaillance, d'un droit des faillites permettant la liquidation ordonnée des actifs et d'une autonomie de gestion par rapport aux actionnaires antérieurs des banques et au processus politique (voir appendice 1.1).

Réduire le plus possible le coût pour le contribuable

Les coûts budgétaires peuvent varier considérablement...

Un grand nombre de facteurs influent sur le coût budgétaire final d'une stratégie de gestion des actifs toxiques et de capitalisation des banques. L'un des premiers éléments exerçant une incidence est la façon dont les plans de capitalisation sont conçus. Dans le cas de la Suède, où les actionnaires des banques ont perdu leurs avoirs, le contribuable a bénéficié de la vente des banques nationalisées à un stade ultérieur. Une autre option utilisée jusqu'ici aux États-Unis est l'émission de bons de souscription d'actions et d'actions privilégiées assortis de taux d'intérêt nominaux relativement élevés. Une telle stratégie présente l'inconvénient de ne pas modifier l'incitation des détenteurs d'actions ordinaires à "miser sur la résurrection" en prenant des risques excessifs du fait d'une dette garantie de fait et de dépôts garantis de droit. En outre, ses avantages potentiels pour les contribuables sont très limités. Les nouvelles mesures utilisant des actions convertibles présentent plus d'avantages car l'État reçoit des actions ordinaires. Cependant, elles ne changent en rien le problème d'incitation des détenteurs précédents d'actions ordinaires aussi longtemps que les pertes effectives ne sont pas suffisamment importantes pour que l'État détienne une participation de contrôle.

... en fonction de la valorisation des actifs toxiques

Un facteur jouant un rôle essentiel dans le coût budgétaire final de l'établissement d'une seule structure de défaillance est le prix auquel sont transférés les mauvais actifs. Dans une stratégie de cantonnement, l'élément déterminant est la part des pertes supportées par la banque au départ, laquelle dépend dans une large mesure de la façon dont les actifs sont valorisés lorsque la garantie de l'État est accordée. En outre, si les

13. Voir les études de cas dans Kehoe et Prescott (2007) et notamment la comparaison entre les expériences du Chili et du Mexique dans les années 80 dans Bergoing *et al.* (2007) ou Fernández de Cordoba et Kehoe (2009).

structures de défaillance sont établies avec pour contrainte supplémentaire d'éviter la nationalisation, ce qui impose un plancher au prix de transfert des actifs, le risque de surpayer ces derniers est bien réel, avec les coûts budgétaires correspondants. En revanche, acheter les actifs avec une forte décote permettra sans doute au contribuable de bénéficier de la liquidation future des actifs toxiques à un prix plus élevé. Cela présente aussi l'avantage d'accroître la probabilité de la participation à l'opération d'investisseurs privés.

Remodeler la réglementation financière

Une réforme plus poussée sera nécessaire pour réduire les risques financiers futurs

Des réformes seront nécessaires pour réduire les risques et les coûts de crises financières systémiques à l'avenir. La crise actuelle a mis à jour des dysfonctionnements majeurs des marchés et des systèmes réglementaires, notamment des dispositifs de compensation mal conçus, des déficiences de l'information, une transparence insuffisante, des interventions publiques ayant des effets de distorsion (par exemple, le rôle des réductions des taux d'intérêt hypothécaires et des entreprises parrainées par l'État dans la forte expansion de l'immobilier), des réglementations pro-conjoncturelles, une confiance mal placée dans les notations et les modèles internes en matière de réglementation bancaire et la fragmentation de la surveillance. De plus, la crise a suscité des réactions -- notamment la politique désormais patente du « Too big to fail », selon laquelle on ne peut laisser les institutions “trop importantes” et “trop imbriquées” faire faillite -- qui peuvent accroître les risques de voir apparaître d'autres crises, encore plus coûteuses. Le phénomène d'aléa moral doit en effet être contré par une surveillance plus stricte. Par ailleurs, la crise s'est traduite par de nouvelles concentrations massives dans le secteur financier, aggravant encore le problème du « Too big to fail ». La réglementation financière devra être réformée complètement pour faire face à ces enjeux.

Politiques monétaires classiques et non classiques

Les autorités monétaires réagissent vigoureusement à la crise

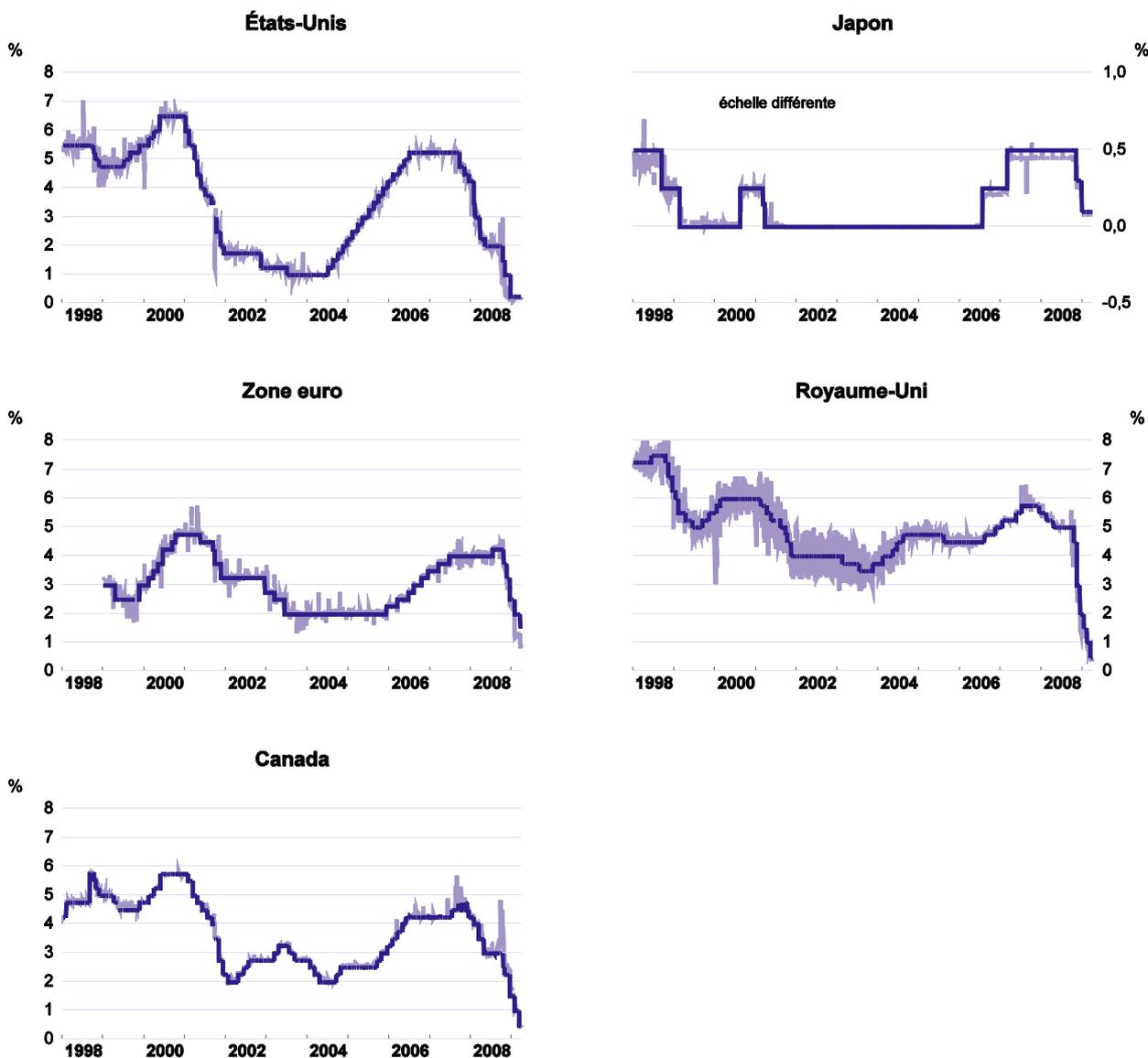
Les banques centrales ont réagi vigoureusement à la crise, en utilisant aussi bien des mesures classiques que non classiques. Du côté des mesures classiques, toutes les banques centrales des grands pays de l'OCDE ont procédé à des réductions sans précédent des taux directeurs (graphique 1.19). L'inflation de base étant appelée à rester au-dessous des objectifs d'inflation implicites ou explicites et un risque de déflation existant dans nombre de pays, de nouvelles réductions des taux d'intérêt sont requises dans les pays où les taux étaient initialement élevés et où les réductions ont été relativement modérées, afin de rapprocher les taux de zéro dans la plupart des cas :

Les taux directeurs sont proches de zéro aux États-Unis...

- La Réserve fédérale des États-Unis a établi une fourchette d'objectifs de 0 à 0.25% pour les taux des fonds fédéraux, s'engageant à maintenir des taux exceptionnellement faibles

Graphique 1.19. Les taux directeurs ont été abaissés¹

Dernière observation: 23 mars 2009



1. Le trait bleu foncé représente la cible de taux fixée par les banques centrales.

Source : s: Bloomberg, Banque de Japon, Datastream, BCE.

pendant quelque temps. Depuis février, elle a commencé de publier dans les minutes du FOMC les fourchettes d'objectif pour l'inflation en état stationnaire (de l'ordre de 1.7 à 2.0 %). Ce changement de stratégie témoigne d'un renforcement de la

détermination à l'égard du ciblage de l'inflation et vise, par conséquent, un meilleur ancrage des anticipations inflationnistes. Une fois que la reprise économique sera bien enclenchée et que les conditions financières seront normalisées, la Réserve fédérale devra commencer de relever les taux d'intérêt directeurs afin d'assurer un ancrage solide des anticipations, ce qui ne devrait intervenir qu'après 2010.

... au Japon...

- La Banque du Japon a utilisé sa marge de manœuvre limitée pour ramener les taux à 0.1 % et les perspectives militent en faveur du maintien du taux à ce niveau.

... dans la zone euro...

- La Banque centrale européenne (BCE) a réduit moins fortement son principal taux directeur, pour le ramener à 1½ pour cent en mars, encore que, sous l'effet de modifications opérationnelles de la politique monétaire, les taux d'intérêt au jour le jour ont en fait diminué davantage, pour se situer en-dessous de 1 %. Compte tenu des perspectives peu encourageantes de l'activité économique dans la zone euro et des signes généralisés d'un recul de l'inflation, il faut tirer pleinement parti des possibilités restantes de réduction des taux.

... et au Royaume-Uni

- Les autorités monétaires du Royaume-Uni ont amputé les taux directeurs de 500 points de base, du jamais vu, depuis le début de 2008, pour les ramener à ½ pour cent ; les perspectives économiques justifient le maintien du taux directeur à un niveau aussi proche que possible de zéro jusqu'à la fin de 2010.

Lorsqu'on estime qu'il y a un risque d'entrer dans une période de déflation et lorsque les taux d'intérêt ont déjà atteint des niveaux proches de zéro, il importe de s'attacher à maintenir les taux à un bas niveau pendant une période de temps suffisante.¹⁴ La réaffirmation de la volonté d'assurer la convergence de l'inflation avec l'objectif à moyen terme sera aussi un instrument utile pour ancrer efficacement les anticipations d'inflation.

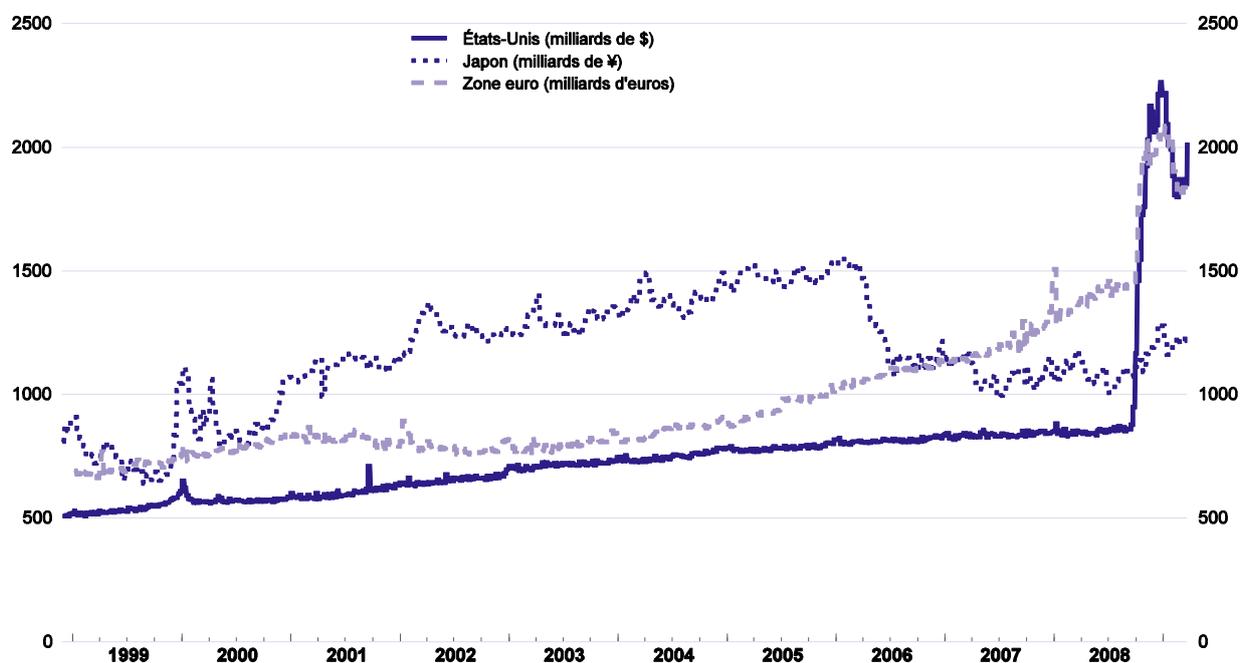
Des mesures non classiques sont aussi utilisées...

La mise en œuvre de mesures non classiques de politique monétaire a conduit à une expansion notable des bilans des banques centrales (graphique 1.20) et semble avoir suscité une amélioration du fonctionnement de l'intermédiation financière.

14. Les données empiriques existantes indiquent que cet engagement a pour effet de diminuer la courbe des rendements, à court et à moyen terme, du moins dans le cas du Japon (Ugai, 2007).

Graphique 1.20. Les bilans des banques centrales se sont accrus

Dernière observation : 18,20 et 23 Mars 2009



Source : Datastream.

... aux États-Unis...

- La Réserve fédérale étend et prolonge (dans la durée et en magnitude) les programmes déjà mis en œuvre et a commencé à acheter des titres du Trésor à plus long terme.¹⁵ L'accroissement de son bilan est donc un élément appelé à persister pendant quelque temps. Le rendement des obligations d'État s'est réduit après l'annonce de la nouvelle politique. De plus, les achats par la Réserve fédérale des dettes des organismes financiers et des actifs adossés à des créances hypothécaires ont contribué depuis la fin octobre à ramener les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits hypothécaires de longue durée à taux fixe à un niveau d'une faiblesse sans précédent. En outre, le mécanisme de financement des billets de trésorerie mis en place par la Réserve fédérale semble avoir contribué à stabiliser le marché de ces effets, diminuant sensiblement les taux d'intérêt pour toutes les échéances.

15. La dotation du Term Asset-Backed Securities Loan Facility (dispositif destiné à relancer la titrisation et par conséquent les prêts) a été portée de 200 milliards de dollars à l'origine et son champ d'application a été élargi. En mars, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle augmentait ses achats de titres adossés à des prêts hypothécaires émis par des agences fédérales de 750 milliards de dollars et de dette des agences fédérales de 100 milliards de dollars.

... dans la zone euro ...

- Si la BCE n'exclue pas la possibilité de mettre en œuvre des mesures de politique monétaire non classiques si les conditions financières se dégradent encore, aucun programme n'a été formellement annoncé jusqu'ici. Cela tient dans une large mesure au fait que la possibilité de recourir à ce type de mesures existait déjà au début de la récession et le bilan de la BCE s'est significativement accru. Compte tenu de la médiocrité des perspectives économiques, un assouplissement quantitatif devrait intervenir pour soutenir la demande.

... au Japon...

- La Banque du Japon a aussi introduit des mesures non classiques, comme l'achat des billets de trésorerie, notamment des billets de trésorerie adossés à des actifs, pour atténuer les difficultés financières des entreprises au premier trimestre de 2009. Elle a également procédé à des achats directs d'obligations de sociétés. En outre, elle a réintroduit récemment des mesures temporaires pour faciliter le financement des entreprises,¹⁶ relancé aussi un programme d'achat d'actions de sociétés détenues par les banques et fourni des prêts subordonnés aux banques.

... et au Royaume-Uni...

- Le Royaume-Uni a commencé de mettre en œuvre une stratégie d'assouplissement quantitatif, notamment en achetant des titres des secteurs public et privé.¹⁷ Les rendements des obligations d'État ont diminué depuis que la Banque d'Angleterre a commencé à racheter des obligations.

Les dispositifs d'injection de liquidités semblent avoir réduit les écarts de taux

Les initiatives engagées jusqu'ici par les autorités semblent avoir conduit à une amélioration du fonctionnement de l'intermédiation financière même si les marchés restent très instables par rapport aux périodes passées. Les dispositifs d'injection de liquidités, en particulier, ont contribué à des réductions de l'écart entre les taux interbancaires à trois mois non garantis et les taux au jour le jour anticipés aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro (graphique 1.21).¹⁸

16. La Banque du Japon a introduit en janvier 2009 une facilité de crédit, qui permet de fournir des financements illimités adossés à des titres de dette de sociétés au taux cible du financement à un jour.

17. La Banque d'Angleterre financera pour 75 milliards de livres (5 % du PIB environ) d'achats d'actifs du secteur privé (Asset Purchase Facility) et d'obligations d'État à échéance longue et moyenne sur le marché secondaire. Le Asset Purchase Facility comprend un Commercial Paper Facility pour l'achat de billets de trésorerie émis en sterling par des entreprises du Royaume-Uni et classés dans la catégorie « investment grade ». La Banque d'Angleterre envisage aussi un dispositif d'achat de titres de sociétés sur le marché secondaire.

18. Les données empiriques pour les États-Unis montrent que le Term Auction Facility (TAF) a contribué à améliorer les conditions des marchés monétaires : les annonces du TAF et ses opérations ont conduit à une réduction cumulée de plus de 50 points de base de l'écart de taux LIBOR-OIS au cours de la première phase de la crise financière (1^{er} janvier 2007 au 24 avril 2008). Cette réduction est économiquement importante car elle représente environ 90% du niveau moyen de l'écart de taux LIBOR-OIS au cours de la période considérée (McAndrews *et al.*, 2008). Kwan (2009) signale que le risque de contrepartie peut expliquer 44% environ de la variation des écarts de taux LIBOR-OIS.

Graphique 1.21. La pression sur le marché monétaire a baissé



Note : Pour la zone euro, écart entre le taux EURIBOR à trois mois et l'indice swap EONIA ; pour les États-Unis, écart entre le taux LIBOR à trois mois et le swap à trois mois du taux au jour le jour.

Source : Datastream ; et Bloomberg.

Assurer un retour sans heurt à des conditions financières normales

Des stratégies de sortie doivent être préparées

À terme, il importe que les mesures soient conçues et mises en œuvre de façon à permettre leur suppression ordonnée à mesure que les conditions sur les marchés financiers se normalisent, et éviter ainsi des instabilités futures. En particulier, des inquiétudes apparaissent, relatives au fait que si la liquidité n'est pas retirée à un rythme proportionnel à l'amélioration éventuelle des marchés financiers, les conditions financières pourraient devenir trop souples et ainsi déstabiliser les anticipations d'inflation et en fin de compte l'inflation. Dans cette optique, la plupart des mesures ont déjà été annoncées comme temporaires, avec des délais spécifiques de mise en œuvre. C'est le cas pour les programmes visant à doper l'activité des marchés financiers qui sont censés ne rester en place que pour de relativement courtes périodes. Les garanties publiques pour les actifs dépréciés ont généralement été accordées pour de plus longues périodes (cinq à dix ans), alors que, pour la capitalisation bancaire, l'objectif est de dénouer les positions prises par l'État dès que les conditions financières se normaliseront, même sans date butoir précise.

Certains plans de sauvetage financier sont conçus de manière à réduire l'incitation des participants au marché à recourir à l'aide publique à mesure que la situation s'améliore sur les marchés du crédit.¹⁹ Par ailleurs, certains programmes sont assortis de restrictions concernant les rémunérations des cadres dirigeants et le versement de dividendes, ce qui incite fortement les

19. Pour la capitalisation bancaire, par exemple, les injections de capitaux donnant lieu à l'attribution d'actions préférentielles ont un très fort rendement sous forme de dividendes. En outre, pour les garanties des actifs dépréciés, la participation à ces programmes est soumise au versement d'une prime.

actionnaires et la direction à s'affranchir aussitôt que possible de l'aide publique.²⁰ Enfin, l'échéance de nombreux actifs achetés par les autorités monétaires est relativement courte, l'arrêt des programmes permettant une contraction rapide des bilans des banques centrales. Dans le cas de la Réserve fédérale, sont concernés les prêts aux institutions financières, les échanges de devises et les achats de billets de trésorerie. S'agissant des actifs à échéance plus longue (comme la dette des organismes financiers et les titres adossés à des créances hypothécaires dans le cas des États-Unis, et les obligations et actions de sociétés dans le cas du Japon), il importe qu'ils soient vendus progressivement pour éviter de perturber à nouveau les marchés financiers après leur rétablissement. Nonobstant, certaines mesures pourraient être plus difficiles à retirer sans une action internationale concertée. Par exemple, des changements dans le seuil de garantie des dépôts influenceront sur la compétitivité des banques s'ils sont entrepris de façon unilatérale.

Cadres monétaires

Les cadres de la politique monétaire devront évoluer

Lorsque les objectifs actuels de la politique monétaire auront été atteints dans le futur, les cadres actuels de la politique monétaire devront éventuellement être révisés. En effet, ces cadres ont été remis en question par la fréquence avec laquelle la déflation s'est installée ou a menacé de s'installer dans les économies de l'OCDE. Le Japon a traversé une période de déflation en 2000-06, alors que des risques de déflation ont été relevés aux États-Unis en 2001 et de nouveau en 2003. La déflation constituant désormais un risque non négligeable pour nombre de pays de l'OCDE en 2010. Dans ce contexte d'épisodes de déflation effective ou menaçante, un relèvement des objectifs d'inflation, une fois que la situation se sera normalisée, pourrait être un moyen de diminuer cette vulnérabilité. Le coût économique d'une inflation plus élevée (de manière permanente mais modeste) pourrait être considéré comme une prime d'assurance à acquitter pour réduire le risque de déflation. Autrement, la politique monétaire pourrait cibler un sentier d'évolution des prix, option qui réduirait beaucoup le risque de déflation si l'engagement est jugé crédible.²¹ Une révision des cadres de la politique monétaire pourrait exiger que l'inflation soit proche de son taux cible en moyenne sur une période prolongée, comme le cycle économique (comme c'est le cas actuellement en Australie). Cette option offrirait des avantages similaires au ciblage du niveau des prix en termes de prévention de trappes à liquidité mais pourrait être mise en place grâce à une modification plus marginale des cadres actuels de la politique monétaire. Un autre enseignement de la crise actuelle est que les bulles des prix des actifs peuvent être très déstabilisantes. Le ciblage des prix des actifs est complexe et probablement pas souhaitable en tant que tel, mais les cadres de la politique monétaire et de la politique

20. Un autre problème est que ces restrictions peuvent aussi nuire à la participation en premier lieu.

21. Voir Cournède *et al.* (2009) pour les recherches récentes de l'OCDE appuyant cette conclusion.

financière devront donner davantage de poids aux évolutions des marchés des actifs dans les économies où ces évolutions ne se voient encore pas accorder l'attention qu'elles méritent.

Politique budgétaire

La gravité du ralentissement de l'activité a conduit à recourir à nouveau à une action budgétaire discrétionnaire

Confrontés à un grave ralentissement de l'activité, associé à une dégradation des mécanismes de transmission monétaire et, dans beaucoup de cas, à des possibilités de nouvelles réductions des taux directeurs insuffisantes, voire inexistantes, tous les pays de l'OCDE et un grand nombre de pays non membres de l'OCDE (notamment la Chine) ont introduit des mesures budgétaires discrétionnaires pour soutenir l'économie²². On trouvera une documentation détaillée et une évaluation de ces mesures, ainsi qu'une analyse des avantages et des coûts d'un assouplissement budgétaire discrétionnaire supplémentaire, dans le chapitre 3.

Les programmes budgétaires diffèrent largement d'échelle suivant les pays

La taille de ces programmes budgétaires, telle que mesurée par les écarts cumulés des soldes budgétaires au cours de la période 2008-2010, représente environ 3½ pour cent du PIB de l'OCDE en 2008 et le niveau de soutien de la relance aux PIB sera d'environ ½ pour cent pour un pays moyen de l'OCDE en 2009 comme en 2010. On observe toutefois des variations considérables entre les pays pour ce qui est non seulement de l'échelle des programmes, mais aussi de leur incidence sur la production. L'expansion budgétaire ne fournira une relance supérieure à 1 % du PIB à la fois en 2009 et 2010 qu'aux États-Unis et en Australie. Pour les autres pays, l'incidence probable des programmes budgétaires est plus modeste par rapport à l'ampleur de l'écart de production attendu.

Les positions budgétaires devraient se dégrader spectaculairement

La dégradation des soldes budgétaires de près de 6 points de pourcentage du PIB sur la période 2009-10 n'est due que dans une faible mesure à la réaction budgétaire discrétionnaire à la crise. L'essentiel de l'augmentation des déficits est lié au jeu des stabilisateurs automatiques (tableau 1.5), mais aussi à la disparition du dynamisme extraordinaire des recettes observé précédemment et à la mise en œuvre de mesures discrétionnaires non liées à la crise. L'accumulation d'importants déficits implique une augmentation rapide de la dette publique, les engagements financiers bruts des administrations publiques devant, d'après les prévisions, atteindre 100 % du PIB en 2010 dans la zone de l'OCDE. Ce chiffre ne tient pas compte du passif éventuel associé aux opérations de sauvetage financier.

Les possibilités de soutien supplémentaire dépendent du degré d'endettement de l'État

La contrainte la plus importante à l'introduction de nouvelles mesures de relance budgétaire pourrait être la réaction des marchés de capitaux à l'augmentation des besoins d'emprunt des États. Seront pris en compte à cet égard l'endettement du secteur public et l'évolution future attendue des positions budgétaires des administrations publiques (qui dépend de

22. Les quelques pays de l'OCDE qui ont resserré leur politique budgétaire sont la Hongrie, l'Islande et l'Irlande.

l'augmentation des dépenses liées au vieillissement dans le cas de politiques inchangées) ainsi que la crédibilité pouvant être accordée à la capacité de l'État d'assurer la stabilité budgétaire à long terme. Sur cette base, les pays ayant la plus grande marge de manœuvre budgétaire semblent être l'Allemagne, le Canada, l'Australie, les Pays-Bas, la Suisse, la Corée et certains pays nordiques. Inversement, les pays où la marge de manœuvre pour une relance budgétaire est très limitée sont le Japon, l'Italie, la Grèce, l'Islande et l'Irlande.

Tableau 1.5. **Les situations budgétaires se détériorent dramatiquement**

En pourcentage du PIB / PIB potentiel

	2006	2007	2008	2009	2010
États-Unis					
Solde effectif	-2.2	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
Solde sous-jacent ¹	-2.9	-3.3	-5.4	-7.6	-8.2
Solde primaire sous-jacent ¹	-0.9	-1.2	-3.5	-6.1	-6.7
Engagements financiers bruts	61.7	62.9	71.9	88.1	100.0
Japon					
Solde effectif	-1.6	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
Solde sous-jacent ¹	-3.5	-3.2	-3.7	-4.6	-4.6
Solde primaire sous-jacent ¹	-2.8	-2.6	-2.9	-3.7	-3.4
Engagements financiers bruts	172.1	167.1	172.1	186.2	197.3
Zone euro					
Solde effectif	-1.3	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0
Solde sous-jacent ¹	-1.3	-0.9	-1.4	-2.1	-2.7
Solde primaire sous-jacent ¹	1.3	1.7	1.2	0.5	-0.1
Engagements financiers bruts	74.6	71.2	71.0	77.7	84.4
OCDE					
Solde effectif	-1.3	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7
Solde sous-jacent ¹	-2.1	-2.1	-3.2	-4.8	-5.2
Solde primaire sous-jacent ¹	-0.3	-0.2	-1.4	-3.1	-3.5
Engagements financiers bruts	76.0	74.5	78.8	90.6	99.9

Note : Le solde effectif et les engagements financiers bruts sont en pourcentage du PIB nominal. Les soldes sous-jacents sont exprimés en pourcentage du PIB potentiel. Les soldes primaires sous-jacents excluent l'impact des charges d'intérêts nettes de la dette sur les soldes sous-jacents.

1. Les chiffres pour l'OCDE ne comprennent pas le Mexique et la Turquie.

Source : OCDE.

Les stabilisateurs automatiques et les mesures discrétionnaires peuvent apporter un soutien budgétaire supplémentaire

Si les risques d'une dégradation plus forte que prévu se matérialisent, d'autres pays pourraient aussi envisager une nouvelle action de relance. L'opportunité d'une telle action dépendra en partie de la mesure dans laquelle les impulsions négatives seront compensées par les stabilisateurs automatiques. Ceux-ci tendent à être relativement puissants en Europe, bien que leur vigueur varie sensiblement d'un pays européen à l'autre, et à être relativement faibles aux États-Unis et au Japon. Dans ces conditions, pour amortir un choc commun, les pays européens doivent engager une action de stimulation discrétionnaire moindre que les États-Unis.

La crédibilité budgétaire est tout aussi importante

La nécessité de minimiser la réaction négative des marchés de capitaux et d'améliorer ainsi l'efficacité de toute action budgétaire discrétionnaire met également en évidence l'importance, pour la viabilité budgétaire, d'un cadre crédible à moyen terme, appuyé par une ferme

volonté politique. Pour éviter que la viabilité budgétaire ne soit compromise par un plan de relance, il est aussi possible d'annoncer des réformes qui généreront des économies budgétaires à l'avenir.

Une action de relance budgétaire dans un pays a des effets de retombée dans les autres

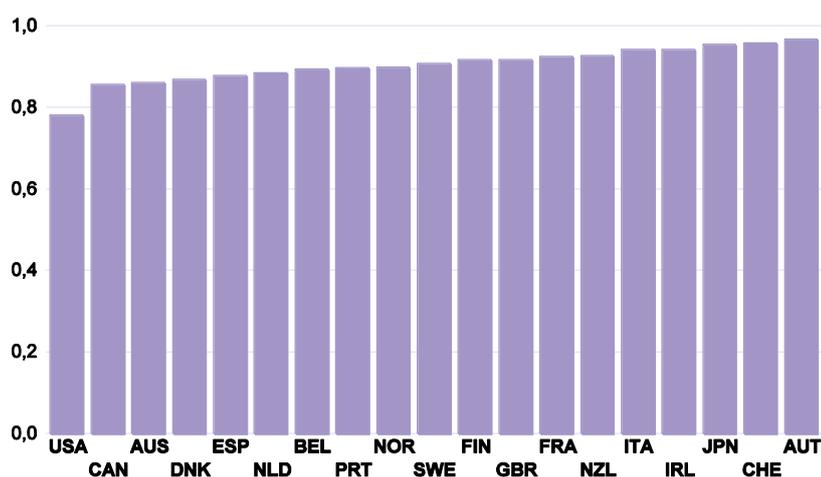
Une action de relance budgétaire engagée dans un pays aura des effets de retombée dans les autres. Ces effets peuvent être aussi bien positifs (par le biais des échanges) que négatifs (par le biais des taux d'intérêt). A priori, les retombées ont plus de chances d'être positives pour les actions de relance entreprises par les petites économies ouvertes alors qu'elles seront plus souvent négatives dans le cas des actions de relance des grandes économies. En principe, ces retombées pourraient justifier une action concertée, mais, dans la pratique, celle-ci est difficile à mettre en œuvre.

Politiques du marché du travail et autres politiques structurelles

Les forts taux de chômage devraient persister...

Par le passé, les importantes progressions conjoncturelles du chômage ont eu tendance à devenir pour partie structurelles, réduisant le potentiel de production pendant une période prolongée. Le degré de persistance du chômage a varié suivant les pays : une hausse du taux de chômage aux États-Unis a eu tendance à s'inverser à un rythme relativement rapide, alors que le processus d'ajustement au Japon et dans certains pays européens a généralement été plus long (graphique 1.22). Cette variation entre les pays de la persistance du chômage est liée dans une certaine mesure aux

Graphique 1.22. Nombre de pays de l'OCDE souffrent d'un chômage très persistant
1970-2007



Note : La mesure indique l'importance du lien entre les taux de chômage d'une année et ceux de l'année précédente. Le chiffre représenté est le coefficient retardé du chômage dans des équations autorégressives du premier ordre. Plus la valeur est élevée, plus le chômage est persistant.

Source : OCDE.

différences d'orientation des politiques structurelles, notamment les réglementations des marchés des produits et du travail. On peut espérer que les réformes mises en œuvre dans ces domaines ces dernières années, notamment les progrès dans la réduction des obstacles à la concurrence sur les marchés des produits, contribueront à accélérer le retour du chômage à ses niveaux d'avant la crise²³.

... ce qui réduirait le potentiel de croissance avec des conséquences pour la politique budgétaire et monétaire

Néanmoins, il y a fort à craindre que les taux de chômage élevés prévus pour 2010 ne deviennent, dans une certaine mesure, structurels les années suivantes. Dans ce cas, les déficits budgétaires structurels seront plus élevés qu'ils ne l'auraient été autrement, car les recettes seront moindres et les dépenses plus importantes lorsque l'économie retrouvera son niveau potentiel. Cela implique en outre que la politique monétaire doit être resserrée plus tôt dans la phase de reprise pour éviter l'apparition de pressions inflationnistes. Si le chômage reste bloqué à des hauts niveaux, on verra se reproduire la crise des années 70, qui a ouvert la voie à des déséquilibres macroéconomiques prolongés. Tous ces facteurs montrent combien il est nécessaire que les mesures du marché du travail dictées par la crise soient conçues de façon à éviter dans la mesure du possible toute progression du chômage structurel.

Diverses politiques peuvent amortir le chômage structurel

Les politiques destinées à amortir le chômage structurel pourraient viser à la fois à limiter la hausse du chômage effectif et à réduire le risque que ce chômage ne devienne structurel. Outre l'action générale de stimulation de la demande, des mesures propres à réduire les obstacles auxquels se heurtent les jeunes à l'entrée de l'enseignement supérieur pourraient contribuer à limiter l'augmentation du chômage. Du point de vue économique général, les coûts d'opportunité de la formation pourraient aussi être particulièrement faibles dans la conjoncture actuelle, ce qui donne à penser que des mesures temporaires destinées à faire supporter par l'État une partie des coûts correspondants, y compris les coûts salariaux, pourraient être envisagées. D'autres mesures à court terme pour soutenir la demande de main-d'œuvre et permettre un certain degré de partage de travail pourraient aussi être utiles, à condition qu'elles soient accompagnées de précautions pour éviter les abus et soit de règles de validité temporaire ou d'incitations menant à leur réduction lors de la reprise économique. Les mesures actives du marché du travail peuvent limiter le risque que les chômeurs ne s'éloignent trop du marché du travail, mais les programmes budgétaires ne paraissent pas avoir jusqu'ici accordé un grand poids à ces dépenses.

23. Si un cadre d'action plus flexible accélère l'ajustement aux chocs, il tend aussi à amplifier les réactions aux chocs. En moyenne, le premier effet annule le deuxième, comme analysé dans Duval *et al.* (2008). Cependant, l'une des raisons pour lesquelles un cadre d'action flexible accélère l'ajustement est que les autorités monétaires ont, dans ce cas, une plus grande marge de manœuvre pour réagir aux chocs. Dans les conditions actuelles, avec des taux d'intérêt proches de zéro, cette marge de manœuvre est inexistante, de sorte que l'avantage de politiques flexibles du marché du travail et des produits pourrait être moindre qu'en temps normal.

Certaines mesures de crise devront être réduites une fois la reprise bien engagée...

Il importe aussi d'assurer que les mesures mises en œuvre pour faire face à la crise mais pouvant avoir des conséquences dommageables à long terme soient retirées de manière ordonnée. Ainsi, pour aider les personnes en difficulté, certains pays ont étendu la durée et les niveaux de la protection sociale. Si une telle action est compréhensible dans les circonstances actuelles, ces mesures devront être réduites lorsque l'activité se sera redressée. Un autre type de mesure, introduite en réaction à l'augmentation du chômage dans les années 70 et qui s'est révélée ultérieurement difficile à abolir, est la réduction de l'offre de main-d'œuvre au moyen de divers plans de préretraite. L'expérience passée et la nécessité à l'avenir de prolonger la durée de la vie active militent fortement contre l'expérimentation de telles mesures.

... la réforme du marché du travail devant alors revenir à l'ordre du jour

Plus généralement, une fois la reprise bien engagée, la nécessité de réformer les politiques du marché du travail dans nombre de pays de l'OCDE doit revenir à l'ordre du jour. La *Réévaluation de la Stratégie de l'OCDE pour l'emploi* et *Objectif croissance* ont mis en évidence les politiques nécessaires pour améliorer les résultats du marché du travail et l'introduction de ces politiques à un stade précoce de la reprise pourrait assurer d'importants gains d'emploi et de fortes réductions du chômage.

Les mesures de crise affaiblissent aussi la concurrence sur les marchés des capitaux et des produits...

Les mesures de crise peuvent aussi avoir des effets négatifs sur la concurrence sur les marchés des capitaux et des produits. La restructuration du secteur financier, qui s'est traduite par des prises de participation accrues de l'État au capital, pourrait réduire la concurrence sur les marchés financiers. De fait, certains programmes de soutien (par exemple, au Royaume-Uni et en Irlande) ont privilégié les prêts des institutions financières aux agents économiques nationaux, au détriment de la concurrence étrangère. Pour ce qui est des entreprises non financières, le soutien récemment annoncé à des secteurs particuliers, notamment la construction automobile, dans nombre de pays (y compris l'Australie, le Canada, la France, l'Italie, l'Espagne, la Suède et les États-Unis) a visé à réduire les pertes d'emploi dans des économies déjà affaiblies. Ce type d'interventions faussent la concurrence et l'allocation efficace des ressources, en bloquant ou retardant la sortie des producteurs non performants, sauf si l'aide est assujettie à des plans de restructuration ambitieux et strictement limitée dans le temps. Même ainsi, ces mesures peuvent être considérées comme des dispositifs protectionnistes à l'intérieur des frontières, qui peuvent provoquer des mesures correctrices des pays partenaires. En outre, les mesures budgétaires prises par l'État dans certains pays ont donné l'impression d'établir une trop grande discrimination à l'égard des producteurs étrangers (par exemple, les dispositions « Buy America » du programme budgétaire adopté aux États-Unis en février 2008, bien qu'elles incluent une clause mentionnant que ces dispositions doivent être compatibles avec les obligations internationales).

*... et les pressions
protectionnistes
s'accroissent*

Jusqu'ici, les mesures protectionnistes à la frontière ont été rares et n'ont concerné que des pays non membres de l'OCDE. Cependant, les plaintes antidumping adressées à l'Organisation mondiale du commerce ont fortement augmenté ces derniers mois. À mesure que le chômage progresse ailleurs, les pressions protectionnistes devraient se renforcer et il faudra une forte détermination politique pour défendre les régimes de libre-échange et d'investissement.

APPENDICE 1.1 :
GÉRER LA CRISE FINANCIÈRE : LES PRÉCÉDENTS DE LA SUÈDE ET DU JAPON

La Suède et le Japon ont dû faire face à des crises financières dans les années 90

Cet appendice fournit des informations sur les expériences de la Suède et du Japon lors de crises financières dans les années 90. Pour chacun de ces pays, il décrit les origines de la crise, les réponses de politique économique et la résolution éventuelle. Il se conclut en tirant des leçons de ces épisodes.

Suède

Les origines de la crise

Les allègements des taux d'intérêts hypothécaires ont contribué à une forte expansion de l'immobilier

Du début au milieu des années 80, la Suède a commencé de déréglementer le secteur financier, caractérisé par un plafonnement du crédit, des restrictions à l'investissement dans les obligations d'État et les institutions hypothécaires et une surveillance étroite par la Riksbank. La déréglementation soudaine, associée à l'absence d'expérience de l'analyse des risques, a conduit le secteur bancaire à une prise de risque excessive. En outre, la déréglementation a eu lieu sans réforme du code de l'impôt, qui permettait une totale déductibilité des intérêts et encourageait ainsi le recours à l'emprunt. Les prêts immobiliers, la construction ainsi que les prix des actions et des logements se sont envolés. La perte de compétitivité, la hausse des taux d'intérêt au lendemain de la réunification de l'Allemagne (qui a affecté la Suède du fait de la politique de taux de change fixes appliquée à l'époque) et la réforme fiscale, qui a réduit la valeur des déductions d'intérêt, se sont combinées pour conduire à une décélération de la croissance économique, suscitant un mouvement spéculatif sur la monnaie et des hausses sensibles des taux d'intérêt. Avec le ralentissement de la croissance et la hausse du chômage, un grand nombre de prêts du secteur privé sont devenus non performants et les banques ont réduit leurs octrois de crédit pour constituer des réserves pour pertes sur prêts²⁴.

24. Voir Englund (1999).

La réaction des autorités

L'État a pris le contrôle d'un grand nombre de banques

Lorsque les prix des biens immobiliers ont implosé en 1991, le système bancaire suédois est devenu insolvable. La première réaction à la crise financière a été une approche fragmentée pour aider les banques en difficulté (injections de capital et garanties). Au printemps de 1992, les autorités ont introduit une assurance globale couvrant pour une période de quatre ans les créanciers des 114 banques du pays. C'était le premier pas vers une gestion des banques défaillantes. Les autorités ont d'abord demandé aux banques participantes de reconnaître rapidement leurs pertes, les mauvais actifs étant transférés dans deux entités indépendantes de gestion gérées par l'État, à leur valeur comptable. Ensuite, elles ont recapitalisé les établissements bancaires et pris des participations directes à leur capital. Leur objectif était de sauver ces établissements mais pas leurs actionnaires. À la fin de la crise, le Gouvernement suédois avait pris possession d'une vaste partie du secteur bancaire.

De solides entités de gestion des actifs ont été établies

Les entités de gestion des actifs se sont vu accorder une très large indépendance. Dès le départ, elles ont été adéquatement capitalisées par rapport aux pertes attendues durant leur durée de vie. De cette manière, on s'est assuré qu'elles seraient en mesure de mener de façon autonome les opérations de réduction progressive des opérations et qu'elles ne demanderaient pas des financements supplémentaires au parlement, ce qui aurait imposé des pressions politiques. En outre, les règles ont été ajustées pour tenir compte de la probabilité selon laquelle ces entités pourraient avoir besoin d'un délai supérieur aux trois années envisagées dans les dispositions relatives aux défaillances de réglementation bancaire pour éliminer les actifs toxiques sans exercer une trop forte pression sur les prix du marché.

La résolution

Le coût budgétaire global a été modéré

En 1997, les actifs toxiques avaient été liquidés, à un rythme plus rapide et à un coût moindre pour les contribuables suédois qu'on ne le prévoyait initialement. La Suède a dépensé 4 % de son PIB (65 milliards de couronnes) pour sauver les banques en difficulté, mais on estime que le coût final a été inférieur à 2 % du PIB²⁵. La différence peut être attribuée aux succès des entités de gestion des actifs à retirer le plus de valeur économique possible des prêts non performants qui leur avaient été transférés. Ces efforts ont consisté notamment à prendre des participations dans les entreprises ayant contracté les emprunts pour maintenir et rétablir la valeur des actifs, voire à reprendre les entreprises en faillite jusqu'à ce qu'elles puissent être liquidées.

25. Les prêts non performants des banques sont passés de 0.2-0.5 % du total des prêts dans les années 80 à 5 % en 1992. Ils ont atteint pas moins de 11 % du PIB en 1993. Pour plus de détails, voir Ergunor (2007).

Japon

Les origines de la crise

Les faibles taux d'intérêt ont alimenté une forte expansion de l'immobilier

Dans le cas du Japon, la situation initiale est très semblable à celle observée en Suède : les pertes bancaires ont été engendrées par une forte augmentation des prix de l'immobilier et des actions, suivie d'une diminution spectaculaire. La différence essentielle tient toutefois au fait qu'au Japon la crise a duré près de 14 ans, ce qui a amené un grand nombre d'analystes à parler pour ce pays d'une décennie perdue.

Vers la fin des années 80, le yen s'était sensiblement apprécié après l'accord du Plaza de septembre 1985. Afin de soutenir la croissance, les autorités monétaires ont inondé le marché de liquidités pour réduire les taux d'intérêt et doper l'investissement. Mais cette liquidité excessive a aussi entraîné une bulle sur le marché des actions et sur le marché immobilier. Comme dans le cas de la Suède, les investisseurs ont eu tendance à sous-estimer et sous-évaluer les risques. La Banque du Japon a réagi à la bulle en resserrant la politique monétaire à la fin des années 80, entraînant une baisse des prix des actions puis des prix de l'immobilier. Les banques japonaises étant autorisées à détenir des actions dans leur base de capital, lorsque la bulle boursière a éclaté, la valeur des plus-values non réalisées s'est effondrée, réduisant spectaculairement les réserves en capital de plusieurs d'entre elles. En outre, les prix de l'immobilier chutant inexorablement, la valeur des sûretés sur lesquelles étaient adossés un grand nombre de prêts bancaires est tombée au-dessous de la valeur du principal, ce qui a conduit à une augmentation des prêts non performants.

La réaction des autorités

Initialement, la réaction des autorités a été fragmentée et lente

L'effondrement des prix des actifs et la pénurie de crédits qui a suivi ont plongé l'économie dans une grave récession. La première réaction des autorités à la crise a été d'accorder un moratoire sur les paiements, d'étendre la garantie des dépôts et de fournir des liquidités et une aide d'urgence pour faciliter et encourager les fusions des institutions en faillite, les grandes banques sauvant dans le cadre de ces opérations les institutions financières plus petites et absorbant leurs pertes. Les premières injections de capitaux ont eu lieu en 1996, face à la dégradation de la crise qui a suivi la faillite de plusieurs sociétés spécialisées dans le crédit immobilier. Ces interventions se sont généralisées à compter de 1997, lorsqu'il a été reconnu que le secteur bancaire japonais traversait une véritable crise systémique après la faillite de grandes banques. Les injections de capitaux ont revêtu la forme de souscriptions d'actions (actions préférentielles, actions préférentielles convertibles), de subventions et de prêts subordonnés. Vers la fin de 1997, des changements comptables ont été approuvés, en vertu desquels les banques pouvaient choisir pour leurs actifs soit la valeur du marché, soit la valeur comptable.

Une entité de gestion des actifs a été établie en 1992, mais a été financée en totalité avec des capitaux privés, compte tenu de la réticence du public à accepter que l'argent des contribuables soit utilisé pour sauver les banques. Une nouvelle entité de gestion des actifs a été mise en place en 1995, avec des financements privés et publics, la Banque du Japon finançant plus de 90 % de son capital. Une troisième entité, également cofinancée avec de l'argent public et privé, a vu le jour en 1996, pour venir en aide aux sociétés de prêts au logement en difficulté. Étant donné que le principal objectif des autorités était d'encourager la consolidation du secteur bancaire, le champ d'action de ces entités a été limité. Les conditions de l'aide étaient très rigoureuses, décourageant la participation des banques. Ces dernières ont plutôt essayé d'assainir leur bilan au moyen d'une réduction des prêts et le redressement du secteur bancaire et de l'économie en général a été retardé.

Deux grandes institutions financières ont fini par faire faillite

La stratégie tendant à encourager la consolidation a atteint ses limites lorsque deux des plus grandes institutions financières ont fait faillite et ont dû être nationalisées en 1998. Tous les créanciers des banques ont été remboursés, mais les avoirs des actionnaires existants sont partis en fumée. En 1998-99, on a assisté à une nouvelle série de capitalisation par l'État des grandes banques, mais les montants en cause ont été jugés trop faibles. Les autorités ont ainsi été contraintes de lancer de nouvelles mesures, offrant une aide budgétaire au secteur financier représentant 12 % du PIB²⁶. Parallèlement, la Banque du Japon a réduit de manière agressive les taux d'intérêt, de façon que les banques puissent bénéficier de nouveaux prêts. Les autorités espéraient qu'en maintenant les banques à flot, celles-ci finiraient par dégager des bénéfices d'exploitation et des plus-values qui fourniraient les nouvelles ressources nécessaires pour financer les radiations d'actifs. Les deux entités de gestion des actifs créées en 1995 et 1996 ont été fusionnées en 1999.

Le boom du marché des valeurs Internet a retardé les efforts de restructuration

Un nouveau boom du marché boursier mondial, associé à la bulle des technologies de l'information, et la consolidation du secteur bancaire ont fourni un appel d'air au marché financier vers la fin de 1999 et le début des années 2000, mais cette amélioration a été de courte durée. Deux nouveaux mécanismes visant à injecter des capitaux publics dans le secteur financier ont été créés en 2001 et 2004. La nouvelle entité de gestion des actifs a acheté des actifs toxiques avec une forte décote par rapport à leur valeur nominale. Une nouvelle série de mesures ont été adoptées en 2000-2001. Il s'agissait notamment de mettre en place des dispositifs de faillite plus diversifiés et d'application plus rapide et de promouvoir trois modèles pour faire face à des niveaux différents de risque systémique bancaire : *i*) injections de capitaux dans les cas extrêmement graves ; *ii*) protection des créances dans le cas des petites institutions financières ; et *iii*) nationalisation dans les cas les plus graves. En outre, les annulations des dettes bancaires se sont accélérées en 2002, les nouvelles réglementations ont amélioré la transparence des financements bancaires et les banques ont été soumises à des évaluations plus rigoureuses.

26. Voir Nanto (2008).

La résolution

Les coûts ont été importants

Globalement, on estime que la valeur des mauvaises créances qui ont été annulées a représenté près de 20 % du PIB²⁷. La confiance du marché dans le système financier s'est peu à peu rétablie et, dans le même temps, une reprise tirée par les exportations s'est engagée. Associées à l'entrée de capital-risque étranger, ces évolutions ont contribué à stabiliser les marchés boursiers et immobiliers et les prix des actifs de manière plus générale. Après plusieurs années marquées par des injections de capitaux, des nouvelles lois et réglementations, des mesures de contrôle plus strictes, des opérations de consolidation bancaire, un redressement de l'activité économique et l'annulation de prêts non performants, le secteur bancaire avait fini par récupérer en 2005. Les deux banques nationalisées ont été ensuite vendues à des investisseurs privés. Le capital bancaire a sensiblement augmenté entre 2002 et 2007, du fait de l'amélioration des résultats d'exploitation (augmentation des bénéfices non distribués) et des plus-values sur le portefeuille d'actions.

Les enseignements

La transparence, des financements importants et l'indépendance sont indispensables

Les résultats contrastés des deux expériences soulignent combien il importe d'assurer que les institutions chargées de gérer les actifs toxiques soient bien financées et que la recapitalisation soit suffisamment importante. Dans l'expérience japonaise, où les autorités ont sous-estimé la nature et la gravité du problème bancaire, les pertes n'ont pas été reconnues assez tôt, ce qui a empêché la dissipation des craintes (qui ont fini par se révéler fondées) quant à la solvabilité des banques. Les mesures de capitalisation des banques comme les efforts de gestion des actifs ont non seulement été différés pendant longtemps, mais les montants en cause ont aussi été jugés trop peu importants et leur objectif trop peu précis pour ramener la confiance sur les marchés et contribuer au fonctionnement normal du secteur bancaire. En effet, l'expérience suédoise montre combien il est souhaitable de fournir des financements adéquats aux entités de gestion des actifs (voire de les surcapitaliser) compte tenu des pertes attendues. L'indépendance financière s'est révélée aussi être un facteur important en Suède, car elle a protégé les responsables des pressions politiques et a permis une réaction rapide lorsque des besoins de financement se sont fait jour, sans les retards et les risques inhérents à un examen par le parlement.

Le droit des faillites pourrait devoir être ajusté

L'expérience suédoise montre combien il importe d'être prêt à revoir la législation concernant les faillites et la forclusion, car l'élimination efficace des actifs toxiques peut prendre plus de temps qu'envisagé dans les réglementations élaborées avant la-crise. Dans le cas de la Suède, les réglementations bancaires exigeaient que les actifs toxiques soient éliminés en l'espace de trois ans, alors qu'il a fallu environ quatre à cinq ans pour restructurer et vendre ces actifs.

27. Voir Ozeki (2008) et Hoshi et Kashyap (2008).

BIBLIOGRAPHIE

- Bergoing, R., P.J. Kehoe, T.J. Kehoe et R. Soto (2007), “A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s,” in Kehoe and Prescott (eds.), *Great Depressions of the Twentieth Century*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Catte, P., N. Girouard, R. Price and C. André (2004), “Housing Markets, Wealth and the Business Cycle”, *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 394.
- Cournède, B., D. Moccero et R. Price (2009), “Is there a case for price level targeting?”, *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Duval, R., J. Elmeskov et L. Vogel (2008), “Structural policies and economic resilience to shock”, *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 567.
- Englund, P. (1999), “The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, n° 3.
- Ergungor, E. (2007), “On the Resolution of Financial Crisis: The Swedish Experience”, *Policy Discussion Papers*, n° 21, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Fernández de Córdoba, G. and T. Kehoe (2009), “The Current Financial Crisis: What Should we Learn from the Great Depressions of the Twentieth Century?”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report*, n° 421.
- Fonds monétaire international (FMI) (2009), “Rapport sur la stabilité financière mondiale, mise à jour, 28 janvier 2009, Washington, DC.
- FRB Staff (2003), “Loss Characteristics of Commercial Real Estate Portfolios,” a white paper by the staff of the Board of Governors of the Federal Reserve System, juin.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André (2006), “Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals”, *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 475.

- Guichard, S., D. Haugh et D. Turner (2009), “Quantifying the effect of financial conditions in the euro area, Japan, United Kingdom and United States,” *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 677, Paris.
- Hoshi, T. et A.K. Kashyap (2008), “Will the US Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan”, *NBER Working Paper*, n° 14401, Cambridge, MA.
- Kehoe, T. and E. Prescott (ed.) (2007), *Great Depressions of the Twentieth Century*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Kwan, S. (2009), “Behavior of Libor in the Current Financial Crisis”, *FRBSF Economic Letter*, n° 2009-04, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- McAndrews, J., A. Sarkar et Z. Wang (2008), “The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate”, *Staff Reports*, n° 335, Federal Reserve Bank of New York.
- Nanto, D.K. (2008), “The U.S. Financial Crisis: Lessons from Japan”, *CRS Report for Congress*, septembre.
- Ozeki, K. (2008), “Responding to Financial Crisis: Lessons to Learn from Japan’s Experience”, *Japan Credit Perspectives*, PIMCO, novembre.
- Ugai, H. (2007), “Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses”, *Monetary and Economic Studies*, vol. 25.

APPENDIX 1.2:
TABLEAUX SUPPLÉMENTAIRES

PIB en volume

Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Quatrième trimestre			
									2007	2008	2009	2010
États-Unis	2.5	3.6	2.9	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0	2.3	-0.8	-3.5	1.1
Japon	1.4	2.7	1.9	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5	2.2	-4.3	-4.4	0.4
Allemagne	-0.2	0.7	0.9	3.2	2.6	1.0	-5.3	0.2	1.7	-1.6	-3.8	1.2
France	1.1	2.2	1.9	2.4	2.1	0.7	-3.3	-0.1	2.2	-1.0	-3.0	0.9
Italie	0.1	1.4	0.8	2.1	1.5	-1.0	-4.3	-0.4	0.3	-2.9	-3.1	0.6
Royaume-Uni	2.8	2.8	2.1	2.8	3.0	0.7	-3.7	-0.2	3.0	-1.9	-2.8	1.0
Canada	1.9	3.1	2.9	3.1	2.7	0.5	-3.0	0.3	2.8	-0.7	-2.9	1.3
Total des pays ci-dessus	1.8	2.8	2.3	2.6	2.2	0.6	-4.4	-0.1	2.2	-1.7	-3.5	1.0
Zone euro	0.8	1.9	1.8	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3	2.1	-1.4	-3.5	0.8
Autres pays ¹	2.8	4.8	4.2	4.9	4.2	1.9	-3.9	0.3	4.4	-1.5	-2.9	2.0
Total OCDE	2.0	3.2	2.7	3.1	2.7	0.9	-4.3	-0.1	2.6	-1.5	-3.4	1.1

Note: Les données et projections trimestrielles de l'OCDE sont corrigées des jours ouvrables et en conséquence peuvent être différents de ceux sur lesquels s'appuient les prévisions officielles.

1. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.

Source : OECD.

Consommation privée en volume

Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Quatrième trimestre			
									2007	2008	2009	2010
États-Unis	2.8	3.6	3.0	3.0	2.8	0.2	-2.4	0.1	2.2	-1.5	-1.4	0.7
Japon	0.4	1.6	1.3	1.5	0.7	0.5	-1.4	-0.5	0.4	-0.2	-1.6	0.2
Allemagne	0.1	-0.2	0.2	1.2	-0.3	-0.3	0.0	0.0	-1.3	-0.6	-0.1	0.2
France	2.0	2.4	2.5	2.5	2.4	1.3	-0.2	0.2	2.9	0.6	-1.0	1.3
Italie	1.0	0.8	1.2	1.3	1.2	-0.9	-3.0	0.0	0.7	-1.5	-2.7	0.8
Royaume-Uni	3.0	2.9	1.9	2.1	3.1	1.7	-2.2	-0.4	3.6	-0.1	-2.1	0.3
Canada	3.0	3.3	3.7	4.3	4.5	3.0	-2.2	0.1	5.3	0.3	-2.3	1.2
Total des pays ci-dessus	2.0	2.6	2.3	2.4	2.1	0.4	-1.8	-0.1	1.7	-0.9	-1.4	0.6
Zone euro	1.2	1.5	1.8	2.1	1.6	0.4	-1.3	-0.1	1.2	-0.2	-1.6	0.6
Total OCDE	2.1	2.9	2.6	2.8	2.5	0.7	-2.0	0.1	2.2	-0.9	-1.5	0.9

Note: Les données et projections trimestrielles de l'OCDE sont corrigées des jours ouvrables et en conséquence peuvent être différents de ceux sur lesquels s'appuient les prévisions officielles.

Source : OECD.

Consommation publique en volume

Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Quatrième trimestre			
									2007	2008	2009	2010
États-Unis	2.5	1.5	0.3	1.6	1.9	2.8	2.0	2.8	2.1	3.3	1.8	2.6
Japon	2.3	1.9	1.6	0.4	2.0	0.9	2.4	2.9	3.4	0.1	2.8	3.0
Allemagne	0.4	-0.7	0.4	0.6	2.2	2.0	0.6	0.9	2.0	2.1	0.4	1.2
France	2.0	2.2	1.3	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3	1.3	1.8	1.4	0.8
Italie	1.9	2.2	1.9	0.5	1.0	0.6	0.3	0.2	0.7	0.6	0.2	0.2
Royaume-Uni	3.5	3.4	1.7	1.6	1.7	3.5	2.8	1.5	1.5	4.4	2.0	1.4
Canada	3.1	2.0	1.5	3.8	3.7	3.4	3.0	3.0	4.6	2.0	3.7	2.1
Total des pays ci-dessus	2.3	1.6	0.9	1.3	1.9	2.2	1.8	2.2	2.2	2.4	1.8	2.1
Zone euro	1.7	1.6	1.5	1.8	2.2	1.8	1.5	1.2	2.0	1.7	1.7	0.9
Total OCDE	2.3	1.7	1.4	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	2.4	2.5	2.0	1.9

Note: Les données et projections trimestrielles de l'OCDE sont corrigées des jours ouvrables et en conséquence peuvent être différents de ceux sur lesquels s'appuient les prévisions officielles.

Source : OECD.

Formation brute de capital fixe en volume
Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Quatrième trimestre			
									2007	2008	2009	2010
États-Unis	3.2	6.1	5.8	2.0	-2.0	-3.4	-14.3	-3.3	-1.0	-6.6	-13.9	1.2
Japon	-0.5	1.4	3.1	0.5	1.1	-4.6	-10.5	-1.9	-1.6	-6.9	-8.9	0.4
Allemagne	-0.3	-1.3	1.3	8.5	4.5	3.6	-6.6	0.7	2.6	-0.5	-4.9	2.1
France	2.2	3.3	4.5	5.0	4.9	0.4	-7.1	-1.7	3.8	-2.4	-7.7	0.7
Italie	-0.9	1.5	1.4	3.2	1.6	-2.9	-11.7	-0.8	0.2	-9.3	-7.0	0.8
Royaume-Uni	1.1	4.9	2.2	6.0	7.2	-4.3	-12.5	-2.7	4.1	-9.7	-11.5	0.9
Canada	6.2	7.8	9.2	7.1	3.9	0.8	-9.3	-0.2	4.2	-3.8	-8.2	3.4
Total des pays ci-dessus	1.9	4.0	4.4	3.2	0.8	-2.4	-11.9	-2.2	0.3	-6.0	-10.9	1.2
Zone euro	1.2	1.8	3.5	5.8	4.3	0.0	-9.0	-2.1	3.0	-4.6	-7.6	0.6
Total OCDE	2.3	4.8	5.0	4.2	2.2	-1.6	-11.0	-2.6	1.7	-5.4	-10.4	0.8

Note: Les données et projections trimestrielles de l'OCDE sont corrigées des jours ouvrables et en conséquence peuvent être différents de ceux sur lesquels s'appuient les prévisions officielles.

Source : OECD.

Demande intérieure totale en volume
Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Quatrième trimestre			
									2007	2008	2009	2010
États-Unis	2.8	4.1	3.0	2.6	1.4	-0.2	-4.1	0.0	1.4	-1.8	-3.4	1.1
Japon	0.8	1.9	1.7	1.2	1.3	-0.8	-2.8	-0.1	0.8	-1.5	-2.7	0.8
Allemagne	0.6	-0.6	0.2	2.3	1.2	1.5	-1.7	0.2	1.4	1.8	-2.2	0.8
France	1.7	3.1	2.6	2.6	2.9	1.0	-2.4	0.1	2.6	-0.2	-2.4	1.3
Italie	0.8	1.3	1.0	2.0	1.3	-1.3	-3.8	-0.2	-0.1	-2.4	-2.9	0.7
Royaume-Uni	2.9	3.4	1.9	2.6	3.7	0.7	-4.1	-0.4	3.6	-2.3	-3.0	0.6
Canada	4.5	4.1	4.8	4.6	4.3	2.3	-3.0	0.7	6.2	-1.0	-2.6	1.9
Total des pays ci-dessus	2.1	2.9	2.3	2.4	1.7	0.0	-3.4	0.0	1.6	-1.3	-3.0	1.0
Zone euro	1.4	1.7	2.0	2.9	2.3	0.7	-2.8	-0.3	1.9	-0.1	-3.0	0.6
Total OCDE	2.3	3.3	2.8	3.0	2.4	0.4	-3.6	-0.2	2.3	-1.3	-3.2	0.9

Note: Les données et projections trimestrielles de l'OCDE sont corrigées des jours ouvrables et en conséquence peuvent être différents de ceux sur lesquels s'appuient les prévisions officielles.

Source : OECD.

Contributions aux variations du PIB en volume
 Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2006	2007	2008	2009	2010
États-Unis					
Demande intérieure finale	2.8	1.8	0.0	-3.9	0.0
Formation des stocks	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	0.0
Exportations nettes	0.0	0.6	1.3	0.3	0.0
PIB	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0
Japon					
Demande intérieure finale	1.0	1.0	-0.6	-2.6	-0.1
Formation des stocks	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
Exportations nettes	0.8	1.1	0.1	-3.8	-0.3
PIB	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5
Allemagne					
Demande intérieure finale	2.3	1.0	0.9	-1.2	0.3
Formation des stocks	-0.1	0.1	0.5	-0.4	-0.1
Exportations nettes	1.0	1.4	-0.4	-3.7	0.0
PIB	3.2	2.6	1.0	-5.3	0.2
France					
Demande intérieure finale	2.8	2.7	1.2	-1.4	0.1
Formation des stocks	-0.1	0.2	-0.2	-1.1	0.0
Exportations nettes	-0.3	-0.8	-0.3	-0.8	-0.3
PIB	2.4	2.1	0.7	-3.3	-0.1
Italie					
Demande intérieure finale	1.5	1.2	-1.0	-4.1	-0.1
Formation des stocks	0.5	0.1	-0.3	0.4	0.0
Exportations nettes	0.1	0.2	0.2	-0.5	-0.2
PIB	2.1	1.5	-1.0	-4.3	-0.4
Royaume-Uni					
Demande intérieure finale	2.7	3.6	1.0	-3.0	-0.4
Formation des stocks	0.0	0.2	-0.3	-1.2	0.0
Exportations nettes	0.1	-0.7	0.1	0.5	0.2
PIB	2.8	3.0	0.7	-3.7	-0.2
Canada					
Demande intérieure finale	4.8	4.3	2.6	-2.9	0.7
Formation des stocks	-0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.0
Exportations nettes	-1.3	-1.5	-1.9	-0.2	-0.3
PIB	3.1	2.7	0.5	-3.0	0.3
Total des pays ci-dessus					
Demande intérieure finale	2.4	1.9	0.2	-3.1	0.0
Formation des stocks	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0
Exportations nettes	0.2	0.4	0.5	-0.9	-0.1
PIB	2.6	2.2	0.6	-4.4	-0.1
Zone euro					
Demande intérieure totale	2.8	2.3	0.7	-2.8	-0.3
Exportations nettes	0.2	0.3	0.0	-1.3	0.0
PIB	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3

1. Calculs basés sur des indices chaîne pour formation des stocks et exportations nettes sauf pour la zone euro.

Source : OECD.

Écarts de productionDifférence entre le PIB effectif et le PIB potentiel, en pourcentage du PIB potentiel¹

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
États-Unis	1.3	2.2	0.3	-0.5	-0.5	0.6	1.0	1.2	0.7	-0.7	-6.8	-8.8
Japon	-2.4	-0.6	-1.6	-2.5	-2.4	-1.2	-0.5	0.3	1.5	-0.3	-7.9	-9.6
Allemagne	-0.4	1.6	1.6	0.3	-1.2	-1.6	-1.8	0.1	1.2	0.7	-5.9	-7.2
France	0.5	1.9	1.2	0.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.7	0.9	-0.2	-5.3	-7.1
Italie	-2.2	0.1	0.6	0.0	-0.9	-0.5	-0.7	0.1	0.3	-1.9	-7.3	-8.9
Royaume-Uni	0.2	1.1	0.7	0.1	0.3	0.5	0.0	0.4	1.3	0.2	-5.0	-7.0
Canada	0.7	2.6	1.2	1.2	0.3	0.6	0.8	1.3	1.6	-0.3	-5.6	-7.3
Total des pays ci-dessus	0.1	1.4	0.3	-0.6	-0.8	0.0	0.2	0.8	0.9	-0.5	-6.6	-8.5
Zone euro	-0.2	1.6	1.3	0.2	-0.9	-0.9	-0.9	0.2	0.8	-0.4	-6.3	-8.2
Autres pays ²	0.5	1.1	-0.3	-0.9	-1.2	-0.3	0.2	1.2	1.8	0.2	-5.7	-8.4
Total OCDE	0.2	1.5	0.4	-0.5	-0.9	-0.1	0.1	0.7	1.0	-0.4	-6.5	-8.5

1. Les potentiels de croissance pour les pays dont les données le permettent suit la méthodologie décrite dans Beffy, P.-O., P. Ollivaud, P. Richardson et F. Sédillot, « New OECD methods for supply-side and medium-term assessments: a capital services approach », Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE n° 482. La fonction de production est associée avec des paramètres de lissage de ses composantes au moyen d'un filtre statistique. Ces paramètres sont spécifiques à la fois au pays et aux composantes. Pour les pays où les séries temporelles disponibles sont limitées, des méthodologies plus simplifiées sont utilisées consistant essentiellement à appliquer des filtres statistiques aux données existantes. Les séries ainsi lissées sont ensuite utilisées pour générer une mesure du potentiel de croissance qui déterminera l'écart de production associé, qui signale la présence ou l'absence d'une pression inflationniste.

2. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.

Source : OECD.

Indices implicites de prix du PIB

Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Quatrième trimestre			
									2007	2008	2009	2010
États-Unis	2.1	2.9	3.3	3.2	2.7	2.2	1.8	0.5	2.6	2.0	1.4	0.3
Japon	-1.6	-1.1	-1.2	-0.9	-0.7	-1.0	2.2	-1.0	-1.3	0.7	1.1	-1.4
Allemagne	1.2	1.0	0.7	0.5	1.9	1.5	1.6	0.5	1.9	2.2	0.8	0.4
France	1.9	1.6	2.0	2.5	2.5	2.2	1.2	0.6	2.3	1.8	1.0	0.4
Italie	3.1	2.6	2.1	1.8	2.4	2.8	1.1	0.2	2.9	2.8	0.4	0.2
Royaume-Uni	3.1	2.5	2.2	2.6	2.9	2.4	2.3	1.6	2.7	2.4	1.9	2.0
Canada	3.3	3.2	3.4	2.5	3.1	3.9	-2.7	0.2	3.5	1.8	-1.5	0.2
Total des pays ci-dessus	1.6	1.9	2.0	2.1	2.1	1.7	1.6	0.3	1.9	1.9	1.1	0.2
Zone euro	2.2	1.9	2.0	2.0	2.3	2.2	1.3	0.6	2.3	2.3	0.8	0.5
Autres pays ¹	6.4	5.7	3.2	4.0	3.8	5.8	3.3	2.0	4.2	5.7	2.6	1.7
Total OCDE	2.5	2.6	2.3	2.5	2.4	2.5	1.9	0.7	2.3	2.6	1.3	0.5

Note : Les données et projections trimestrielles de l'OCDE sont corrigées des jours ouvrables et en conséquence peuvent être différents de ceux sur lesquels s'appuient les prévisions officielles.

1. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.

Source : OECD.

Indices des prix à la consommation

Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Quatrième trimestre			
									2007	2008	2009	2010
États-Unis	2.3	2.7	3.4	3.2	2.9	3.8	-0.4	0.5	4.0	1.5	0.5	0.3
Japon	-0.2	0.0	-0.6	0.2	0.1	1.4	-1.2	-1.3	0.5	1.0	-1.7	-1.3
Allemagne	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.8	0.6	0.5	3.1	1.7	0.7	0.3
France	2.2	2.3	1.9	1.9	1.6	3.2	0.4	0.6	2.5	2.0	0.6	0.4
Italie	2.8	2.3	2.2	2.2	2.0	3.5	0.7	0.7	2.6	2.9	0.4	0.4
Royaume-Uni	1.4	1.3	2.0	2.3	2.3	3.6	2.0	1.7	2.1	3.9	1.3	1.4
Canada	2.8	1.9	2.2	2.0	2.1	2.4	-0.6	0.5	2.4	1.9	-0.2	0.4
Zone euro	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	3.3	0.6	0.7	2.9	2.3	0.6	0.5

Note : Pour le Royaume-Uni, les pays de la zone euro ainsi que pour le total de cette zone, l'indice des prix à la consommation harmonisé a été utilisé, cependant l'IPCH est connu sous le nom d'Indice des prix à la consommation au Royaume-Uni.

Les données et projections trimestrielles de l'OCDE sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables.

Source : OECD.

Taux de chômage

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
										2007	2008	2009	2010
États-Unis	5.8	6.0	5.5	5.1	4.6	4.6	5.8	9.1	10.3	4.8	6.9	9.8	10.5
Japon	5.4	5.3	4.7	4.4	4.1	3.9	4.0	4.9	5.6	3.8	4.0	5.3	5.7
Allemagne	8.3	9.2	9.7	10.5	9.7	8.3	7.3	8.9	11.6	7.9	7.1	10.5	11.8
France	7.9	8.5	8.8	8.8	8.8	8.0	7.4	9.9	10.9	7.5	7.8	10.7	10.9
Italie	8.8	8.6	8.1	7.8	6.8	6.2	6.8	9.2	10.7	6.4	7.0	10.3	10.9
Royaume-Uni	5.2	5.0	4.8	4.8	5.4	5.4	5.7	7.7	9.5	5.2	6.3	8.4	10.1
Canada	7.6	7.6	7.2	6.8	6.3	6.0	6.1	8.8	10.5	5.9	6.4	9.8	10.8
Total des pays ci-dessus	6.4	6.6	6.3	6.1	5.8	5.4	5.8	8.2	9.6	5.4	6.4	9.1	9.8
Zone euro	8.1	8.6	8.8	8.8	8.2	7.4	7.5	10.1	11.7	7.2	8.0	11.1	11.9
Autres pays ¹	7.2	7.3	7.3	7.1	6.2	5.5	5.6	7.8	9.4	5.4	6.0	8.6	9.6
Total OCDE	6.7	6.9	6.8	6.6	6.0	5.6	6.0	8.4	9.9	5.5	6.5	9.3	10.1

1. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.

Source : OECD.

Taux d'intérêt à court terme

					2008		2009			2010			
	2007	2008	2009	2010	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
États-Unis	5.3	3.2	1.2	0.7	3.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	0.7	0.5	0.4
Japon	0.7	0.7	0.6	0.3	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
Allemagne	4.3	4.7	1.3	0.6	4.6	2.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4	0.4
France	4.3	4.7	1.3	0.6	4.6	2.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4	0.4
Italie	4.3	4.7	1.3	0.6	4.6	2.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4	0.4
Royaume-Uni	6.0	5.5	1.3	0.6	4.6	2.0	1.1	1.1	1.1	0.9	0.7	0.4	0.3
Canada	4.6	3.5	1.0	0.6	3.0	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.4
Zone euro	4.3	4.7	1.3	0.6	4.6	2.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4	0.4

Source : OECD.

Taux d'intérêt à long terme

					2008		2009			2010			
	2007	2008	2009	2010	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
États-Unis	4.6	3.7	3.1	3.6	3.3	2.9	3.1	3.2	3.2	3.4	3.5	3.7	3.8
Japon	1.7	1.5	1.4	1.7	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9
Allemagne	4.2	4.0	3.1	3.5	3.5	3.1	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.7
France	4.3	4.2	3.7	3.8	3.9	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8	4.0
Italie	4.5	4.7	4.4	4.3	4.7	4.5	4.3	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.4
Royaume-Uni	5.0	4.6	3.6	4.0	4.2	3.6	3.5	3.6	3.7	3.8	4.0	4.1	4.3
Canada	4.3	3.6	3.0	3.4	3.4	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7
Zone euro	4.3	4.3	3.6	3.8	4.0	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0

Source : OECD.

Solde financier des administrations publiques
Excédent (+) ou déficit (-) en pourcentage du PIB nominal

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
États-Unis ¹	1.6	-0.4	-3.8	-4.8	-4.4	-3.3	-2.2	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
Japon	-7.6	-6.3	-8.0	-7.9	-6.2	-6.7	-1.6	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
Allemagne	1.3	-2.8	-3.6	-4.0	-3.8	-3.3	-1.5	-0.2	-0.1	-4.5	-6.8
France	-1.5	-1.6	-3.2	-4.1	-3.6	-3.0	-2.4	-2.7	-3.4	-6.6	-8.3
Italie	-0.9	-3.1	-3.0	-3.5	-3.6	-4.4	-3.4	-1.5	-2.5	-4.7	-5.9
Royaume-Uni	3.7	0.6	-2.0	-3.7	-3.7	-3.3	-2.7	-2.8	-4.4	-9.3	-10.5
Canada	2.9	0.7	-0.1	-0.1	0.9	1.5	1.3	1.4	0.3	-4.4	-6.2
Total des pays ci-dessus	-0.1	-1.7	-4.1	-4.8	-4.2	-3.7	-2.0	-2.2	-3.9	-8.1	-9.8
Zone euro	0.0	-1.8	-2.6	-3.1	-3.0	-2.6	-1.3	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0
Autres pays ²	2.0	0.9	0.5	-0.9	0.4	1.3	1.9	3.0	2.4	-1.8	-2.6
Total OCDE	0.2	-1.3	-3.3	-4.0	-3.4	-2.8	-1.3	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7

Note : Le solde financier comprend les recettes ponctuelles provenant de la vente de licences de téléphonie mobile. Ces chiffres étant sur la base des comptes nationaux, pour certains pays de l'Union européenne et pour certaines années, ils peuvent être différents de ceux transmis à la Commission européenne dans le cadre de la Procédure du déficit excessif. Pour plus de détails se reporter aux

Perspectives économiques de l'OCDE : Sources et méthodes (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Ces chiffres prennent en compte les entreprises publiques.
2. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.

Source : OECD.

Solde financier des administrations publiques corrigé des variations cycliques

Excédent (+) ou déficit (-) en pourcentage du PIB potentiel

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
États-Unis	0.9	-0.7	-3.6	-4.6	-4.4	-3.6	-2.6	-3.2	-5.6	-7.8	-8.4
Japon	-7.3	-5.7	-7.1	-7.0	-5.7	-6.5	-1.7	-3.0	-2.6	-4.4	-5.1
Allemagne	-1.9	-3.6	-3.8	-3.5	-2.9	-2.3	-1.3	-0.6	-0.6	-2.1	-3.2
France	-2.2	-2.5	-3.5	-3.9	-3.4	-2.9	-2.5	-3.1	-3.6	-4.3	-4.5
Italie	-1.7	-3.3	-3.0	-3.1	-3.2	-4.0	-3.3	-1.7	-1.7	-1.1	-0.8
Royaume-Uni	1.0	0.3	-2.1	-3.8	-3.9	-3.4	-2.9	-3.2	-4.6	-7.3	-7.0
Canada	2.1	0.2	-0.5	-0.2	0.7	1.3	0.9	0.8	0.3	-2.3	-3.0
Total des pays ci-dessus	-1.0	-2.0	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.3	-2.6	-3.8	-5.7	-6.1
Zone euro	-1.8	-2.5	-2.7	-2.6	-2.5	-2.1	-1.4	-1.1	-1.6	-2.1	-2.6
Autres pays ¹	-0.5	-1.4	-1.8	-1.8	-1.2	-0.5	-0.3	0.4	0.4	-1.1	-0.5
Total OCDE	-1.0	-1.9	-3.4	-3.9	-3.6	-3.1	-1.8	-2.1	-3.2	-4.9	-5.3

Note: Le solde corrigé des variations cycliques exclut les recettes ponctuelles provenant de la vente de licences de téléphonie mobile. Pour de plus amples informations sur la méthodologie utilisée pour estimer la composante cyclique des soldes financiers des administrations publiques se reporter aux Sources et Méthodes des *Perspectives économiques de l'OCDE* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.

Source : OECD.

Solde financier sous-jacent des administrations publiques

Excédent (+) ou déficit (-) en pourcentage du PIB nominal

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
États-Unis	0.8	-0.8	-3.7	-4.5	-4.4	-3.6	-2.9	-3.3	-5.4	-7.6	-8.2
Japon	-6.9	-6.3	-7.2	-6.7	-6.7	-5.1	-3.5	-3.2	-3.7	-4.6	-4.6
Allemagne	-1.9	-3.4	-3.7	-3.2	-2.9	-2.2	-1.4	-0.4	-0.5	-2.0	-3.1
France	-2.3	-2.4	-3.6	-4.1	-3.5	-3.4	-2.5	-3.1	-3.5	-4.2	-4.3
Italie	-1.7	-3.0	-2.6	-3.9	-3.5	-3.7	-2.1	-1.3	-1.6	-1.3	-1.1
Royaume-Uni	0.8	0.3	-2.1	-3.7	-3.9	-3.5	-2.6	-3.1	-4.4	-7.2	-7.1
Canada	2.1	0.1	-0.5	-0.2	0.8	1.4	1.1	0.9	0.3	-2.3	-3.0
Total des pays ci-dessus	-1.1	-2.1	-3.9	-4.4	-4.2	-3.5	-2.5	-2.6	-3.9	-5.6	-6.0
Zone euro	-1.8	-2.4	-2.6	-2.9	-2.5	-2.1	-1.3	-0.9	-1.4	-2.1	-2.7
Autres pays ¹	-0.5	-1.1	-1.4	-1.7	-1.3	-0.5	-0.4	0.4	0.4	-1.1	-0.5
Total OCDE	-1.1	-1.9	-3.4	-3.9	-3.7	-2.9	-2.1	-2.1	-3.2	-4.8	-5.2

Note: Le solde sous-jacent est corrigé des effets des mesures ponctuelles et du cycle économique. Pour plus de détails se reporter aux Sources et Méthodes des *Perspectives économiques de l'OCDE* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Pays de l'OCDE non inclus dans l'euro ou les 7 plus grands pays de l'OCDE.

Source : OECD.

Prévisions trimestrielles de demande et de production

Pourcentages de variation par rapport à la période précédente, taux annuels désaisonnalisés, volume

	2008			2009				2010					Quatrième trimestre ¹		
	2008	2009	2010	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2008	2009	2010
Consommation privée															
États-Unis	0.2	-2.4	0.1	-4.3	-2.5	-2.0	-1.0	0.0	0.3	0.5	0.8	1.1	-1.5	-1.4	0.7
Japon	0.5	-1.4	-0.5	-1.7	-2.7	1.0	-3.5	-1.0	-0.3	-0.1	0.5	0.7	-0.2	-1.6	0.2
Allemagne	-0.3	0.0	0.0	-0.4	0.3	0.6	-0.8	-0.4	0.0	0.2	0.4	0.4	-0.6	-0.1	0.2
France	1.3	-0.2	0.2	1.8	-0.8	-1.2	-1.2	-0.8	0.4	1.0	1.6	2.1	0.6	-1.0	1.3
Italie	-0.9	-3.0	0.0	-3.3	-5.7	-3.1	-2.0	0.1	0.3	0.8	1.0	1.0	-1.5	-2.7	0.8
Royaume-Uni	1.7	-2.2	-0.4	-2.7	-3.2	-2.6	-1.8	-0.8	-0.4	0.4	0.6	0.7	-0.1	-2.1	0.3
Canada	3.0	-2.2	0.1	-3.3	-3.5	-3.2	-1.8	-0.5	0.5	1.2	1.5	1.7	0.3	-2.3	1.2
Zone euro	0.4	-1.3	-0.1	-0.5	-2.4	-2.0	-1.6	-0.5	0.3	0.5	0.7	0.8	-0.2	-1.6	0.6
Total de l'OCDE	0.7	-2.0	0.1	-3.7	-2.4	-1.8	-1.5	-0.3	0.4	0.8	1.1	1.4	-0.9	-1.5	0.9
Consommation publique															
États-Unis	2.8	2.0	2.8	2.2	-0.1	0.8	3.1	3.5	3.0	2.8	2.3	2.3	3.3	1.8	2.6
Japon	0.9	2.4	2.9	5.6	2.6	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	0.1	2.8	3.0
Allemagne	2.0	0.6	0.9	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2	1.2	1.2	1.2	2.1	0.4	1.2
France	1.6	1.3	1.3	0.3	0.6	1.0	2.0	2.0	1.0	1.0	0.8	0.4	1.8	1.4	0.8
Italie	0.6	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.2	0.2
Royaume-Uni	3.5	2.8	1.5	6.1	2.6	2.0	1.8	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4	4.4	2.0	1.4
Canada	3.4	3.0	3.0	2.8	3.2	3.5	4.0	4.0	3.0	2.5	2.0	1.0	2.0	3.7	2.1
Zone euro	1.8	1.5	1.2	-0.6	1.4	1.9	2.2	1.5	1.1	0.6	0.9	0.9	1.7	1.7	0.9
Total de l'OCDE	0.7	-2.0	0.1	-3.7	-2.4	-1.8	-1.5	-0.3	0.4	0.8	1.1	1.4	-0.9	-1.5	0.9
Investissement total															
États-Unis	-3.4	-14.3	-3.3	-17.6	-23.3	-16.0	-9.5	-5.9	-1.7	0.3	2.0	4.2	-6.6	-13.9	1.2
Japon	-4.6	-10.5	-1.9	-10.9	-16.6	-11.6	-5.6	-1.0	-1.4	-1.2	2.0	2.0	-6.9	-8.9	0.4
Allemagne	3.6	-6.6	0.7	-10.2	-11.8	-6.1	-2.1	1.0	1.5	2.0	2.0	2.9	-0.5	-4.9	2.1
France	0.4	-7.1	-1.7	-4.5	-11.9	-9.6	-6.4	-2.5	-0.2	-0.3	1.4	2.1	-2.4	-7.7	0.7
Italie	-2.9	-11.7	-0.8	-25.0	-15.0	-5.9	-5.9	-0.6	0.4	0.8	1.0	1.2	-9.3	-7.0	0.8
Royaume-Uni	-4.3	-12.5	-2.7	-8.9	-20.7	-11.6	-7.8	-5.1	-2.0	0.5	2.1	3.3	-9.7	-11.5	0.9
Canada	0.8	-9.3	-0.2	-14.7	-13.7	-11.2	-6.4	-1.2	1.2	2.9	4.2	5.4	-3.8	-8.2	3.4
Zone euro	0.0	-9.0	-2.1	-14.3	-12.3	-9.1	-5.3	-3.4	-2.2	0.3	0.8	3.5	-4.6	-7.6	0.6
Total de l'OCDE	-1.6	-11.0	-2.6	-14.4	-16.7	-12.1	-7.6	-4.7	-1.6	0.4	1.6	3.0	-5.4	-10.4	0.8

Note : La mise en place des nouveaux systèmes de comptes nationaux SCN93 et SEC95 a progressé à un rythme inégal selon les pays membres de l'OCDE, et ce pour les variables et la période couverte. En conséquence, plusieurs séries nationales contiennent des ruptures. De plus, certains pays utilisent des indices de prix en chaîne afin de calculer le PIB réel et les composantes des dépenses. Voir le tableau «Systèmes de comptabilité nationale et années de base» au début de l'annexe statistique ainsi que *Perspectives économiques de l'OCDE : Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Par rapport au 4e trimestre de l'année précédente.

Source : OECD.

(suite) Prévisions trimestrielles de la demande et de la production
 Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, taux annuels désaisonnalisés, volume

	2008	2009	2010	2008	2009				2010					Quatrième trimestre ¹		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2008	2009	2010	
Demande intérieure totale																
États-Unis	-0.2	-4.1	0.0	-5.6	-7.2	-4.1	-1.7	-0.3	0.5	0.9	1.2	1.8	-1.8	-3.4	1.1	
Japon	-0.8	-2.8	-0.1	-0.5	-6.4	-1.5	-2.7	-0.2	0.1	0.3	1.3	1.4	-1.5	-2.7	0.8	
Allemagne	1.5	-1.7	0.2	-0.3	-6.3	-1.6	-0.8	0.0	0.5	0.7	0.9	1.1	1.8	-2.2	0.8	
France	1.0	-2.4	0.1	-3.2	-4.5	-2.9	-1.5	-0.5	0.4	0.8	1.8	2.0	-0.2	-2.4	1.3	
Italie	-1.3	-3.8	-0.2	-6.0	-5.8	-3.1	-2.3	-0.2	0.3	0.7	0.8	0.9	-2.4	-2.9	0.7	
Royaume-Uni	0.7	-4.1	-0.4	-6.9	-5.9	-3.1	-2.0	-1.0	-0.3	0.6	1.0	1.3	-2.3	-3.0	0.6	
Canada	2.3	-3.0	0.7	-5.6	-5.0	-3.9	-1.6	0.3	1.2	1.9	2.2	2.3	-1.0	-2.6	1.9	
Zone euro	0.7	-2.8	-0.3	-1.9	-6.3	-3.2	-1.6	-0.7	0.0	0.5	0.7	1.4	-0.1	-3.0	0.6	
Total de l'OCDE	0.4	-3.6	-0.2	-4.9	-6.1	-3.6	-2.1	-0.8	0.1	0.7	1.2	1.7	-1.3	-3.2	0.9	
Exportations de biens et services																
États-Unis	6.2	-11.3	0.2	-23.6	-20.0	-10.0	-3.0	-1.0	1.0	2.5	3.5	4.0	-1.8	-8.8	2.7	
Japon	1.7	-26.4	-2.0	-44.9	-43.6	-18.4	-5.7	-2.6	-0.4	1.1	1.9	2.5	-12.9	-19.3	1.2	
Allemagne	2.3	-16.5	-0.1	-26.2	-27.1	-15.0	-8.1	-2.0	2.0	4.0	6.0	7.5	-5.6	-13.6	4.9	
France	1.1	-11.4	-2.3	-14.1	-18.5	-12.9	-9.6	-5.5	0.8	0.8	2.0	4.3	-2.7	-11.8	2.0	
Italie	-3.7	-15.9	-1.1	-26.6	-20.5	-15.1	-8.5	-2.0	1.4	2.5	3.3	4.1	-10.7	-11.8	2.8	
Royaume-Uni	-0.1	-9.8	2.2	-20.2	-14.4	-8.9	-3.9	0.8	3.6	5.3	6.6	7.4	-5.3	-6.8	5.7	
Canada	-4.7	-10.8	0.1	-17.5	-18.6	-9.0	-2.2	-0.1	0.8	1.5	2.5	3.5	-7.4	-7.8	2.1	
Total de l'OCDE ²	3.2	-14.0	0.1	-25.4	-23.3	-12.3	-5.1	-1.2	1.6	3.1	4.3	5.1	-4.9	-10.9	3.5	
Importations de biens et services																
États-Unis	-3.4	-10.1	0.3	-16.0	-17.0	-8.0	-2.0	0.0	0.5	2.0	3.0	3.5	-7.1	-7.0	2.2	
Japon	1.1	-4.8	0.7	12.4	-19.3	-5.9	-4.6	-1.2	0.9	2.5	6.4	6.5	3.0	-8.0	4.1	
Allemagne	3.6	-10.0	0.0	-13.5	-21.9	-11.5	-7.8	-1.0	1.5	3.1	5.1	6.8	1.5	-10.9	4.1	
France	2.0	-7.5	-1.0	-8.7	-14.0	-7.8	-7.8	-3.9	0.8	1.2	4.1	6.6	0.3	-8.4	3.1	
Italie	-4.5	-13.8	-0.2	-22.1	-21.9	-11.5	-7.8	0.0	1.6	2.8	3.6	4.1	-8.8	-10.6	3.0	
Royaume-Uni	-0.5	-10.4	1.3	-21.6	-15.1	-8.9	-3.9	0.8	2.8	3.9	4.5	4.9	-7.1	-7.0	4.0	
Canada	0.8	-10.6	1.1	-23.3	-15.0	-8.0	-3.0	0.0	2.2	3.2	4.2	5.0	-8.3	-6.7	3.6	
Total de l'OCDE ²	0.0	-10.5	0.2	-15.1	-18.6	-9.9	-5.0	-1.2	1.2	2.9	4.4	5.2	-4.4	-8.9	3.4	
PIB																
États-Unis	1.1	-4.0	0.0	-6.2	-7.2	-4.3	-1.8	-0.4	0.5	0.9	1.2	1.8	-0.8	-3.5	1.1	
Japon	-0.6	-6.6	-0.5	-12.1	-10.9	-3.3	-2.8	-0.4	0.0	0.1	0.7	0.9	-4.3	-4.4	0.4	
Allemagne	1.0	-5.3	0.2	-8.2	-9.6	-3.6	-1.2	-0.4	0.7	1.2	1.4	1.5	-1.6	-3.8	1.2	
France	0.7	-3.3	-0.1	-4.6	-5.4	-4.0	-1.8	-0.7	0.4	0.7	1.3	1.4	-1.0	-3.0	0.9	
Italie	-1.0	-4.3	-0.4	-7.5	-5.1	-4.0	-2.4	-0.7	0.1	0.6	0.7	0.8	-2.9	-3.1	0.6	
Royaume-Uni	0.7	-3.7	-0.2	-6.0	-5.4	-2.9	-1.9	-1.0	-0.1	0.9	1.4	1.8	-1.9	-2.8	1.0	
Canada	0.5	-3.0	0.3	-3.4	-6.3	-4.1	-1.4	0.3	0.7	1.3	1.6	1.8	-0.7	-2.9	1.3	
Zone euro	0.7	-4.1	-0.3	-5.9	-6.8	-4.2	-2.2	-0.8	0.2	0.7	1.1	1.4	-1.4	-3.5	0.8	
Total de l'OCDE	0.9	-4.3	-0.1	-7.1	-7.0	-4.0	-2.1	-0.6	0.4	0.9	1.4	1.8	-1.5	-3.4	1.1	

Note : La mise en place des nouveaux systèmes de comptes nationaux SCN93 et SEC95 a progressé à un rythme inégal selon les pays membres de l'OCDE, et ce pour les variables et la période couverte. En conséquence, plusieurs séries nationales contiennent des ruptures. De plus, certains pays utilisent des indices de prix en chaîne afin de calculer le PIB réel et les composantes des dépenses. Voir le tableau «Systèmes de comptabilité nationale et années de base» au début de l'annexe statistique ainsi que *Perspectives économiques de l'OCDE : Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Par rapport au 4e trimestre de l'année précédente.

2. Incluant le commerce intra-zone.

Source : OECD.

Prévisions trimestrielles des prix, des coûts et du chômage

Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, taux annuels désaisonnalisés, volume

	2008			2009			2010					Quatrième trimestre ¹			
	2008	2009	2010	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2008	2009	2010
Prix à la consommation²															
États-Unis	3.8	-0.4	0.5	-8.3	-0.8	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	1.5	0.5	0.3
Japon	1.4	-1.2	-1.3	-2.5	-2.7	-1.8	-1.0	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.2	1.0	-1.7	-1.3
Allemagne	2.8	0.6	0.5	-1.6	0.0	1.1	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	1.7	0.7	0.3
France	3.2	0.4	0.6	-1.3	-0.6	1.1	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	2.0	0.6	0.4
Italie	3.5	0.7	0.7	0.5	-1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.2	2.9	0.4	0.4
Royaume-Uni	3.6	2.0	1.7	0.5	1.2	1.5	1.2	1.1	4.1	0.6	0.5	0.4	3.9	1.3	1.4
Canada	2.4	-0.6	0.5	-5.9	-3.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	1.9	-0.2	0.4
Zone euro	3.3	0.6	0.7	-1.0	-0.6	1.1	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3	2.3	0.6	0.5
Déflateur du PIB															
États-Unis	2.2	1.8	0.5	0.5	3.1	1.5	0.7	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	2.0	1.4	0.3
Japon	-1.0	2.2	-1.0	6.5	5.0	0.7	-0.3	-0.9	-1.3	-1.4	-1.5	-1.5	0.7	1.1	-1.4
Allemagne	1.5	1.6	0.5	3.9	1.2	0.8	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3	2.2	0.8	0.4
France	2.2	1.2	0.6	1.2	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5	0.3	0.2	1.8	1.0	0.4
Italie	2.8	1.1	0.2	1.8	0.4	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.8	0.4	0.2
Royaume-Uni	2.4	2.3	1.6	2.9	3.2	2.0	1.4	1.0	1.4	1.8	2.2	2.6	2.4	1.9	2.0
Canada	3.9	-2.7	0.2	-10.4	-6.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.8	-1.5	0.2
Zone euro	2.2	1.3	0.6	1.9	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	2.3	0.8	0.5
Total OCDE	2.5	1.9	0.7	1.8	2.2	1.6	1.0	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	2.6	1.3	0.5
En pourcentage de la population active															
Chômage															
États-Unis	5.8	9.1	10.3	6.9	8.1	9.0	9.5	9.8	10.1	10.3	10.4	10.5	6.9	9.8	10.5
Japon	4.0	4.9	5.6	4.0	4.4	4.7	5.0	5.3	5.5	5.6	5.6	5.7	4.0	5.3	5.7
Allemagne	7.3	8.9	11.6	7.1	7.5	8.1	9.5	10.5	11.1	11.7	11.7	11.8	7.1	10.5	11.8
France	7.4	9.9	10.9	7.8	8.9	9.7	10.3	10.7	10.9	10.9	10.9	10.9	7.8	10.7	10.9
Italie	6.8	9.2	10.7	7.0	7.9	8.8	9.7	10.3	10.5	10.7	10.8	10.9	7.0	10.3	10.9
Royaume-Uni	5.7	7.7	9.5	6.3	6.9	7.6	8.0	8.4	8.8	9.2	9.7	10.1	6.3	8.4	10.1
Canada	6.1	8.8	10.5	6.4	7.6	8.5	9.3	9.8	10.1	10.4	10.6	10.8	6.4	9.8	10.8
Zone euro	7.5	10.1	11.7	8.0	9.0	9.7	10.5	11.1	11.5	11.7	11.8	11.9	8.0	11.1	11.9
Total OCDE	6.0	8.4	9.9	6.5	7.5	8.2	8.8	9.3	9.6	9.8	10.0	10.1	6.5	9.3	10.1

Note : La mise en place des nouveaux systèmes de comptes nationaux SCN93 et SEC95 a progressé à un rythme inégal selon les pays membres de l'OCDE, et ce pour les variables et la période couverte. En conséquence, plusieurs séries nationales contiennent des ruptures. De plus, certains pays utilisent des indices de prix en chaîne afin de calculer le PIB réel et les composantes des dépenses. Voir le tableau «Systèmes de comptabilité nationale et années de base» au début de l'annexe statistique ainsi que *Perspectives économiques de l'OCDE : Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Par rapport au 4e trimestre de l'année précédente.

2. Pour le Royaume-Uni, les pays de la zone euro ainsi que pour le total de cette zone, l'indice des prix à la consommation harmonisé a été utilisé (IPCH).

Source : OECD.

CHAPITRE 2

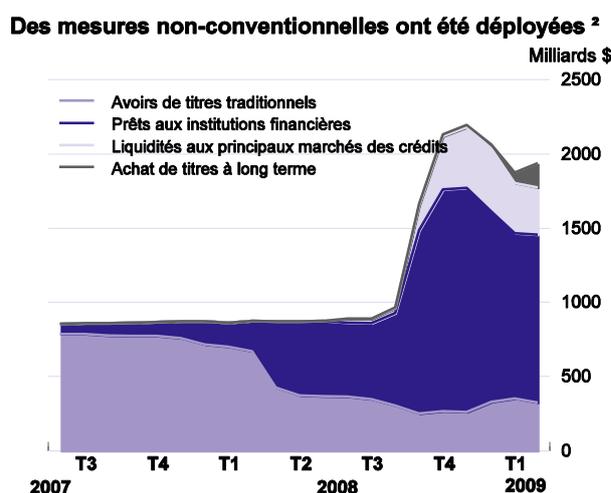
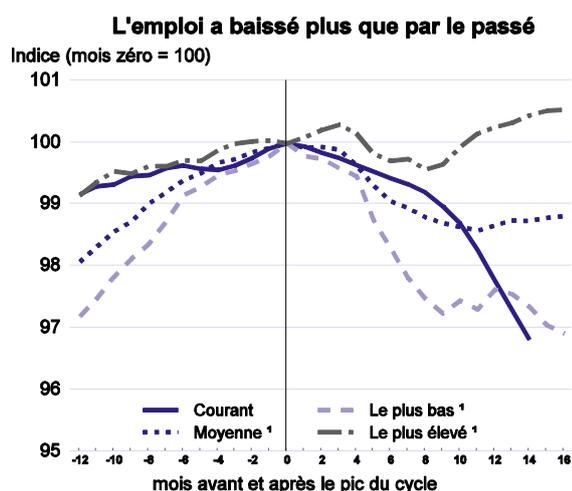
ÉVOLUTIONS DANS CERTAINS PAYS MEMBRES DE L'OCDE ET
DANS CERTAINES ÉCONOMIES NON MEMBRES

ÉTATS-UNIS

La crise financière a déclenché une profonde récession, qui devrait s'accroître en 2009. À la faveur d'une ample relance budgétaire et monétaire, la croissance est susceptible de repartir au début de 2010, mais le rythme de la reprise sera freiné par des effets de richesse négatifs substantiels et par le resserrement du crédit qui persiste, tout en se modérant. La possibilité d'une déflation ne saurait être écartée.

À la suite d'exercices rigoureux de simulation de crise, de nouvelles injections de fonds publics dans des établissements financiers d'importance systémique seront probablement nécessaires pour reconstituer leur capital et rétablir la confiance à l'égard du système bancaire. Dans certains cas, le gouvernement devra peut-être aussi prendre temporairement le contrôle de certains établissements. La Réserve fédérale devrait étoffer encore son bilan si besoin est, afin d'écartier le danger de la déflation. Des mesures supplémentaires de relance budgétaire pourraient s'avérer nécessaires à court terme si les perspectives économiques se dégradent encore, mais des mesures ambitieuses destinées à restaurer la viabilité des finances publiques devront être mises en œuvre une fois que la reprise économique sera fermement engagée.

États-Unis



1. Moyennes, valeurs les plus basses et les plus hautes des six dernières récessions.
2. Composition du bilan de la Réserve Fédérale.

Source: Datastream, Federal Reserve Bank of Cleveland et OCDE.

La récession s'est intensifiée

La récession s'est profondément aggravée, la production se contractant à un rythme alarmant tandis que la situation du marché du travail se dégradait rapidement : depuis décembre 2007, près de 4½ millions d'emplois ont été perdus. La production industrielle a encore fortement baissé, et la faiblesse des carnets de commandes à l'exportation comme la morosité des enquêtes de conjoncture indiquent que la demande étrangère de biens et services américains a également continué de décroître. L'aggravation de la récession et le plongeon des prix des matières premières ont entraîné un reflux marqué de l'inflation.

États-Unis : Demande, production et prix

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Prix courants milliards de \$	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2000)				
Consommation privée	8 694.1	3.0	2.8	0.2	-2.4	0.1
Consommation publique	1 957.5	1.6	1.9	2.8	2.0	2.8
Formation brute de capital fixe	2 440.6	2.0	-2.0	-3.4	-14.3	-3.3
Secteur public	397.8	2.1	3.0	3.5	1.9	2.8
Secteur privé : résidentiel	769.7	-7.1	-17.9	-20.7	-20.0	-1.4
Secteur privé : autres	1 273.1	7.5	4.9	1.7	-17.8	-6.4
Demande intérieure finale	13 092.2	2.6	1.8	0.0	-3.7	0.0
Variation des stocks ¹	43.3	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	0.0
Demande intérieure totale	13 135.5	2.6	1.4	-0.2	-4.1	0.0
Exportations de biens et services	1 311.5	9.1	8.4	6.2	-11.3	0.2
Importations de biens et services	2 025.1	6.0	2.2	-3.4	-10.1	0.3
Exportations nettes ¹	- 713.6	0.0	0.6	1.3	0.3	0.0
PIB aux prix du marché	12 421.9	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0
Déflateur du PIB		3.2	2.7	2.2	1.8	0.5
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation		3.2	2.9	3.8	-0.4	0.5
Déflateur sous-jacent de la consommation privée ²		2.2	2.2	2.2	1.1	0.3
Taux de chômage		4.6	4.6	5.8	9.1	10.3
Solde des administrations publiques ³		-2.2	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
Résultats à l'exportation ⁴		-6.0	-5.3	-4.7	-2.9	-3.1

Note : Les comptes nationaux étant basés sur des indices chaîne officiels, il existe donc un écart statistique dans l'identité comptable entre le PIB et les composantes de la demande réelle. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE: Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

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

2. Indice de prix des dépenses de consommation privées hors alimentation et énergie.

3. En pourcentage du PIB.

4. Ratio du volume des exportations sur le marché correspondant pour le total des biens et services.

Source : OCDE.

La situation reste tendue sur les marchés de capitaux

Le système financier demeure fragile et certains segments du secteur bancaire sont soumis à des tensions considérables, comme en témoigne le niveau élevé des primes des contrats d'échange sur risque de défaillance pour de nombreuses banques des États-Unis. Par conséquent, même si les mesures énergiques des pouvoirs publics ont ranimé certains marchés de capitaux essentiels, les conditions de crédit demeurent extrêmement restrictives aussi bien pour les ménages que pour les entreprises. Le crédit à la consommation et les prêts aux entreprises consentis par les banques commerciales diminuent depuis la fin de l'année dernière. Or, ces données et d'autres statistiques aisément accessibles sur les concours bancaires

minimisent probablement l'ampleur de la crise du crédit, car une forte réintermédiation du financement de l'économie a eu lieu par le biais du système bancaire commercial, après l'effondrement de vastes pans du marché des financements structurés. À supposer que les conditions financières ne s'améliorent que vers le début de l'année prochaine, le resserrement du crédit qui en résultera devrait freiner considérablement la croissance, tant en 2009 qu'en 2010.

Le recul de l'emploi et l'érosion des patrimoines freinent les dépenses de consommation

Les revenus des ménages américains pâtissent de la dégradation de la situation du marché du travail, et leur patrimoine s'est fortement réduit du fait de la baisse des prix des logements et des cours des actions. Un nombre croissant de ménages éprouvent des difficultés à assurer le service de leur dette ; fin 2008, près de 12 % des emprunts hypothécaires donnaient lieu à des impayés ou à des procédures de saisies aux États-Unis. En outre, l'incertitude économique accrue pousse tous les ménages, même ceux dont les moyens financiers sont suffisants, à différer leurs achats, en particulier d'automobiles. Les dépenses de consommation pourraient rester faibles pendant plusieurs années, étant donné que les ménages vont accroître leur épargne et reconstituer leur patrimoine. La restriction du crédit, la contraction de la demande et la baisse des exportations dépriment encore davantage l'investissement des entreprises.

La reprise sera probablement molle...

Une reprise graduelle pourrait prendre corps l'an prochain, à mesure que les conditions financières s'amélioreront et que la politique macroéconomique exercera un effet d'entraînement positif croissant. Étant donné qu'un écart de production marqué devrait se former, et que les prix des matières premières devraient rester stables, l'inflation devrait décroître notablement et la déflation pourrait menacer en 2010.

... malgré une politique monétaire très souple...

Les autorités des États-Unis ont pris des mesures énergiques pour soutenir l'activité dans la sphère réelle de l'économie. La Réserve fédérale a abaissé son taux directeur à un niveau proche de zéro, fortement étoffé son bilan et mis en œuvre des mesures innovantes pour atténuer les tensions sur les principaux marchés du crédit, notamment sur les segments des billets de trésorerie et des crédits hypothécaires conformes. La politique de taux d'intérêt zéro devrait être poursuivie et bon nombre des nouvelles facilités de crédit devraient être maintenues en place jusqu'à la fin de 2010. En outre, pour désamorcer les tensions inflationnistes et stimuler davantage la croissance économique, il sera peut-être nécessaire d'amplifier encore les opérations d'assouplissement quantitatif, en procédant à de nouveaux achats de titres du Trésor des États-Unis à plus long terme et de titres émis par des organismes publics. Une fois que la reprise aura pris corps, il conviendra de réduire rapidement la taille du bilan de la Réserve fédérale, afin de juguler l'inflation et de ne pas alimenter une nouvelle bulle.

... et une relance budgétaire massive

Le nouveau gouvernement a rapidement promulgué la Loi américaine sur la reprise et le réinvestissement (*American Recovery and Reinvestment Act*), qui prévoit des mesures discrétionnaires d'une ampleur estimée à 2.1 et 2.4 % du PIB en 2009 et 2010, respectivement. Ce programme budgétaire de grande envergure, prévoyant des mesures côté dépenses un peu plus importantes que les réductions d'impôts, contribuera à soutenir

l'activité même au-delà de 2010. Des mesures de relance budgétaire supplémentaires seraient justifiées si les perspectives économiques devaient se dégrader davantage. Dès qu'une reprise économique se sera fermement enclenchée, le gouvernement devrait mettre en œuvre un programme d'assainissement budgétaire plus ambitieux que celui envisagé dans son projet de budget.

***Il est vital de stopper
l'hémorragie
financière...***

Pour mettre fin à la crise financière, et par là même jeter les bases d'une reprise plus rapide, il est indispensable de garantir une certaine stabilité financière, de façon que le crédit puisse circuler normalement vers les ménages et les entreprises solvables. Le Plan de stabilité financière lancé en février impose aux grandes banques de se soumettre à des exercices complets de simulation de crise, qui devront être achevés d'ici fin avril, l'objectif étant de déterminer quels établissements ont besoin de capitaux supplémentaires. Les banques jugées sous-capitalisées auront alors la possibilité de lever des fonds auprès d'investisseurs privés. Si ces établissements sont incapables de le faire, ils devront accepter de nouvelles injections de capitaux publics. En mars, une nouvelle structure, le Programme d'investissement public-privé, a été mise sur pied pour assainir les bilans des banques, en retirant les prêts douteux, et créer un marché pour certains titres non liquides adossés à des créances hypothécaires ou à d'autres actifs. Le Plan de stabilité financière devrait contribuer au règlement de la crise financière, mais il est essentiel qu'il soit rapidement mis en œuvre et que le gouvernement soit prêt à prendre des mesures plus décisives si la situation l'exige. Pour que ce Plan contribue plus efficacement à résoudre la crise mondiale, le gouvernement devrait en préciser les modalités d'application (notamment les délais impartis aux banques pour lever des capitaux privés) et annoncer clairement qu'il n'hésitera pas à restructurer les établissements financiers importants d'un point de vue systémique mais fragiles, même s'il faut pour cela en prendre le contrôle, les placer en redressement judiciaire, éliminer leurs actifs douteux et recapitaliser les « bonnes banques » résultant de cet assainissement avec des fonds publics.

***... d'enrayer
l'augmentation des
saisies...***

Une autre priorité des pouvoirs publics devrait être d'endiguer la vague montante des saisies de logements hypothéqués. Le programme baptisé *Homeowner Affordability and Stability Plan*, élaboré par le gouvernement pour aider les emprunteurs en difficulté en créant des incitations à alléger le coût du service de la dette, sera utile à cet égard. Toutefois, un plan plus complet est nécessaire pour inciter davantage les créanciers à réduire l'encours des dettes des propriétaires qui doivent rembourser un montant supérieur à la valeur de leur logement.

***... et de commencer à
réformer la surveillance
du secteur financier***

La crise a révélé de sérieuses failles dans le système de surveillance et de réglementation de la finance. Les autorités devraient s'attaquer sans tarder à la refonte de ce système, afin de combler ces lacunes et de garantir la stabilité systémique du secteur financier.

JAPON

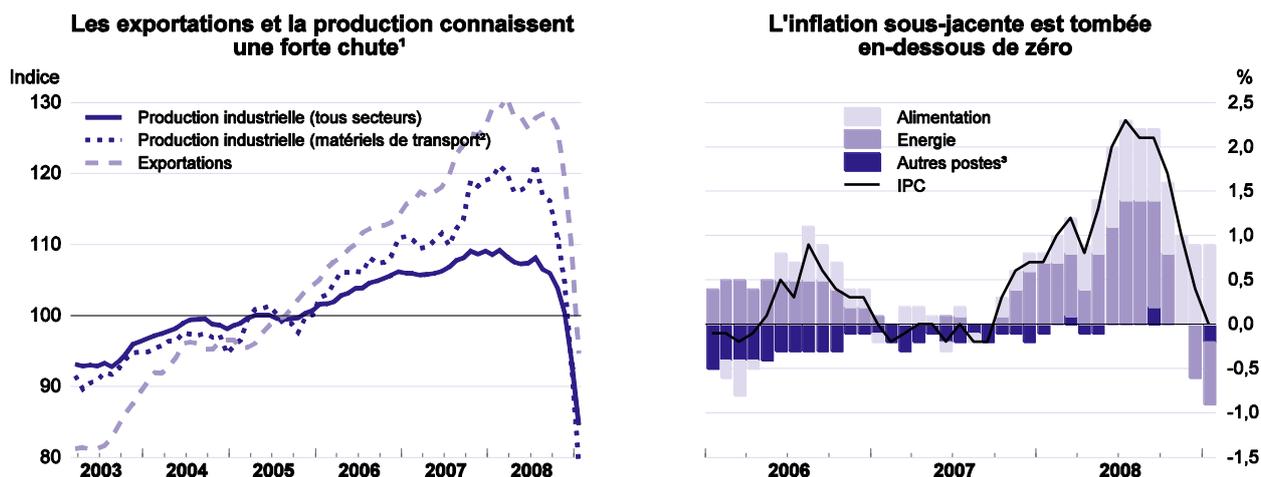
La récession actuelle sera sans doute la plus grave de l'après-guerre au Japon. Suite à la crise financière mondiale, les exportations et l'investissement des entreprises ont chuté, tandis que le yen s'est nettement apprécié et que les prix des actions ont baissé de moitié. La production devrait reculer d'environ 6½ pour cent en 2009, aggravant le chômage et entraînant de nouveau le Japon dans la déflation. Une reprise de la demande intérieure à partir de la mi-2010 devrait ramener la croissance de la production en territoire positif, quoique à un taux très inférieur à son niveau potentiel.

La Banque du Japon devrait appliquer des mesures supplémentaires pour atténuer la déflation. Les plans de relance budgétaire contribueront certes à amortir la récession, mais il sera important de remettre le cap sur l'assainissement budgétaire dès que l'économie se stabilisera, étant donné le niveau du ratio d'endettement public. Des réformes des systèmes d'imposition et d'assurance sociale, accompagnées de réformes structurelles qui stimuleraient la demande intérieure, en particulier dans le secteur des services, demeurent prioritaires pour améliorer le niveau de vie malgré la baisse de la population d'âge actif.

La chute des exportations déclenchée par la crise économique mondiale...

La chute des exportations la plus forte de l'après-guerre résulte d'une vive contraction de la production et de l'investissement des entreprises. Le choc négatif subi par la demande et l'appréciation du yen, de 25 % en

Japon



1. Les données correspondent à une moyenne mobile sur trois mois des volumes exprimés en indice (2005=100) et désaisonnalisés.
2. Excluant les bateaux et matériels roulants (trains).
3. Correspond à la définition de l'inflation sous-jacente de l'OCDE.

Source: Ministry of Economy, Trade and Industry et Banque du Japon; Ministère des Affaires Intérieures et des Communications.

termes pondérés par les échanges au dernier trimestre 2008 (en glissement trimestriel), ont entraîné une forte dégradation de la rentabilité des entreprises. Celle-ci a contribué à une chute des cours des actions, accompagnée d'un creusement de l'écart de taux d'intérêt entre les obligations d'État et les obligations de sociétés, surtout pour les titres de qualité inférieure. En outre, les établissements financiers durcissent leurs critères de prêt, en particulier vis-à-vis des petites et moyennes entreprises. Cette dégradation des conditions financières a contribué à une hausse à deux chiffres (en glissement annuel) du nombre de faillites durant les deux premiers mois de 2009.

Japon : Demande, production et prix

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Prix courants mille milliards de ¥	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2000)				
Consommation privée	285.9	1.5	0.7	0.5	-1.4	-0.5
Consommation publique	90.6	0.4	2.0	0.9	2.4	2.9
Formation brute de capital fixe	116.9	0.5	1.1	-4.6	-10.5	-1.9
Secteur public ¹	22.9	-5.7	-7.0	-6.2	5.4	-4.6
Secteur privé : résidentiel	18.2	0.5	-9.3	-6.9	-2.8	0.7
Secteur privé : autres	75.7	2.3	5.8	-3.7	-16.0	-1.6
Demande intérieure finale	493.4	1.1	1.0	-0.6	-2.8	-0.1
Variation des stocks ²	1.4	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
Demande intérieure totale	494.8	1.2	1.3	-0.8	-2.8	-0.1
Exportations de biens et services	71.9	9.7	8.4	1.7	-26.4	-2.0
Importations de biens et services	65.0	4.2	1.5	1.1	-4.8	0.7
Exportations nettes ²	7.0	0.8	1.1	0.1	-3.8	-0.3
PIB aux prix du marché	501.7	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5
Déflateur du PIB		-0.9	-0.7	-1.0	2.2	-1.0
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation		0.2	0.1	1.4	-1.2	-1.3
IPC sous-jacent ³		-0.4	-0.2	0.1	-0.3	-1.2
Taux de chômage		4.1	3.9	4.0	4.9	5.6
Solde des administrations publiques ⁴		-1.6	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
Résultats à l'exportation ⁵		0.1	1.1	-0.4	-15.3	-5.0

Note : Les comptes nationaux étant basés sur des indices chaîne officiels, il existe donc un écart statistique dans l'identité comptable entre le PIB et les composantes de la demande réelle. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE: Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Y compris les entreprises publiques.

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

3. Indice global hors alimentation et énergie.

4. En pourcentage du PIB.

5. Ratio du volume des exportations sur le marché correspondant pour le total des biens et services.

Source : OCDE.

... provoque une flambée du chômage et un retour de la déflation

Le revenu des ménages diminue parallèlement à la stagnation de l'emploi et l'accélération de la baisse des salaires qui s'est amorcée à la fin de 2008, d'où une contraction de la consommation des ménages. La forte baisse du rapport entre les offres et les demandes d'emploi indique que le chômage va augmenter considérablement par rapport à son niveau actuel, qui se situe aux alentours de 4 %. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice

de base des prix à la consommation (hors énergie et alimentation), est tombée au-dessous de zéro.

La production devrait se contracter encore

Le secteur extérieur continuant de peser sur l'activité, la baisse de la production devrait se poursuivre en 2009. La demande intérieure devrait induire une légère reprise en 2010, même si la croissance restera inférieure à 1 % à la fin de l'année. Une reprise de la correction de l'investissement en logements, après la réforme mal ficelée de la réglementation de 2007, devrait étayer la demande intérieure. En outre, l'investissement des entreprises pourrait rebondir à la suite de sa forte contraction depuis 2007. La baisse des salaires réels améliorera la rentabilité des entreprises, mais elle entamera parallèlement la vigueur de la consommation privée. La croissance de la production restant inférieure à son niveau potentiel jusqu'à fin 2010, le taux de chômage va probablement dépasser 5½ pour cent et la déflation risque de devenir persistante.

Les politiques budgétaire et monétaire soutiennent l'activité économique

Les trois trains de mesures budgétaires successifs adoptés depuis août 2008 (d'une ampleur globale équivalant environ à 2 % du PIB), conjugués à l'impact des stabilisateurs automatiques, atténueront la gravité et la durée de la récession. Cependant, l'accroissement des dépenses et la baisse des recettes alourdiront le déficit budgétaire, le déficit primaire (hors éléments exceptionnels) grimpant de 2.6 % en 2007 à quelque 8 % en 2010, soit nettement au-dessus de l'objectif officiel d'excédent budgétaire primaire global de l'administration centrale et des collectivités locales fixé pour l'exercice 2011. En outre, ces estimations ne tiennent pas compte du quatrième train de mesures budgétaires prévu pour avril 2009. Étant donné la montée des pressions déflationnistes et les tensions observées sur les marchés de capitaux, la Banque du Japon a ramené son taux directeur de 0.3 à 0.1 % en décembre 2008 et pris un certain nombre de mesures pour fournir des liquidités ; elle va notamment acquérir jusqu'à 3 000 milliards de yen de billets de trésorerie et 1 000 milliards de yen d'obligations de sociétés d'ici à septembre 2009. Par ailleurs, la Banque a annoncé en mars qu'elle allait accroître le montant de ses achats fermes d'obligations d'État. En outre, d'ici avril 2010, elle va acquérir jusqu'à 1 000 milliards de yen d'actions détenues par des banques remplissant les conditions requises.

Des mesures supplémentaires s'imposent pour garantir une reprise durable

Bien que les entreprises se montrent plus résistantes aux chocs externes et que le secteur bancaire soit plus robuste que par le passé, la crise financière mondiale a prélevé un lourd tribut sur une économie japonaise dépendante des exportations. La Banque du Japon devrait maintenir son taux directeur à un niveau proche de zéro et continuer à s'efforcer d'accroître la liquidité jusqu'à ce qu'elle ait mis un terme définitif à la déflation. Dans la mesure où le ratio d'endettement public devrait avoisiner les 200 % en 2010, les marges de relance budgétaire supplémentaire sont limitées, même si les autorités adoptaient des mesures aux effets s'inversant d'eux-mêmes et se focalisaient sur les dispositions les plus susceptibles de stimuler la croissance et l'emploi. En outre, il faudrait réaffirmer l'objectif d'excédent du budget primaire global de l'administration centrale et des collectivités locales. Les autorités devraient poursuivre les réformes de la fiscalité et de l'assurance

sociale propices à la croissance, notamment en instaurant un crédit d'impôt sur les revenus d'activité pour soutenir les ménages à faible revenu. Les réformes structurelles destinées à stimuler la productivité, en particulier en renforçant la concurrence dans le secteur des services, sont indispensables pour améliorer le niveau de vie sur le long terme.

ZONE EURO

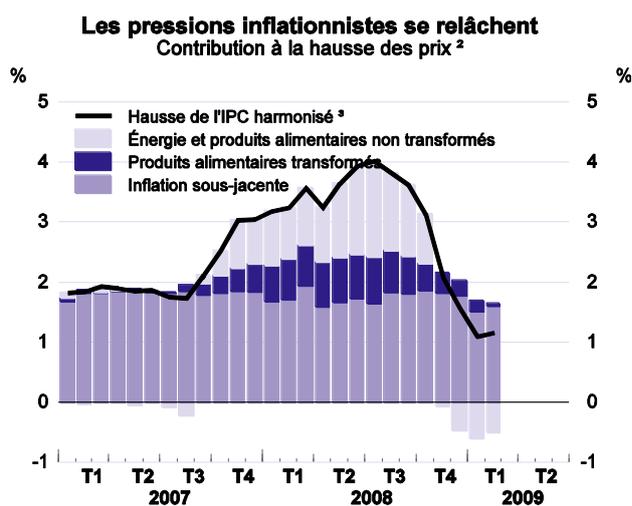
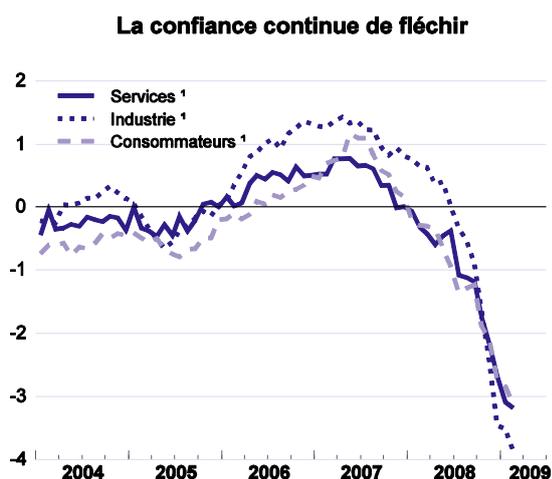
La zone euro est entrée dans une profonde récession, engendrée par des conditions financières très restrictives, une baisse des prix des actifs, une forte contraction de la demande extérieure et une montée de l'incertitude. L'activité devrait faiblir tout au long de 2009 et ne se redresser que lentement en 2010, sur fond de dissipation progressive des tensions observées sur les marchés de capitaux. La montée du chômage et le creusement de l'écart de production négatif atténueront les tensions inflationnistes pendant toute la période considérée, et l'inflation sous-jacente devrait descendre au voisinage de zéro en 2010.

Étant donné la faiblesse des perspectives d'inflation, une relance monétaire supplémentaire fondée sur de nouvelles réductions des taux directeurs et un assouplissement quantitatif s'impose. D'autres mesures budgétaires discrétionnaires sont également de mise dans les pays membres qui disposent de marges de manœuvre suffisantes en la matière. Les perspectives de croissance à moyen terme seraient renforcées par la préservation du marché intérieur ainsi que du régime libéral appliqué en matière de commerce extérieur et d'investissement international.

Une profonde récession s'est installée

La production a rapidement baissé dans la zone euro et l'on peut s'attendre à court terme à de nouvelles contractions marquées du PIB. La confiance des entreprises et des consommateurs est tombée à des niveaux

Zone euro



1. Les séries ont été normalisées à 0 sur la période 1999m1-2009m2.
2. Représentée par l'indice des prix à la consommation (IPC) harmonisé.
3. Pourcentage de variation en glissement annuel.

Source : Eurostat et OCDE.

très bas, et les nouvelles commandes industrielles continuent de se réduire fortement, ce qui laisse prévoir un nouveau fléchissement de la production industrielle et des exportations. Les ventes au détail dans l'ensemble de la zone ont également faibli, mais plus légèrement. Le PIB a baissé de près de 6 % en rythme annualisé au dernier trimestre 2008, et une contraction similaire paraît probable au premier trimestre 2009.

Les conditions financières ont continué de se durcir

Les conditions financières se sont encore durcies, sous l'effet de la baisse des prix des actifs, d'un resserrement des conditions de crédit des banques et du niveau élevé des marges d'intérêt. La croissance du crédit aux ménages et aux entreprises non financières a rapidement ralenti. Ces facteurs ont alourdi les coûts de financement des sociétés, engendré des effets de richesse négatifs qui ont influé sur les dépenses des ménages, et contribué à l'incertitude entourant les perspectives économiques.

Zone euro : Demande et production

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	prix courants milliards d'€	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2001)				
Demande intérieure totale	7 934.6	2.8	2.3	0.7	-2.8	-0.3
Exportations nettes ¹	123.7	0.2	0.3	0.0	-1.3	0.0
PIB aux prix du marché	8 058.3	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3
Déflateur du PIB		2.0	2.3	2.2	1.3	0.6
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation harmonisé		2.2	2.1	3.3	0.6	0.7
IPCH sous-jacent ²		1.4	1.9	1.8	1.6	0.7
Taux de chômage		8.2	7.4	7.5	10.1	11.7
Solde des administrations publiques ³		-1.3	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0

Note : L'agrégat correspondant à la zone euro couvre les pays de la zone euro qui sont membres de l'OCDE.

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

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

3. En pourcentage du PIB.

Source : OCDE.

Les tensions inflationnistes continuent de décroître

Suite à l'effondrement des prix mondiaux des produits de base, l'inflation globale est tombée à un peu plus de 1 %, après avoir culminé à 4 % en juillet dernier. Les mesures de l'inflation sous-jacente, qu'elles soient calculées par exclusion systématique ou statistique, ont également évolué à la baisse, mais plus modérément. Cependant, la montée du chômage et le creusement persistant de l'écart de production atténueront davantage les tensions sur les salaires et les prix en 2009 et en 2010.

La politique monétaire peut s'assouplir encore

La Banque centrale européenne (BCE) a réduit son taux directeur de 275 points de base depuis septembre dernier, et ses opérations de gestion de la liquidité ont entraîné une baisse encore plus importante des taux au jour le jour. Néanmoins, la tourmente financière a affaibli le mécanisme de transmission des baisses des taux directeurs aux taux du marché monétaire et aux taux d'intérêt des banques de dépôt. Étant donné la montée des pressions désinflationnistes prévue pour les deux prochaines années, la

BCE devrait utiliser sans tarder les marges de manœuvre dont elle dispose encore pour abaisser ses taux directeurs, et mettre en œuvre des mesures d'assouplissement quantitatif.

Les mesures budgétaires soutiennent l'activité

Les États membres ont adopté de nouvelles mesures budgétaires discrétionnaires destinées à soutenir la demande, lesquelles représenteront près de 1 % du PIB en 2009, et dont l'effet de relance se prolongera en 2010, quoique dans des proportions un peu plus limitées. Cette action aura un certain effet positif sur l'activité, surtout au second semestre de cette année, mais elle n'empêchera pas une forte contraction de la production. L'activité bénéficie également du soutien des stabilisateurs automatiques, relativement puissants dans la zone euro, ainsi que des mesures prises pour étayer le secteur financier. Le déficit budgétaire et les ratios d'endettement public augmentent rapidement en conséquence, et les primes de risque souverain sur les obligations s'alourdissent dans certains pays. Des mesures de relance supplémentaires pourraient s'avérer nécessaires dans certains pays à court terme si la situation se détériorait plus que prévu, mais il faudra y mettre fin rapidement dès que la reprise sera bien engagée.

La reprise sera faible

L'activité économique devrait décroître encore jusqu'à la fin de 2009, l'atonie de la demande intérieure étant amplifiée par l'impact négatif de la faible croissance de la demande mondiale sur les exportations. Les revenus des ménages ont bénéficié de la baisse antérieure des prix des produits de base, mais la consommation sera déprimée par la montée du chômage et par des effets de richesse négatifs. Les mesures publiques de soutien, conjuguées à un assouplissement des conditions financières, devraient induire une reprise hésitante en 2010, mais la croissance pourrait rester inférieure à son rythme tendanciel tout au long de l'année, et le chômage continuer de croître.

Les risques qui entourent ces prévisions restent orientés à la baisse

Étant donné le fléchissement rapide de l'économie intérieure et mondiale, conjugué à la possibilité d'une nouvelle détérioration des conditions financières, les risques qui entourent ces prévisions restent fermement orientés à la baisse, avec des risques extrêmes prononcés. La contraction de l'activité va notamment accentuer les pressions qui s'exercent sur les établissements financiers, ce qui pourrait entraîner un nouveau durcissement des conditions financières, produisant du même coup des effets négatifs supplémentaires sur la sphère réelle de l'économie et créant de nouveaux obstacles à la transmission efficace des politiques monétaire et budgétaire.

ALLEMAGNE

La chute de l'activité économique s'est nettement accélérée, l'effondrement du commerce mondial pesant de manière particulièrement forte sur la croissance en Allemagne. En 2009, le PIB pourrait reculer d'environ 5 % en volume avant d'amorcer un lent redressement en 2010. Une hausse marquée du chômage est attendue en 2009 et en 2010, tandis que l'inflation sera faible et ira en diminuant tout au long de la période considérée.

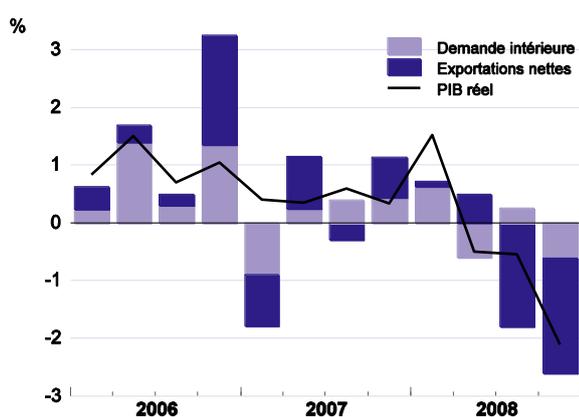
Les finances publiques semblent devoir se détériorer notablement sous l'effet de facteurs conjoncturels et des trains de mesure de stimulation budgétaire. Néanmoins, compte tenu de la dégradation rapide de l'activité, de nouvelles mesures de relance temporaires s'imposent et devraient être mises en œuvre rapidement. Afin de rétablir la confiance, le gouvernement a décidé, à juste titre, de réformer la règle budgétaire et de donner des directives sur le remboursement futur de la dette additionnelle contractée aujourd'hui, de manière à éviter une dégradation à long terme des perspectives d'évolution des finances publiques et à renforcer l'efficacité des mesures actuelles de relance.

Le déclin de l'activité économique s'est nettement accéléré...

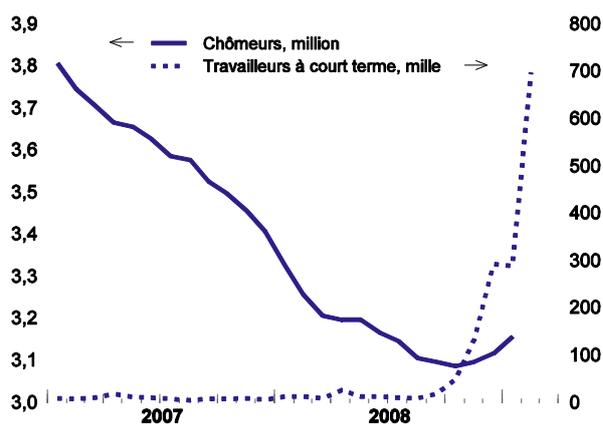
La baisse de l'activité économique s'est accentuée notablement vers la fin 2008, avec un taux record de croissance trimestrielle négative. Cela est dû, pour l'essentiel, à un fort recul des exportations, de l'Allemagne. La composition par produits des exportations allemandes,

Allemagne

Les exportations nettes font baisser la croissance du PIB
Contributions à la croissance trimestrielle du PIB



Les entreprises baissent la main-d'œuvre



Note : La demande intérieure exclut les stocks. Le chômage est selon le concept du BIT. Le nombre de travailleurs à court terme se réfère aux travailleurs avec le temps de travail réduit pour les raisons économiques selon les notifications par les employeurs. Leur perte de salaire est en part compensé par les prestations du travail à court terme qui sont payées par le Bureau de travail pendant 18 mois.

Source : OCDE base de données des *Comptes nationaux* ; Statistisches Bundesamt Deutschland ; *Statistik der Bundesagentur für Arbeit*.

où les biens d'équipement ont un poids considérable, rend l'économie particulièrement sensible au cycle économique mondial. Les dépenses d'investissement privées ont aussi accusé une baisse marquée, du fait de la diminution du taux d'utilisation des capacités et du ralentissement des commandes. La consommation des ménages est restée relativement stable, en raison d'une inflation moins virulente, d'une progression appréciable des revenus résultant des négociations salariales passées, et de niveaux d'emploi encore élevés.

Allemagne : Demande, production et prix

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	prix courants milliards d'€	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2000)				
Consommation privée	1 323.0	1.2	-0.3	-0.3	0.0	0.0
Consommation publique	420.0	0.6	2.2	2.0	0.6	0.9
Formation brute de capital fixe	388.9	8.5	4.5	3.6	-6.6	0.7
Secteur public	30.9	3.8	4.4	4.4	9.9	12.8
Secteur privé : résidentiel	116.4	6.5	0.4	-0.1	-1.8	0.5
Secteur privé : autres	241.6	10.1	6.5	5.3	-10.9	-1.2
Demande intérieure finale	2 131.9	2.4	1.1	0.9	-1.2	0.3
Variation des stocks ¹	- 11.4	-0.1	0.1	0.5	-0.4	-0.1
Demande intérieure totale	2 120.4	2.3	1.2	1.5	-1.7	0.2
Exportations de biens et services	918.6	13.1	7.7	2.3	-16.5	-0.1
Importations de biens et services	799.7	12.2	5.2	3.6	-10.0	0.0
Exportations nettes ¹	118.9	1.0	1.4	-0.4	-3.7	0.0
PIB aux prix du marché	2 239.3	3.2	2.6	1.0	-5.3	0.2
Déflateur du PIB		0.5	1.9	1.5	1.6	0.5
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation harmonisé		1.8	2.3	2.8	0.6	0.5
IPCH sous-jacent ²		0.7	1.9	1.3	1.1	0.5
Taux de chômage		9.7	8.3	7.3	8.9	11.6
Solde des administrations publiques ³		-1.5	-0.2	-0.1	-4.5	-6.8
Résultats à l'exportation ⁴		3.6	0.8	-0.1	-5.2	-0.4

Note : Les comptes nationaux étant basés sur des indices chaîne officiels, il existe donc un écart statistique dans l'identité comptable entre le PIB et les composantes de la demande réelle. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE: Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

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

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

3. En pourcentage du PIB.

4. Ratio du volume des exportations sur le marché correspondant pour le total des biens et services.

Source : OCDE.

... et la situation ne fera qu'empirer

Les exportations étaient toujours en forte baisse au début de cette année et le déclin de la production industrielle s'est accentué. Le marché du travail commence à donner des signes de faiblesse, avec une légère montée du chômage au cours des premiers mois de 2009. De plus, l'incidence du chômage partiel, indemnisé par l'Agence fédérale pour l'emploi, a augmenté fortement, ce qui laisse à penser que les entreprises réduisent leur consommation de travail. Cependant, la consommation privée est soutenue pour un temps par les achats de voitures, stimulés par les primes à la casse offertes par le gouvernement pour la mise au rebut des véhicules anciens et l'achat de voitures neuves.

L'activité ne se stabilisera que lentement

Les pertes de production se poursuivront tout au long de 2009, en raison de la faiblesse des exportations et de l'investissement privé en machines et outillage. À partir du milieu de 2009, les niveaux de production seront soutenus quelque peu par de nouveaux investissements publics en infrastructure, des transferts aux ménages et des allègements d'impôt sur le revenu et de cotisations de sécurité sociale. Cependant, l'impact de ces dernières mesures sera probablement temporairement compensé par une hausse de l'épargne de précaution.

Le chômage va augmenter et l'inflation continuera de baisser

Le taux de chômage pourrait atteindre près de 12 % d'ici à la fin de 2010, le taux de croissance ne convergeant que lentement vers son niveau potentiel et les mesures de chômage partiel arrivant à leur terme. Le creusement de l'écart de production et la montée du chômage exerceront une pression à la baisse sur l'inflation, qui pourrait tomber à un niveau proche de zéro en 2010. Compte tenu de l'augmentation très importante du chômage, il est également probable que les nouveaux accords salariaux donneront lieu à un arbitrage entre sécurité de l'emploi et hausses de rémunérations au détriment des secondes.

Le gouvernement a pris rapidement des mesures face à la crise financière, mais sa réaction a été plus lente face à l'affaiblissement de la croissance

Le gouvernement a mis en place plusieurs dispositifs en vue de stabiliser le système bancaire et de stimuler la croissance. Un *Fonds de stabilisation des marchés de capitaux* a été créé à l'automne dernier afin de garantir les emprunts bancaires à hauteur de 400 milliards d'euros, avec 80 milliards d'euros supplémentaires disponibles pour la recapitalisation des banques ou l'achat d'actifs. Par ailleurs, deux trains de mesures de relance budgétaire ont été adoptés, comprenant des dépenses d'infrastructure, des réductions d'impôt sur le revenu et de cotisations de sécurité sociale, des allègements fiscaux pour les entreprises, des aides à l'achat de voitures, et des paiements ponctuels aux familles. Ces aides additionnelles, conjuguées aux autres mesures discrétionnaires, représentent l'équivalent de 3½ points de PIB sur la période 2009-2010. Ces dispositifs et la dégradation conjoncturelle creuseront le déficit budgétaire, qui avoisinera 7 % du PIB. Face au rapide repli de l'activité, des mesures de relance supplémentaires s'imposent et devraient être mises en œuvre sans tarder. Ces mesures devraient être temporaires et choisies en fonction de leur impact à court terme. Étant donné la forte hausse du chômage qui est anticipée, les mesures budgétaires supplémentaires adoptées devraient être axées sur les politiques actives du marché du travail, afin de parer à l'augmentation du chômage de longue durée qui menace de se produire. Une fois la reprise engagée, il importera que les autorités assurent un rapide retour à l'assainissement des finances publiques à moyen terme. Des actions crédibles dans ce domaine pourraient aussi contribuer à améliorer l'efficacité des mesures de relance actuelles. Le projet du gouvernement de mettre en place une nouvelle règle budgétaire, exigeant un solde budgétaire structurel en équilibre, est utile de ce point de vue, tout comme les annonces précises qui ont été faites concernant l'amortissement futur des nouvelles dettes des administrations publiques.

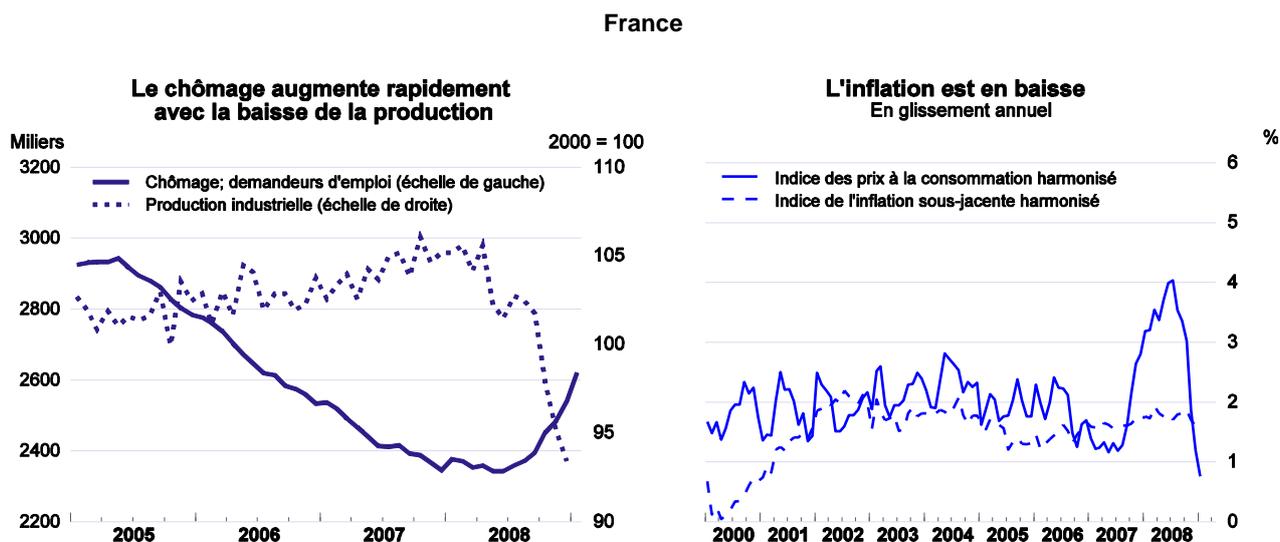
FRANCE

Le PIB réel est attendu en baisse de plus de 3 % en 2009, avec un ralentissement progressif du rythme de la contraction sur toute l'année. L'amélioration des conditions du crédit et les dispositifs de relance mis en place en France et à l'étranger contribueront à une reprise en 2010, même si l'activité restera inférieure à la normale et fragile en raison de la faiblesse des bilans dans le secteur privé. L'inflation pourrait tomber à un niveau proche de zéro d'ici à la fin de 2010.

Les mesures budgétaires mises en œuvre pour faire face à la crise, centrées sur l'investissement, sont principalement des dispositifs auto-réversibles et elles devraient prendre effet rapidement. Il faudrait toutefois résister à la tentation d'accorder des aides sectorielles et s'efforcer plutôt de soutenir le revenu des travailleurs licenciés. Même si une aggravation du déficit est inéluctable, il conviendrait d'envisager des mesures expansionnistes supplémentaires si les perspectives venaient à se dégrader davantage. Quoi qu'il en soit, un plan crédible de retour à l'équilibre budgétaire sera nécessaire afin de rétablir des finances publiques saines lorsque l'économie se redressera.

La production baisse rapidement

Le déclin de la production s'est probablement accéléré au premier trimestre 2009, les entreprises continuant de puiser dans leurs stocks et de réduire leurs investissements face à la baisse des commandes et au faible niveau de confiance. Malgré une légère amélioration ces derniers mois, les conditions du crédit restent restrictives pour les ménages et les entreprises. Ceci, conjugué à la contraction généralisée des bénéfices et à des carnets de



Source : OCDE, base de données des Principaux indicateurs économiques; DARES.

commandes toujours aussi dégarnis, se traduira sans doute par des déstockages continus au premier semestre et un repli de l'investissement des entreprises pendant la majeure partie de 2009, du fait que celles-ci cherchent à soutenir leurs bilans. Pour les ménages, l'incertitude économique liée à la forte hausse du chômage et aux pertes de patrimoine sur les marchés du logement et des titres conduira sans doute à une réduction de la consommation privée et de l'investissement résidentiel au cours des trimestres à venir, en dépit d'une légère progression du revenu disponible réel. Le plan de relance budgétaire adopté au début de 2009, associé à une nette détente monétaire et à des mesures additionnelles de renforcement du système bancaire, contribuera à limiter la récession et à étayer la reprise en 2010.

France : **Demande, production et prix**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	prix courants milliards d'€	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2000)				
Consommation privée	980.4	2.5	2.4	1.3	-0.2	0.2
Consommation publique	408.4	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3
Formation brute de capital fixe	343.8	5.0	4.9	0.4	-7.1	-1.7
Secteur public	56.9	-2.1	1.7	-1.2	-1.6	1.7
Secteur privé : résidentiel	96.3	6.9	2.9	-1.1	-6.2	-2.3
Secteur privé : autres	190.6	6.3	6.8	1.6	-9.1	-2.4
Demande intérieure finale	1 732.7	2.7	2.7	1.2	-1.3	0.1
Variation des stocks ¹	5.9	-0.1	0.2	-0.2	-1.1	0.0
Demande intérieure totale	1 738.5	2.6	2.9	1.0	-2.4	0.1
Exportations de biens et services	448.8	5.6	3.2	1.1	-11.4	-2.3
Importations de biens et services	463.5	6.5	5.9	2.0	-7.5	-1.0
Exportations nettes ¹	- 14.7	-0.3	-0.8	-0.3	-0.8	-0.3
PIB aux prix du marché	1 723.8	2.4	2.1	0.7	-3.3	-0.1
Déflateur du PIB		2.5	2.5	2.2	1.2	0.6
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation harmonisé		1.9	1.6	3.2	0.4	0.6
IPCH sous-jacent ²		1.5	1.6	1.8	1.3	0.6
Taux de chômage		8.8	8.0	7.4	9.9	10.9
Solde des administrations publiques ³		-2.4	-2.7	-3.4	-6.6	-8.3
Résultats à l'exportation ⁴		-3.4	-2.6	-1.4	1.4	-2.8

Note : Les comptes nationaux étant basés sur des indices chaîne officiels, il existe donc un écart statistique dans l'identité comptable entre le PIB et les composantes de la demande réelle. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE: Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

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

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

3. En pourcentage du PIB.

4. Ratio du volume des exportations sur le marché correspondant pour le total des biens et services.

Source : OCDE.

La contraction de l'activité semble devoir se poursuivre, mais à un rythme de plus en plus lent

Le PIB réel semble donc devoir se contracter jusqu'à la fin de 2009, mais à un rythme qui se ralentira régulièrement. La reprise prévue pour 2010 sera faible, avec des taux de croissance inférieurs au potentiel, en raison notamment de l'atonie persistante de la demande étrangère. L'inflation globale redeviendra sans doute positive au second semestre 2009 du fait de la dissipation de l'impact des baisses passées des prix de l'énergie. Cependant, l'accumulation d'un important excédent

d'offre sur les marchés de produits et le marché du travail maintiendra la pression à la baisse sur les salaires et sur les prix de façon générale, contribuant à un recul progressif de l'inflation tendancielle, qui tendra vers zéro d'ici à la fin de 2010.

L'accès au crédit reste préoccupant

Afin d'éviter une paralysie prolongée du système financier, les autorités ont mis en place deux dispositifs, l'un permettant aux banques de se refinancer avec une garantie de l'État et l'autre leur offrant des fonds propres pour assurer leur solvabilité. Ces mesures ont permis aux banques de continuer à prêter, compensant dans une certaine mesure le tarissement du marché primaire des titres. Même si les grandes banques françaises paraissent, dans l'ensemble, s'en sortir un peu mieux que leurs homologues étrangères, il est indispensable que les autorités suivent étroitement l'évolution dans ce secteur afin d'assurer l'accès au crédit.

La demande est soutenue au prix d'un creusement du déficit

Le gouvernement a adopté un programme de relance économique représentant plus de 1 % du PIB, axé essentiellement sur les dépenses d'infrastructure et l'aide aux petites et moyennes entreprises qui connaissent des difficultés de trésorerie. Ce programme a été suivi de mesures telles que des exonérations exceptionnelles d'impôt sur le revenu pour les ménages à revenu modeste, une indemnisation plus généreuse du chômage partiel et des prêts aux industries automobile et aéronautique. Ces mesures discrétionnaires, la perte de recettes fiscales particulièrement dynamiques par suite de l'éclatement des bulles sur les marchés financiers et du logement et les importants effets des stabilisateurs automatiques amortiront la chute de l'activité mais porteront aussi le déficit des administrations publiques à plus de 8 % du PIB en 2010. Néanmoins, si l'activité se révèle encore plus faible que prévu, les autorités devraient envisager de nouvelles mesures discrétionnaires d'expansion. Il faut en tout cas mettre en place un plan crédible de retour à la soutenabilité budgétaire une fois que la reprise sera engagée.

ITALIE

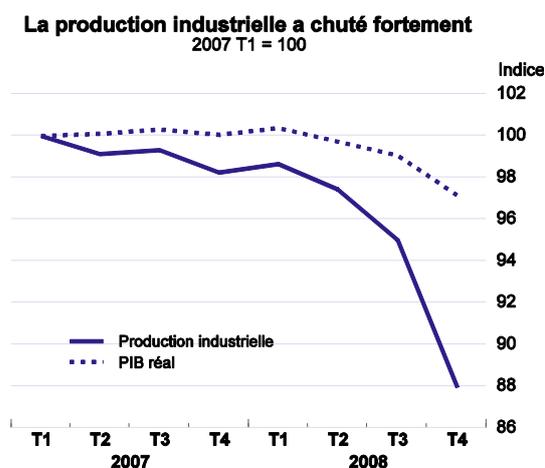
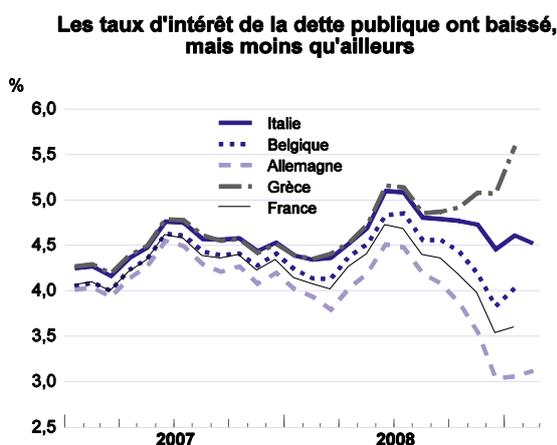
La récession devrait s'aggraver en 2009, l'investissement se ralentissant nettement, les marchés à l'exportation se contractant et l'incertitude freinant les dépenses de consommation. Avec son économie ouverte et la composition actuelle de ses exportations, l'Italie subit de plein fouet la récession qui sévit dans les autres pays. La reprise devrait être lente et le chômage augmentera fortement cette année et durant une bonne partie de 2010. L'inflation tombera à un niveau proche de zéro vers la fin de l'an prochain. Le déficit budgétaire se creusera rapidement, s'approchant de 5 % du PIB cette année et de 6 % en 2010.

Le niveau élevé de la dette publique et la crainte qu'il pourrait être difficile de refinancer une telle dette ont à juste titre restreint les mesures budgétaires discrétionnaires. Il faut mieux maîtriser les dépenses et accroître leur efficacité pour améliorer le crédit de l'Italie sur les marchés financiers. En attendant, il sera plus efficace, pour soutenir la demande, de cibler les dépenses en aidant davantage les chômeurs et leurs familles que d'aider certaines industries ou d'essayer d'orienter les prêts bancaires.

La baisse de la production s'est accélérée

L'économie s'est affaiblie en 2008 et le ralentissement s'accélère. Les exportations baissent fortement, car du fait de sa spécialisation dans les produits de luxe, les biens de consommation durables et les biens d'équipement, l'Italie subit de plein fouet la récession qui frappe ses pays partenaires. La demande d'investissement accuse elle aussi un net recul et les dépenses de consommation, surtout pour l'automobile et les biens de consommation durables, sont faibles, même si les immatriculations d'automobiles ont légèrement augmenté en février.

• Italie



Source: OCDE, Indicateurs économiques mensuels

Le marché du travail se dégrade et l'inflation a reflué

Le chômage a commencé d'augmenter en 2007, l'emploi total étant malgré tout en hausse durant les trois premiers trimestres de 2008. La progression des salaires s'est accélérée en 2008, un grand nombre de conventions collectives nationales étant renouvelées, mais la hausse des prix s'est nettement ralentie avec la baisse des coûts liés à l'énergie. Le déficit budgétaire s'est creusé l'an dernier, en partie à cause du budget légèrement expansionniste pour 2008, tout en restant inférieur à 3 % du PIB.

Italie : Demande et production

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	prix courants milliards d' €	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2000)				
Consommation privée ¹	844.0	1.3	1.2	-0.9	-3.0	0.0
Consommation publique	290.8	0.5	1.0	0.6	0.3	0.2
Formation brute de capital fixe	296.7	3.2	1.6	-2.9	-11.7	-0.8
Équipement et outillage	142.2	5.4	2.4	-4.1	-13.7	-0.9
Construction	154.4	1.1	0.8	-1.8	-9.9	-0.8
Construction de logements	69.9	4.1	1.1	-0.9	-7.1	-0.8
Autres	84.5	-1.3	0.6	-2.7	-12.4	-0.7
Demande intérieure finale	1 431.5	1.5	1.2	-1.0	-4.1	-0.1
Variation des stocks ²	- 0.7	0.5	0.1	-0.3	0.4	0.0
Demande intérieure totale	1 430.7	2.0	1.3	-1.3	-3.8	-0.2
Exportations de biens et services	371.4	6.5	4.0	-3.7	-15.9	-1.1
Importations de biens et services	372.2	6.2	3.3	-4.5	-13.8	-0.2
Exportations nettes ²	- 0.9	0.1	0.2	0.2	-0.5	-0.2
PIB aux prix du marché	1 429.9	2.1	1.5	-1.0	-4.3	-0.4
Déflateur du PIB		1.8	2.4	2.8	1.1	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation harmonisé		2.2	2.0	3.5	0.7	0.7
IPCH sous-jacent ³		1.6	1.8	2.2	1.7	0.7
Taux de chômage		6.8	6.2	6.8	9.2	10.7
Solde des administrations publiques ⁴		-3.4	-1.5	-2.5	-4.7	-5.9
Résultats à l'exportation ⁵		-3.3	-3.1	-6.9	-4.0	-1.4

Note : Les comptes nationaux étant basés sur des indices chaîne officiels, il existe donc un écart statistique dans l'identité comptable entre le PIB et les composantes de la demande réelle. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE*: Sources et méthodes, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Consommation finale des ménages sur le marché intérieur.
2. Contributions aux variations du PIB en volume, montant effectif pour la première colonne.
3. Indice des prix à la consommation harmonisé, hors énergie, alimentation, alcool et tabac.
4. En pourcentage du PIB.
5. Ratio du volume des exportations sur le marché correspondant pour le total des biens et services.

Source : OCDE.

Les indicateurs à court terme vont dans le sens d'une nouvelle contraction de la production

Les indicateurs tels que les carnets de commandes et les anticipations des producteurs et des consommateurs signalent tous un nouveau recul de la production. L'encours du crédit bancaire a encore progressé jusqu'à la fin de 2008, mais plus lentement. Le taux des refus de prêt est sensiblement en hausse et la proportion des créances douteuses a commencé d'augmenter (mais pas pour les prêts aux ménages). S'ajoutant à la restriction du crédit, les perspectives commerciales médiocres amplifieront la baisse de l'investissement, qui ne reprendra que lentement même après l'amélioration

des conditions financières. Les gains de revenu réel des ménages à la faveur de la baisse des prix de l'énergie pourraient être substantiels, mais l'aggravation du chômage et l'incertitude de plus en plus grande devraient générer une plus forte épargne de précaution, ce qui limitera une éventuelle reprise de la consommation jusqu'en 2010.

Il n'y a pas eu besoin de mécanismes d'urgence pour la recapitalisation des banques...

Jusqu'à présent, les banques italiennes semblent avoir été moins exposées aux produits à risque que celles des autres grands pays, aussi bien sur le plan de la création de ces produits que sur le plan des investissements qui leur ont été consacrés, grâce à une attitude conservatrice et à une certaine prudence réglementaire à l'égard des prêts hypothécaires. Mais les deux plus grandes banques (représentant un tiers de l'actif total du secteur bancaire) ont procédé à des acquisitions dans les pays d'Europe orientale, dont certains connaissent des problèmes plus aigus. En dépit d'une situation apparemment favorable dans l'ensemble, les conditions de crédit ont été durcies à peu près comme dans les autres pays d'Europe, peut-être parce que les ratios de fonds propres sont faibles (en partie du fait que l'autorité de régulation a adopté une définition restrictive des fonds propres de niveau 1).

... un mécanisme optionnel ayant toutefois été mis en place récemment

Le gouvernement a mis en place en octobre un mécanisme d'urgence pour la recapitalisation des banques en grave difficulté. Fin février, il a annoncé un mécanisme d'injection de fonds, sous la forme de titres obligataires, au profit de toute banque qui y ferait appel. Les conditions fixées comportent l'engagement de maintenir les prêts aux petites entreprises et un taux d'intérêt qui augmente après la première année. Jusqu'à présent, aucune banque n'a utilisé ce mécanisme.

La politique budgétaire, partant d'une situation faible, reste mesurée

Les plans budgétaires établis l'an dernier pour 2009 et 2010 reposaient sur un ample assainissement du déficit structurel, surtout en limitant la progression des dépenses pour réduire le niveau élevé d'endettement. Les deux trains de mesures anticrise, de novembre et février, ont maintenu cette stratégie, même si, du fait de l'affaiblissement de l'économie, les objectifs initiaux sont maintenant tout à fait hors de portée. Ces deux trains de mesures ont modifié le profil des dépenses en mettant davantage l'accent sur la réduction de la pauvreté, mais l'incidence nette sur le solde budgétaire était censée être quasiment nulle. Le gouvernement s'est préoccupé de renforcer la crédibilité de l'État sur le marché des obligations publiques, car il faudra refinancer environ 300 milliards d'euros de dettes du secteur public venant à échéance en 2009. C'est pourquoi les mesures destinées à atténuer les effets de la récession en élargissant le bénéfice de l'assurance-chômage et en aidant les familles à bas revenu ont été compensées par des réductions de dépenses sur d'autres postes.

L'action budgétaire s'inscrit dans certaines limites

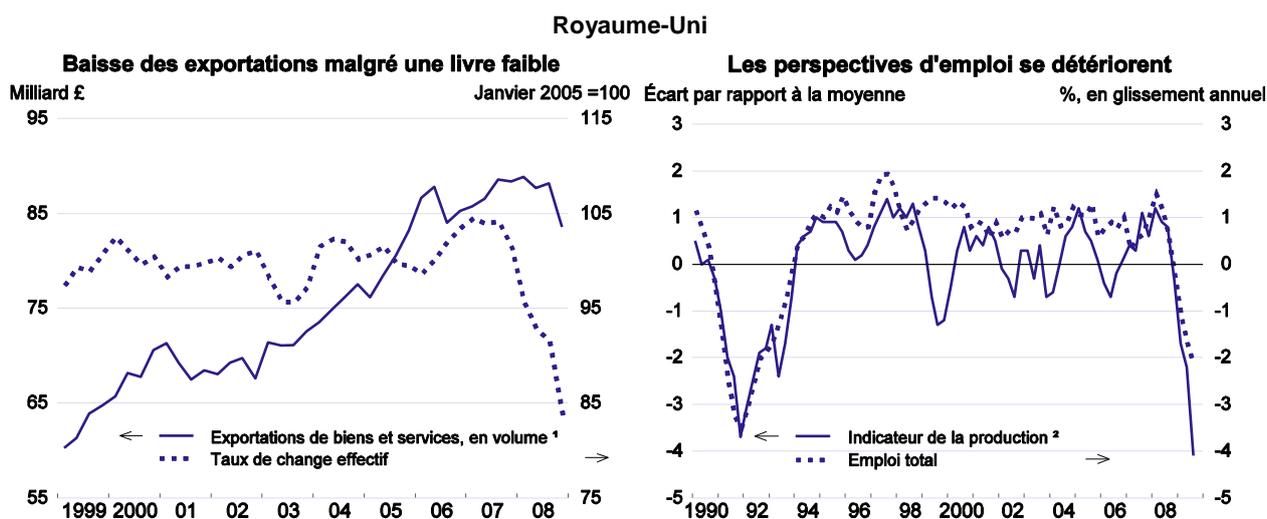
Le gouvernement devra privilégier les mesures qui sont de nature à ancrer les anticipations d'assainissement budgétaire à long terme, par exemple en accélérant ou en élargissant la réforme des retraites et en allant de l'avant dans l'amélioration de l'efficacité de l'administration publique. Au cours de la période prévisionnelle, le déficit se creuse sensiblement, le

gouvernement devant laisser fonctionner les stabilisateurs automatiques ; avec un niveau aussi élevé d'endettement public, et tant que les marchés de titres d'emprunt font preuve de nervosité, il n'est guère possible d'aller plus loin. De façon alternative à des prêts, une recapitalisation des banques par apport de titres de capital pourrait aussi être envisagée.

ROYAUME-UNI

La situation économique va continuer de se dégrader, avec un recul attendu de la production de 3.7 % en 2009. Les prix des actions et de l'immobilier se sont effondrés, contribuant à l'érosion des bilans dans le secteur financier et restreignant l'offre de crédit, d'où une limitation des dépenses des ménages et des entreprises. Le gouvernement a introduit toute une série de mesures pour pallier le secteur financier, plus récemment en accordant une protection plus importante des actifs afin de répondre aux problèmes de la valeur des actifs dans le bilan des banques. La politique monétaire s'est assouplie de façon spectaculaire et le besoin de financement du gouvernement devrait s'accroître très fortement, reflétant une détérioration structurelle, le fonctionnement des stabilisateurs automatiques et une relance budgétaire discrétionnaire de 1.4% du PIB, dont une grande partie a été mise en place rapidement. Ces interventions, ainsi qu'un taux de change plus faible et une légère amélioration de la conjoncture extérieure devraient étayer une faible reprise en 2010. Le taux de chômage pourrait dépasser 10 %, tandis que l'inflation va sans doute rester en-deçà de l'objectif de 2 % pendant une période prolongée.

Avec des taux d'intérêt qui sont tombés à la valeur plancher de zéro et une marge de manœuvre budgétaire limitée, la banque centrale a opté pour un assouplissement quantitatif, et elle est intervenue aussi pour améliorer la liquidité sur les marchés de valeurs mobilières. Si la dégradation de la situation économique se révèle nettement plus marquée que prévu, de nouvelles actions budgétaires seraient justifiées. Cependant, toute relance budgétaire additionnelle devrait s'accompagner d'un engagement plus déterminé et plus crédible à assurer un rigoureux assainissement des finances publiques une fois que la reprise sera engagée. Afin de renforcer cet engagement, le gouvernement devrait s'engager à ré-examiner le cadre budgétaire de moyen terme, plus particulièrement à la lumière de la suspension des règles budgétaires à la fin de l'année dernière, en faveur d'une règle de fonctionnement temporaire.



1. À l'exclusion des fraudes MITC.

2. Enquête de la Chambre de commerce britannique sur les perspectives dans l'industrie manufacturière et les services (moyenne pondérée de trois trimestres). Écarts types par rapport à la moyenne depuis 1999.

Source: Banque d'Angleterre ; BCC ; ONS et OCDE.

L'économie est en proie à une sévère récession

La production a reculé de 2.2 % au cours du second semestre 2008, sous l'effet d'une contraction de l'investissement dans les secteurs du logement et des entreprises et d'un repli des exportations. Les prix de l'immobilier résidentiel et commercial sont en forte baisse. Même si la livre sterling s'est dépréciée d'environ 20 % en termes effectifs depuis la fin de 2007, le gain de compétitivité a, jusqu'à présent, été contrebalancé par un déclin marqué de la demande extérieure. La récession économique a aggravé le chômage ces derniers mois, et l'inflation est sur une pente descendante.

La politique monétaire s'est assouplie considérablement

Lorsqu'il est devenu évident que la crise financière était bien installée et que les indicateurs ont commencé de virer au rouge, la Banque d'Angleterre a réduit son taux directeur de façon spectaculaire, le ramenant de 5 % en octobre à 0.5 % en mars -- soit le niveau le plus bas des 300 ans d'existence de cette institution. Maintenant que les taux d'intérêt sont à la valeur plancher de zéro, la Banque d'Angleterre procède à un assouplissement quantitatif, avec une première tranche d'achats d'actifs pour un montant de 75 milliards de livres sterling sur les trois prochains mois.

La relance budgétaire est modeste mais le déficit se creusera fortement

À l'amorce de cette récession, les niveaux de la dette publique nette étaient relativement bas, mais le solde budgétaire structurel s'était fortement dégradé. Un ensemble de mesures de stimulation de l'activité a été annoncé dans le Rapport prébudgétaire de novembre, dont l'élément principal était un abaissement de 2.5 points du taux normal de la taxe sur la valeur ajoutée et un investissement en capital de 3 milliards de livres qui a été avancé. L'assouplissement budgétaire discrétionnaire (1.4 % du PIB en 2009) s'est accompagné de plans d'assainissement des finances publiques applicables à partir de 2010/11. Cependant, les stabilisateurs automatiques et la contraction des secteurs gros pourvoyeurs de recettes sont des facteurs plus significatifs que l'augmentation du déficit qui pourrait dépasser 9 % du PIB cette année et même plus en 2010. Les marges de manœuvre budgétaire additionnelles pour répondre à une évolution de l'activité plus négative que prévu sont donc restreintes, et les nouvelles mesures éventuelles devraient s'accompagner de plans d'assainissement budgétaire détaillés et crédibles de façon à ne pas saper la confiance. À cet égard, il serait utile d'élaborer un cadre budgétaire à moyen terme qui soit à la fois solide et crédible.

Des réformes sont en cours pour corriger les faiblesses de la réglementation des marchés financiers

La crise financière a mis au jour d'importantes faiblesses dans la réglementation du secteur financier et le gouvernement y a répondu par un certain nombre de réformes. La Loi bancaire de 2009 met en place un cadre amélioré pour traiter les risques qui menacent la stabilité financière globale, notamment tout un éventail d'options de gestion des établissements en difficulté, facilite des remboursements plus rapides d'assurance des dépôts, et donne à la Banque d'Angleterre un objectif de stabilité financière. Il faudra renforcer d'avantage la surveillance, comme l'envisage le récent rapport Turner. De nombreuses mesures ont été prises afin de corriger les défaillances dans le secteur financier et de soutenir la reprise économique en augmentant la capacité de prêt des banques : protection des actifs historiques, recapitalisation, soutien en liquidités et garanties pour le

financement de gros. Ces mesures se sont traduites par la prise de contrôle totale ou partielle par l'État d'un certain nombre de banques et la reprise de risques potentiels majeurs dans les finances publiques. Ces mesures devront être levées une fois la reprise économique engagée.

Royaume-Uni : Demande et production

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Prix courants milliards de £	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2003)				
Consommation privée	810.7	2.1	3.1	1.7	-2.2	-0.4
Consommation publique	268.6	1.6	1.7	3.5	2.8	1.5
Formation brute de capital fixe	211.3	6.0	7.2	-4.3	-12.5	-2.7
Secteur public ¹	8.0	273.5	2.9	17.9	12.0	9.4
Secteur privé : résidentiel	63.8	8.9	3.0	-20.2	-21.2	-7.1
Secteur privé : autres	139.5	-7.2	9.9	-1.2	-14.5	-4.5
Demande intérieure finale	1 290.6	2.6	3.5	1.0	-2.9	-0.4
Variation des stocks ²	4.6	0.0	0.2	-0.3	-1.2	0.0
Demande intérieure totale	1 295.2	2.6	3.7	0.7	-4.1	-0.4
Exportations de biens et services	331.0	11.0	-4.2	-0.1	-9.8	2.2
Importations de biens et services	373.7	9.6	-1.6	-0.5	-10.4	1.3
Exportations nettes ²	- 42.7	0.1	-0.7	0.1	0.5	0.2
PIB aux prix du marché	1 252.5	2.8	3.0	0.7	-3.7	-0.2
Déflateur du PIB		2.6	2.9	2.4	2.3	1.6
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation harmonisé		2.3	2.3	3.6	2.0	1.7
IPCH sous-jacent ³		1.3	1.6	1.7	1.7	1.2
Taux de chômage		5.4	5.4	5.7	7.7	9.5
Solde des administrations publiques ⁴		-2.7	-2.8	-4.4	-9.3	-10.5
Résultats à l'exportation ⁵		2.2	-9.8	-1.9	2.7	1.9

1. Y compris les entreprises publiques et nationalisées.

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

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

4. En pourcentage du PIB.

5. Ratio du volume des exportations sur le marché correspondant pour le total des biens et services, influencé par la fraude du MTIC.

Source : OCDE.

Une période prolongée d'ajustement est en vue

La faiblesse persistante du secteur financier, de nouvelles baisses de prix des logements et une économie mondiale anémiée vont probablement maintenir la production en-dessous de son niveau normal tout au long de 2009. Le soutien apporté par les pouvoirs publics, conjugué à un assouplissement des conditions financières, devrait étayer une reprise en 2010. Cependant, la croissance restera inférieure à son potentiel car l'ajustement des bilans des ménages et des entreprises prendra du temps. Le taux de change déprécié aidera probablement les prix à se maintenir au cours des trimestres à venir mais, du fait du très important sous-emploi des ressources dans l'économie, l'inflation s'atténuera tout au long de 2009 et s'établira à un niveau très bas en 2010. Le chômage accusera une hausse marquée sur la période couverte par les prévisions.

Les perspectives sont assombries par une grande incertitude

Des risques considérables entourent ces prévisions. La situation dans le secteur financier pourrait prendre plus longtemps qu'on ne le suppose pour se normaliser et il est possible que la dette publique atteigne des niveaux encore plus élevés que prévu : ce sont là deux risques de taille pour les perspectives. Les prix des logements pourraient baisser encore plus que prévu, ce qui multipliera les cas de valeur négative du bien et exigera un ajustement encore plus important des bilans des ménages, de sorte que la consommation sera freinée plus longtemps que prévu. Pour ce qui est des aspects positifs, l'action monétaire et budgétaire pourrait stimuler plus fortement la croissance, encore qu'il soit difficile, pour le moment, d'en mesurer les impacts, surtout en ce qui concerne l'assouplissement quantitatif.

CANADA

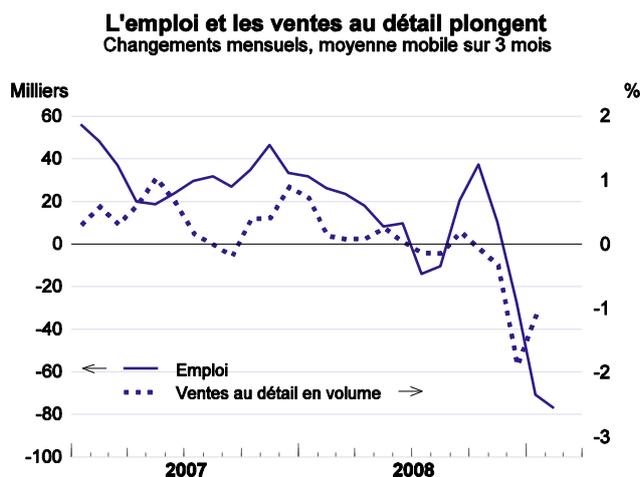
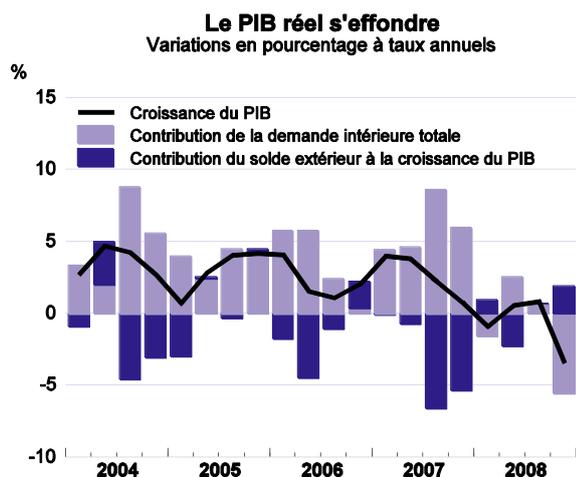
Le ralentissement économique qui s'est amorcé fin 2007 par le biais d'un ralentissement des exportations s'est mué en une véritable récession au quatrième trimestre 2008, la faiblesse de l'activité s'étant étendue et accentuée dans tous les secteurs. La production, l'emploi et l'inflation sont tous en forte baisse. Le marasme devrait s'accroître et les pressions désinflationnistes persister tout au long de la période couverte par les prévisions.

La Banque du Canada et les autorités fédérales sont intervenues pour soutenir les marchés financiers intérieurs et dynamiser l'activité. Toutefois, les anticipations inflationnistes étant bien ancrées et la situation budgétaire solide, les autorités monétaires et budgétaires sont en mesure de faire davantage. La Banque du Canada devrait envisager des mesures d'assouplissement quantitatif. Les provinces devraient utiliser leurs marges de manœuvre fiscales, et l'administration fédérale a aussi la possibilité de prendre de nouvelles mesures budgétaires.

La faiblesse économique est maintenant généralisée...

Le PIB réel s'est contracté de 3.4 % en taux annuel au quatrième trimestre 2008 et, selon les tout derniers indicateurs, le recul s'accroît encore. L'emploi diminue plus rapidement qu'au cours des récessions des années 80 et 90, et le taux de chômage a fait un bond. L'inflation globale, d'une année sur l'autre, est tombée à 1.4 % en février, contre 3.5 % l'été dernier, en raison principalement de la baisse des prix de l'énergie.

Canada



Source : Statistiques Canada et OCDE.

... et s'accroît

Le ralentissement économique mondial, et plus particulièrement l'atonie des secteurs de l'automobile et du logement aux États-Unis, pèsent sur les exportations canadiennes. La baisse de confiance des consommateurs, la dévalorisation des actifs et l'accélération des pertes d'emploi sapent les dépenses de consommation. Le renversement des termes de l'échange, qui se sont détériorés dans une proportion estimée à 14 % depuis le milieu de 2008, est un facteur majeur derrière la détérioration du revenu intérieur et des excédents extérieurs. L'incertitude entourant les perspectives économiques, l'érosion de la rentabilité et l'augmentation des capacités inutilisées inhibent l'investissement des entreprises. La construction résidentielle accuse aussi un recul marqué. Heureusement, les grands établissements financiers du Canada n'ont pas été aussi durement touchés par la crise financière, et les conditions du crédit restent donc plus saines que dans les autres grands pays. Les derniers chiffres relevés d'une année sur l'autre apparaissent une hausse continue du crédit aux ménages et un ralentissement limité du crédit aux entreprises.

Canada : Demande et production

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Prix courants milliards de CAD	Pourcentages de variation, en volume (prix de 2002)				
Consommation privée	759.2	4.3	4.5	3.0	-2.2	0.1
Consommation publique	260.2	3.8	3.7	3.4	3.0	3.0
Formation brute de capital fixe	292.3	7.1	3.9	0.8	-9.3	-0.2
Secteur public ¹	36.5	6.8	7.9	5.8	5.5	12.1
Secteur privé : résidentiel	90.2	2.2	3.0	-2.9	-15.1	-4.6
Secteur privé : autres	165.6	9.9	3.5	1.7	-9.9	-1.6
Demande intérieure finale	1 311.7	4.8	4.2	2.5	-2.8	0.7
Variation des stocks ²	9.9	-0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.0
Demande intérieure totale	1 321.6	4.6	4.3	2.3	-3.0	0.7
Exportations de biens et services	518.9	0.6	1.0	-4.7	-10.8	0.1
Importations de biens et services	467.9	4.6	5.5	0.8	-10.6	1.1
Exportations nettes ²	51.1	-1.3	-1.5	-1.9	-0.2	-0.3
PIB aux prix du marché	1 372.6	3.1	2.7	0.5	-3.0	0.3
Déflateur du PIB		2.5	3.1	3.9	-2.7	0.2
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation		2.0	2.1	2.4	-0.6	0.5
IPC sous-jacent ³		1.9	2.1	1.7	1.1	0.7
Taux de chômage		6.3	6.0	6.1	8.8	10.5
Solde des administrations publiques ⁴		1.3	1.4	0.3	-4.4	-6.2
Résultats à l'exportation ⁵		-5.7	-2.0	-2.8	-0.5	-0.5

Note : Les comptes nationaux étant basés sur des indices chaîne officiels, il existe donc un écart statistique dans l'identité comptable entre le PIB et les composantes de la demande réelle. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE: Sources et méthodes*, (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. À l'exclusion des entreprises publiques et nationalisées.

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

3. Indice des prix à la consommation excluant les huit composantes les plus volatiles.

4. En pourcentage du PIB.

5. Ratio du volume des exportations sur le marché correspondant pour le total des biens et services.

Source : OCDE.

La situation va s'aggraver avant qu'une amélioration se fasse sentir

Les tensions qui affectent actuellement les marchés financiers mondiaux persisteront probablement jusqu'à la fin de 2009. Le ralentissement économique profond et prolongé que connaît l'ensemble de la zone OCDE fera diminuer les volumes d'exportation du Canada jusqu'au début de 2010, ce qui, conjugué à la dégradation des termes de l'échange, rendra la balance courante largement déficitaire. La consommation privée réelle devrait fléchir tout au long de 2009, comme l'investissement résidentiel et les autres investissements privés. La forte baisse des recettes fiscales et les mesures budgétaires de relance creuseront d'importants déficits dans les finances publiques en 2009 et 2010. Les effets de l'action énergétique tant monétaire que fiscale au Canada et dans les autres grandes économies pourraient commencer à se faire sentir au second semestre de cette année et s'amplifier jusqu'à la fin de 2010. Néanmoins, un redressement durable de l'activité n'est pas attendu tant que la situation des marchés financiers n'aura pas commencé à se normaliser et que la reprise ne sera pas engagée dans les autres grands pays de l'OCDE, en 2010.

Des mesures de relance supplémentaires s'imposent

La Banque du Canada a ramené son taux directeur à 0.5 %, ce qui porte l'assouplissement cumulé de la politique monétaire depuis décembre 2007 à 400 points de base. En même temps, la Banque a pris des mesures sans précédent pour injecter de la liquidité à court terme dans le système financier canadien, essentiellement en multipliant les opérations d'achat et de vente à réméré, en élargissant la gamme des actifs qu'elle accepte dans ces opérations et en étendant l'éventail des institutions avec lesquelles elle traite. Afin de soutenir le financement à long terme, le gouvernement a mis en œuvre un certain nombre d'initiatives, notamment des prêts directs aux entreprises et le rachat d'emprunts des sociétés et d'emprunts hypothécaires. En janvier, les autorités fédérales ont présenté un budget à visée expansionniste, comportant des allègements d'impôts et des initiatives en matière de dépenses estimés officiellement à 1.9 % du PIB en 2009 et à 1.4 % en 2010, compte tenu du cofinancement attendu des provinces. Ces mesures viennent s'ajouter aux réductions d'impôts sur le revenu des personnes physiques et sur les sociétés annoncées précédemment, qui prennent effet en 2008 et 2009. Néanmoins, la robuste position engendrée par les excédents budgétaires passés permet d'envisager de nouvelles actions. Cela ne vaut pas seulement pour le budget fédéral ; les provinces devraient profiter de l'impulsion donnée par l'administration fédérale pour appliquer leur propre stimulation. Les mesures budgétaires supplémentaires devraient être rapidement applicables et auto-réversibles. Il faut résister à la tentation de cibler des secteurs particuliers. Mieux vaut privilégier le soutien au revenu des travailleurs licenciés et les programmes de reconversion, ainsi que les projets d'infrastructure déjà retenus à l'issue d'analyses coûts-bénéfices rigoureuses. De même, il faut utiliser la faible marge restante de réduction des taux d'intérêt directeurs et envisager des mesures d'assouplissement quantitatif.

BRÉSIL

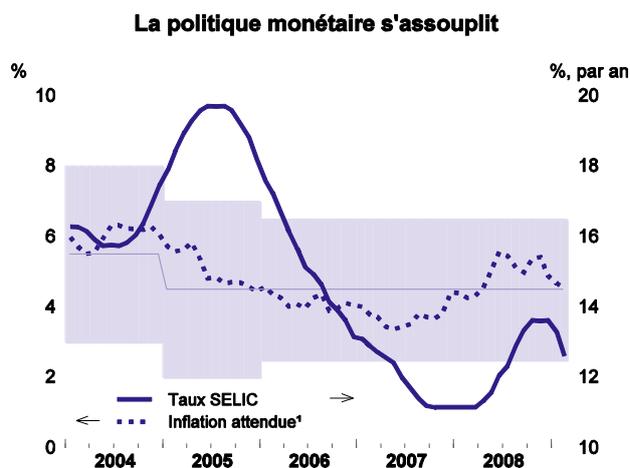
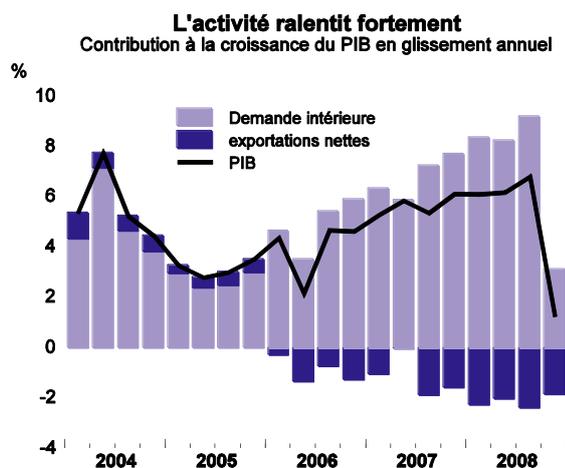
Le PIB devrait se contracter légèrement en 2009. L'activité a perdu beaucoup de son élan au cours du dernier trimestre de 2008, tirée vers le bas par la chute de la production industrielle, mais il semblerait qu'après avoir touché le fond, elle donne actuellement des signes de redémarrage. L'assouplissement en cours de l'action publique, ajouté à l'amélioration probable des conditions de crédit pendant l'année, devrait étayer la reprise d'ici la fin de l'année et au début de 2010.

Dans un premier temps, la réponse à la crise a consisté à adopter des mesures destinées à doper la liquidité pour consolider le crédit. Les autorités ont commencé à assouplir la politique monétaire en janvier et des baisses de taux supplémentaires sont attendues d'ici le milieu de l'année. Des mesures budgétaires d'accompagnement ont été annoncées, en particulier des baisses d'impôt temporaires, des augmentations des dépenses de protection sociale et de l'investissement public, et des injections de capitaux dans les banques appartenant à l'État afin de stimuler la croissance du crédit. La politique budgétaire devrait désormais avoir pour objectif principal de laisser les stabilisateurs automatiques jouer à plein plutôt que de s'engager dans un activisme supplémentaire.

*L'activité a chuté
brutalement au
quatrième trimestre
de 2008*

La croissance du PIB a ralenti, passant de 6.6 % au troisième trimestre à 1.3 % au dernier trimestre de 2008, en glissement annuel. Au fur et à mesure que la crise s'intensifiait, la production industrielle s'effondrait dans les secteurs très dépendants du crédit comme l'industrie automobile ou d'autres biens de consommation durable. Elle s'est toutefois redressée en

Brésil



1. 12 mois suivants, pourcentage de variation en glissement annuel.

Source : Banque centrale du Brésil et IBGE.

janvier et les ventes de véhicules sont reparties à la hausse au début de 2009, même s'il faut préciser qu'elles partaient d'un niveau très bas. L'accès au crédit reste difficile mais des signes d'amélioration se font jour.

La réponse immédiate des pouvoirs publics à la crise a été la bonne

La banque centrale a réagi à la dégradation rapide des perspectives sur le front du crédit en prenant un certain nombre de mesures destinées à améliorer la liquidité. Les normes relatives aux réserves obligatoires des banques, traditionnellement strictes, ont été assouplies, améliorant ainsi la liquidité d'environ 3.3 % du PIB. Alors qu'elles s'étaient tariées au fur et à mesure de l'aggravation de crise mondiale, des lignes de crédit à l'exportation garanties par des créances ont été accordées. La charge fiscale a été réduite de quelque 0.6 % du PIB sur diverses transactions financières, sur les revenus des personnes physiques et dans un certain nombre de secteurs, par exemple l'industrie automobile à titre temporaire ou encore l'agriculture. Des injections de capitaux à hauteur d'environ 3.5 % du PIB dans la Banque nationale de développement (BNDES) ainsi que dans d'autres établissements bancaires appartenant à l'État ouvrent la voie à une expansion des portefeuilles de prêts de ces institutions.

L'assouplissement de la politique monétaire devrait se poursuivre

L'assombrissement des perspectives économiques, conjugué au reflux des anticipations d'inflation, a permis une réduction cumulée de 250 points de base du taux directeur entre janvier et mars. Il reste encore de la marge pour un nouvel assouplissement monétaire d'ici le milieu de l'année : en effet, le creusement de l'écart de production réduit les pressions inflationnistes, les anticipations d'inflation sont en train de passer en dessous de l'objectif central fixé pour la fin de l'année et la répercussion, sur les prix à la consommation, de la dépréciation marquée du taux de change observée depuis la mi-2008 a été modeste.

Brésil : Indicateurs macroéconomiques

	2006	2007	2008	2009	2010
Croissance du PIB réel	3.8	5.4	5.1	-0.3	3.8
Inflation	3.1	4.5	5.9	4.3	4.3
Solde budgétaire (en % du PIB)	-3.0	-2.3	-1.5	-2.2	-1.3
Solde budgétaire primaire (en % du PIB)	3.9	4.0	4.1	2.8	3.5
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	1.3	0.1	-1.8	-1.7	-1.7

Note: Les données relatives au PIB et à l'inflation sont des pourcentages de variation par rapport à la période précédente. L'inflation se réfère à l'indice des prix à la consommation en fin d'année (IPCA).

Source : Les chiffres pour 2006-2008 sont de source nationale. Les chiffres pour 2009-10 sont des estimations et prévisions de l'OCDE.

En revanche, la marge de manœuvre est relativement limitée sur le plan de l'activisme budgétaire

Les stabilisateurs budgétaires automatiques devraient pouvoir jouer librement, même si l'excédent primaire consolidé devrait certainement être loin de l'objectif de 3.8 % du PIB. Ceci s'explique par des pertes de recettes cycliques, ainsi que par des augmentations facultatives des dépenses consacrées à des transferts de revenus sous condition de ressources et à la hausse de quasiment 6 %, en termes réels, du salaire minimum. L'aide apportée par les pouvoirs publics au développement des logements sociaux et des infrastructures, conjuguée à la hausse programmée des salaires dans la fonction publique, devraient donner un coup de pouce supplémentaire à la relance budgétaire. Cela étant, le

financement de ce surcroît d'activisme pourrait bien être la cause de pressions supplémentaires sur les marchés intérieurs du crédit à un moment où les emprunteurs du secteur privé ont du mal à accéder aux concours dont ils ont besoin. En cas d'impulsion budgétaire trop importante, le rythme de l'assouplissement monétaire pourrait s'en trouver ralenti.

L'activité devrait repartir d'ici la fin de l'année...

La demande intérieure et les exportations vont probablement rester atones pendant l'essentiel de l'année 2009. L'activité devrait reprendre de la vigueur vers la fin de l'année et au début de 2010, principalement grâce à un dosage favorable de l'action publique. L'amélioration des conditions du crédit, portée par l'assouplissement monétaire en cours et la liquidité retrouvée, conjuguée à une augmentation des transferts de l'État en faveur des ménages, devraient soutenir la consommation privée. Une mise en œuvre plus rapide des programmes de développement des infrastructures publiques, en particulier de ceux qui font partie du Programme d'accélération de la croissance lancé en 2007, permettrait de compenser en partie le ralentissement de la croissance de l'investissement privé.

... mais des menaces peuvent encore assombrir les perspectives

La vitesse et l'ampleur de la reprise pâtiraient certainement d'une poursuite de la dégradation des perspectives financières internationales. En particulier, tout retard pris par les partenaires commerciaux du Brésil sur la voie de la reprise ne manquerait pas de se répercuter sur les résultats à l'exportation de ce dernier. La reprise risque également d'être repoussée si les taux d'intérêt devaient augmenter du fait d'une détérioration plus grave que prévue des finances publiques.

CHINE

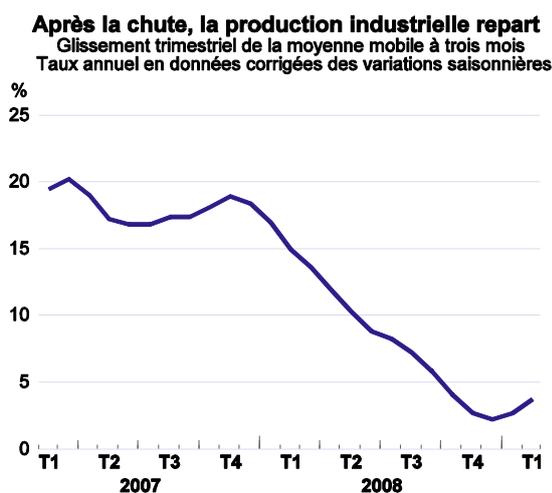
La croissance a fortement ralenti en Chine, principalement sous l'effet de la contraction brutale des échanges mondiaux. Grâce à de vigoureuses mesures de relance par voie monétaire et budgétaire, l'activité devrait repartir à la hausse en 2009 et en 2010, même si la croissance pourrait rester en deçà de son potentiel. A cette occasion, un certain rééquilibrage en faveur de la demande intérieure devrait se produire. Les prix vont sans doute continuer à baisser au fur et à mesure de l'élargissement des marges de capacités non utilisées.

La reprise de la hausse des crédits aide l'économie à retrouver de la vigueur, mais les autorités de surveillance du secteur financier vont devoir garder un œil sur la qualité des portefeuilles des banques. Compte tenu de la modestie de la dette publique et du niveau élevé des liquidités, les pouvoirs publics ont une certaine marge de manœuvre pour poursuivre l'expansion budgétaire. Quoiqu'il en soit, il semble qu'il soit possible de prendre des mesures destinées à améliorer le filet de sécurité sociale.

A certains signes, il apparaît que la croissance économique devrait s'orienter à nouveau à la hausse

Les exportations se sont contractées à la fin de 2008 et la croissance du PIB en termes réels est descendue à son rythme le plus lent depuis plusieurs années. Cependant, depuis le début de 2009, certains signes donnent à penser que le pire a peut-être été atteint et que la reprise est en vue. En janvier et en février, les indicateurs montrent que grâce au dynamisme de la consommation et de l'investissement privés, la demande intérieure a réussi à compenser l'impact de la forte baisse des exportations.

Chine



Source : CEIC.

En conséquence, la production industrielle a enregistré une légère évolution à la hausse au début de l'année. Les enquêtes réalisées auprès des entreprises font également état d'un certain redressement, quoique modeste.

Le ralentissement de l'activité économique, conjugué à la chute brutale des prix du pétrole et d'autres matières premières, a contribué à une désinflation rapide. Une baisse des prix généralisée a déjà commencé, les prix à la consommation ayant reculé de 1.6 % sur 12 mois. Les exportateurs chinois, confrontés à la chute de la demande étrangère, abaissent leurs prix pour essayer de maintenir leurs ventes en volumes.

***Les conditions
financières sont propices
à la relance***

Une des principales raisons pour lesquelles le ralentissement a été relativement plus limité en Chine est que les effets de richesse négatifs y ont été beaucoup plus modérés et que les conditions financières globales ne se sont pas, et de loin, autant dégradées que dans les pays de l'OCDE. La prospérité des ménages n'a été que modestement affectée par la chute des cours des actions, dans la mesure où moins d'un tiers de la valeur totale des actions est détenu par le secteur privé, le reste étant entre les mains d'entités contrôlées par l'État. De plus, dans les cinq mois ayant précédé mars 2009, l'indice composite des cours des actions avait déjà regagné 26 %. Le logement est aussi une composante plus importante du patrimoine des ménages, dont la valeur a continué à croître en termes nominaux. Si le décalage de l'impact de la richesse sur la demande est le même que dans les économies de l'OCDE, le faible effet de richesse négatif provoqué par les chutes antérieures des cours des actions devrait se dissiper d'ici la mi-2009.

Chine : Indicateurs macroéconomiques

	2006	2007	2008	2009	2010
Croissance du PIB réel	11.6	13.0	9.0	6.3	8.5
Inflation ¹	3.3	7.4	7.2	2.0	0.5
Indice des prix à la consommation ²	1.6	4.8	5.9	-1.0	-1.5
Solde budgétaire (en % du PIB) ³	1.6	3.5	4.2	1.2	0.7
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	9.4	11.0	10.2	11.7	10.0

Note : Les données relatives au PIB, à la demande domestique et à l'inflation sont des pourcentages de variation par rapport à la période précédente.

1. L'inflation est mesurée par le déflateur du PIB.

2. Changement de l'indice à base fixe de Laspeyres (base 2005).

3. Sur la base des comptes nationaux qui incluent les comptes budgétaires et extra-budgétaires.

Source : Sources nationales et prévisions de l'OCDE.

Le secteur bancaire n'est pas très exposé aux actifs à haut risque à l'étranger, en partie grâce aux contrôles des capitaux. De ce fait, les concours bancaires n'ont pas souffert des préoccupations relatives aux normes de fonds propres. La banque centrale détient plus de 500 milliards de dollars de titres américains adossés sur des hypothèques, mais il s'agit principalement de créances sur des entreprises parapubliques des États-Unis. Les prêts ont été limités par les contrôles administratifs, mais

ceux-ci sont aujourd'hui levés. Par ailleurs, la banque centrale a abaissé les taux directeurs et les coefficients de réserves obligatoires. De ce fait, les prêts bancaires ont connu une très forte progression depuis novembre. La banque centrale dispose d'une marge de manœuvre pour abaisser encore les taux d'intérêt si nécessaire.

La politique budgétaire est devenue expansionniste

En novembre 2008, le gouvernement a annoncé un grand programme d'investissements pour 2009-2010 représentant au total 4 000 milliards de yuans de dépenses (soit 5.8 % du PIB prévu sur la période concernée). Une grande partie de ce plan paraît toutefois concerner des projets déjà prévus. Le nouveau budget du gouvernement montre que l'augmentation des dépenses de l'administration centrale et des collectivités locales devrait représenter selon les projections 2.6 % du PIB en 2009, l'accent étant mis sur certains types de dépenses sociales, en particulier les soins de santé. Par ailleurs, le taux de la taxe sur la valeur ajoutée sur les exportations et les investissements devrait être ramené à zéro, ce qui aura pour effet d'aligner la Chine sur la norme internationale. Une partie de ces réductions d'impôt sera compensée par l'introduction d'une taxe de 20 % sur les produits pétroliers. Dans l'ensemble, le gouvernement table sur un déficit budgétaire de 3 % du PIB en 2009.

Une accélération progressive de l'activité se profile à l'horizon

Au cours des deux années à venir, la croissance globale de l'investissement devrait s'accélérer, en particulier parce que les entreprises contrôlées par l'État sont très fortement incitées à accroître leurs dépenses en capital. En revanche, les sociétés contrôlées par des actionnaires étrangers vont peut-être attendre, pour augmenter leurs dépenses d'investissement, que les exportations soient à nouveau très nettement sur une voie ascendante. Dans le secteur résidentiel, nombre des restrictions limitant l'achat de biens d'investissement ont été levées et un certain nombre de taxes ont été réduites, mais il est peu probable que ce secteur connaisse une croissance rapide dans un contexte de déflation. L'excédent courant devrait augmenter de manière significative en 2009 pour dépasser 11 % du PIB, sous l'effet de la baisse récente des prix des importations, mais pourrait se contracter en 2010.

Un certain nombre de risques doivent être signalés

Un risque majeur entoure ces prévisions : celui que les entreprises, dans leurs décisions d'investissement, réagissent de manière plus négative que prévu à la poursuite de la faiblesse du secteur des exportations. Une telle évolution aurait des conséquences sur l'emploi du fait de la poursuite des licenciements de travailleurs migrants et insufflerait à l'économie un élan déflationniste. Elle risquerait aussi d'inciter fortement les pouvoirs publics à permettre que le taux de change suive la dépréciation d'un certain nombre d'autres monnaies asiatiques.

INDE

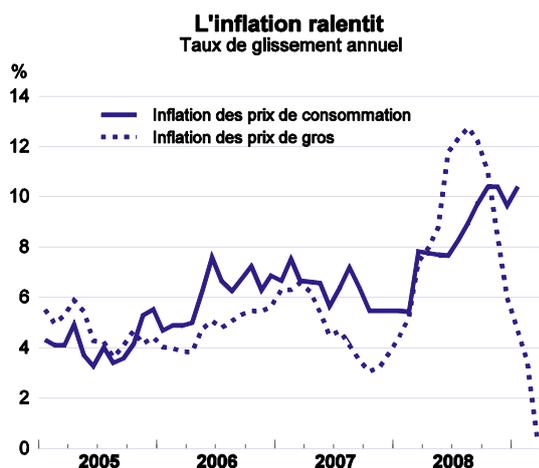
La longue période de croissance économique qu'a connue l'Inde est aujourd'hui achevée, comme en témoigne le fait que la progression du PIB était bien inférieure à son potentiel à la fin de 2008. Après une augmentation marquée des dépenses publiques en 2008, le gouvernement vient d'adopter quelques mesures budgétaires de portée limitée. En 2009, la poursuite de la hausse de la demande intérieure sera probablement annulée par la chute des exportations. Grâce à la reprise progressive de l'économie mondiale, la croissance devrait toutefois repartir en 2010.

Du fait de l'ampleur de la dégradation de la situation budgétaire qui avait commencé avant même ce ralentissement, la marge de manœuvre permettant la mise en œuvre d'une politique budgétaire discrétionnaire est limitée. Les autorités devraient plutôt mettre l'accent sur une poursuite de l'assouplissement monétaire, car il est encore possible d'abaisser les taux d'intérêt. Il conviendrait qu'elles s'abstiennent d'adopter des mesures protectionnistes.

La croissance économique s'est affaiblie considérablement à la fin de 2008

Au cours du dernier trimestre de 2008, le recul des exportations a provoqué un ralentissement marqué de l'augmentation de la production, même si sur le front de l'investissement et de la consommation, la croissance s'est maintenue. La poursuite de l'affaiblissement de la demande extérieure au début de 2009, conjuguée au contrecoup probable de la constitution de stocks excédentaires qui s'est produite au quatrième trimestre, ont entraîné une contraction de la production industrielle en janvier.

Inde



Source : Reserve Bank of India.

La hausse des prix de gros a fléchi

L'inflation a connu un ralentissement marqué au niveau des prix de gros, passant en dessous de 1 % en mars. Une grande partie de cette évolution est due à la baisse des prix des matières premières, dont la pondération dans cet indice est élevée. En revanche, la hausse des prix à la consommation n'a pas encore ralenti, notamment parce que les perturbations dans les transports ont maintenu les prix des produits alimentaires à des niveaux élevés vers la fin de l'année.

La politique budgétaire a pris un tournant expansionniste en 2008

L'engagement de dépenses non budgétées a eu pour effet de creuser de manière significative le déficit budgétaire l'année dernière. Le budget 2008 tablait en effet sur un déficit de l'administration centrale de 2.5 % du PIB, conforme en cela aux objectifs fixés par la loi sur la responsabilité budgétaire et la gestion du budget. En revanche, il ne tenait aucun compte des fortes hausses des salaires dans la fonction publique, pouvant aller jusqu'à 40 %, qui avaient déjà été accordées, et aucune provision n'avait été constituée au titre du coût, pour les finances publiques, de la décision du gouvernement d'ordonner aux banques de passer en charges les arriérés de dettes des petits paysans. En outre, des subventions ont été versées aux compagnies pétrolières à partir de comptes hors budget. De ce fait, le déficit de l'administration centrale a explosé, passant à 6 % du PIB, et le déficit total du secteur public a dépassé 10 % du PIB.

Inde : Indicateurs macroéconomiques

	2006	2007	2008	2009	2010
Croissance du PIB réel	9.7	9.0	6.0	4.3	5.8
Déflateur du PIB ¹	5.2	4.7	8.4	4.5	3.5
Indice des prix à la consommation ²	6.7	6.2	8.8	4.5	3.0
Indice des prix de gros ³	5.4	4.7	8.6	-0.4	3.0
Taux d'intérêt à court terme ⁴	8.2	8.9	9.6	6.8	6.5
Taux d'intérêt à long terme ⁵	8.3	8.4	8.3	7.2	6.7
Solde budgétaire du gouvernement général ⁶	-7.4	-6.1	-10.1	-12.2	-12.7
Balance des opérations courantes (% du PIB)	-1.1	-1.0	-1.3	-0.9	-0.8

Note : Les données se réfèrent à l'exercice comptable commençant en Avril.

1. Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.
2. Moyenne pondérée des prix à la consommation pour travailleurs industriels, employés non-manuels et ouvriers agricoles.
3. Toutes marchandises.
4. Taux de référence de trois mois de Mumbai.
5. Bons du Trésor de dix ans.
6. Solde budgétaire brut des gouvernements centraux et locaux, prêts nets inclus, ainsi que les transferts aux compagnies pétrolières, d'alimentation et d'engrais et les allocations récurrentes de la Commission des salaires, sans les rappels de salaires ni effacement de dettes pour les petits fermiers.

Source : CMIE et prévisions de l'OCDE.

Les baisses d'impôts ont été accompagnées de quelques mesures protectionnistes

Compte tenu de cette détérioration des finances publiques, le gouvernement n'a annoncé que des mesures budgétaires limitées pour compenser la chute de la demande extérieure. Aucune autre mesure de relance n'a été prise dans le budget 2009, provisoire par nature à cause de la proximité des élections générales de mai 2009. Cela étant, une semaine après avoir rendu son budget public, le gouvernement a fait savoir que la baisse de la taxe sur la valeur ajoutée centrale annoncée l'année précédente serait prolongée en 2009 et que cette taxe, de même que la taxe sur les

services, serait à nouveau réduite, cette fois de 2 points de pourcentage. Par ailleurs, les subventions au titre des crédits à l'exportation ont été augmentées. Le coût de ces mesures est estimé à 1.1 % du PIB. Le gouvernement a également relevé les droits de douane sur l'acier et certains autres produits ; parallèlement, il a interdit à titre temporaire les importations de jouets chinois et a ouvert un certain nombre d'enquêtes anti-dumping à propos d'importations chinoises.

La politique monétaire a été assouplie

La banque centrale a assoupli les taux d'intérêt depuis que le ralentissement de l'activité est devenu manifeste. Après avoir culminé à 9 % en septembre dernier, les taux ont ainsi été ramenés à 5 % au début de mars. Cela étant, les banques n'ont pas réduit d'autant leurs taux débiteurs privilégiés. Par ailleurs, le coefficient des réserves obligatoires a été ramené de 9 à 5 %. En mars, le taux de change de la roupie s'était déprécié de 20 % par rapport au dollar des États-Unis sur douze mois, et de 11 % en valeur effective. Cet assouplissement des conditions monétaires a contribué à la stabilité du marché boursier. En regard de ces éléments positifs, les prix des biens immobiliers ont diminué, mais modestement.

Les perspectives sont à l'accélération progressive de l'activité

Les conséquences de l'assouplissement des conditions monétaires et le creusement marqué du déficit budgétaire devraient suffire à contrer l'impact de la baisse des exportations sur l'emploi et, partant, sur les revenus et les dépenses des ménages. Les ménages devraient également bénéficier du ralentissement de l'inflation. Pour autant que la consommation reste relativement dynamique, que des financements bancaires adéquats soient disponibles et que l'impact de la baisse du taux de change commence à se faire sentir sur les exportations, les investissements des entreprises devraient aussi rester relativement soutenus. Une fois les échanges mondiaux stabilisés, l'économie devrait retrouver son élan, même si la croissance est appelée à rester en 2010 inférieure à ce qu'elle pourrait être.

Il existe toutefois des risques de révision à la baisse

Un risque pèse fortement sur ces projections : celui que les entreprises ne prennent pas en compte le retournement des échanges mondiaux attendu à la fin de 2009 et par conséquent, qu'elles revoient leurs projets d'investissements à la baisse d'une façon plus radicale que prévu. Même si une grande partie des équipements sont importés, une telle évolution pourrait tout de même aboutir à un recul de l'emploi et exercer sur les prix des pressions supplémentaires à la baisse.

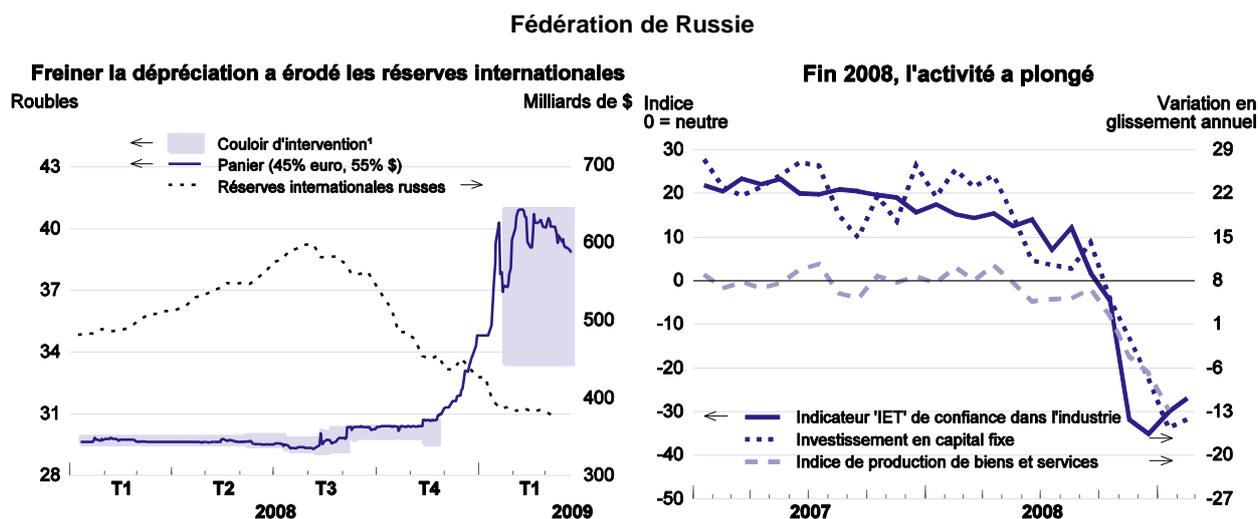
FÉDÉRATION DE RUSSIE

La diminution brutale des prix du pétrole a des effets néfastes, directs et indirects, sur la demande intérieure. La croissance du PIB est négative depuis l'été 2008 et ne devrait repartir que faiblement. Malgré une certaine répercussion de la dépréciation du taux de change, l'inflation devrait diminuer en 2009-2010. Le budget, qui affichait de larges excédents, va enregistrer des déficits encore plus larges, tandis que l'impact de la baisse des prix des matières premières sur les exportations sera partiellement compensé par le fléchissement des importations, permettant à la balance courante de rester encore excédentaire.

Une relance budgétaire vigoureuse devrait avoir pour objectif de maximiser l'effet multiplicateur sur la demande intérieure et s'inscrire dans un horizon à moyen terme crédible. La politique monétaire ne devrait pas aller à contre-courant des pressions fondamentales que la poursuite de la dépréciation du rouble est susceptible de susciter. Enfin, il existe une marge d'assainissement considérable du secteur bancaire. Il ne serait pas opportun de recourir au protectionnisme.

La Russie a été durement frappée par la crise mondiale

Jusqu'au milieu de l'année 2008, la Russie affichait une croissance vigoureuse. Bien que certains facteurs propres à la Fédération aient eu un impact négatif sur les flux nets de capitaux privés au cours de l'été, le principal choc a été l'exacerbation de la crise mondiale en septembre 2008, à la suite de laquelle les prix du pétrole ont chuté brutalement, sapant directement la demande intérieure et aggravant les sorties de capitaux. Parallèlement, les banques ont limité leurs concours au fur et à mesure que



1. Entre fin novembre 2008 et le 23 janvier 2009, la banque centrale a officiellement élargi le couloir d'intervention par étapes de plus en plus fréquentes, mais en réalité il n'y avait pas de limites contraignantes durant cette période.

Source : Banque centrale de Russie, Service fédéral russe des statistiques de l'État et Institut de l'économie en transition.

les risques de crédit augmentaient et les échanges internationaux se sont effondrés sous l'effet de la crise qui frappait la demande au niveau mondial. Tous ces facteurs conjugués ont provoqué une forte baisse de la production.

Fédération de Russie : Indicateurs macroéconomiques

	2006	2007	2008	2009	2010
Croissance du PIB réel	7.7	8.1	5.6	-5.6	0.7
Inflation ¹	9.0	11.9	13.3	8.0	6.0
Solde budgétaire (en % du PIB) ²	8.4	6.0	4.8	-8.0	-6.0
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	9.5	5.9	5.9	2.0	2.5

1. Fin de période.

2. Budget consolidé.

Source : Les chiffres pour 2006-07 sont de source nationale. Les chiffres pour 2008-10 sont des estimations et prévisions de l'OCDE.

Une récession profonde est en cours

La production devrait continuer à chuter au moins jusqu'au milieu de 2009. La conjugaison de l'apparition d'effets de richesse négatifs et de la hausse du chômage pèsera sur la consommation privée, tandis que les investissements devraient pâtir de la baisse de la demande et de la limitation des financements. Les exportations devraient continuer à diminuer, reflétant l'effritement de la demande dans les pays partenaires. Les importations seront toutefois encore plus durement touchées, à cause des fortes élasticités-revenus et de la baisse du prix relatif des biens et des services russes, sur fond de dépréciation modérée du rouble en termes effectifs réels depuis le déclenchement de la crise.

Les pressions inflationnistes s'atténuent

Les importantes sorties nettes de capitaux et la diminution de l'excédent courant ont entraîné une contraction de la masse monétaire. Ces facteurs, ajoutés à la baisse des prix des produits alimentaires et au fléchissement de la demande globale, créent une pression désinflationniste, qui a été à ce jour partiellement compensée par la répercussion de la dépréciation du rouble. Au fur et à mesure que ce dernier effet va s'atténuer, l'inflation devrait s'orienter à la baisse cette année et la suivante.

Les aides apportées aux banques pour soutenir la liquidité ont intensifié les pressions sur le rouble

À la mi-septembre, alors que la chute des cours des actions provoquait un assèchement des prêts interbancaires, les autorités ont réagi promptement pour corriger ces manques de liquidité. Parallèlement, la banque centrale est intervenue pour contrer les pressions exercées sur les taux de change, mais les mesures adoptées pour améliorer la liquidité ont alimenté la demande de dollars. Ainsi, à la fin du mois de janvier, la banque centrale avait dépensé quasiment le quart de ses réserves, malgré le fait qu'elle ait autorisé des dépréciations par étape de plus en plus fréquentes qui ont abouti à une chute de 28 % du rouble par rapport au panier dollar des États-Unis-euro.

Le gouvernement a annoncé un train de mesures en réponse à la crise

D'autres mesures ont été prises pour renforcer la confiance dans les banques, notamment le relèvement des plafonds d'assurance des dépôts, la garantie des prêts interbancaires en faveur des petites banques ou encore la reprise par l'État de quelques banques mineures en difficultés. Au-delà des mesures destinées à soutenir le système financier, le gouvernement a également abaissé le taux de l'impôt sur les bénéfices, augmenté les

allocations de chômage et adopté des plans destinés à venir en aide aux entreprises « fondamentales ». Une tendance fâcheuse à recourir à des mesures protectionnistes s'est fait jour, notamment avec une hausse des droits de douane sur les véhicules d'occasion importés, l'octroi de subventions à des entreprises russes et le recours à des pratiques préférentielles dans les marchés publics.

La politique monétaire devrait de plus en plus cibler l'inflation

La politique monétaire est largement endogène à court terme, du fait de l'arrimage à une marge de fluctuation du taux de change. Il ne faudrait toutefois pas que les autorités résistent à la pression fondamentale qui s'exerce sur le taux de change. Elles devraient en effet faire en sorte qu'il soit largement admis qu'en dernier ressort, le taux de change réel doit évoluer parallèlement aux fondamentaux tels que les prix du pétrole par exemple. Les autorités devraient accélérer le passage au ciblage de l'inflation en augmentant le degré de flexibilité du taux de change et en donnant plus de poids aux objectifs d'inflation.

Les mesures de relance budgétaire devraient être massives et être prises au moment opportun, mais abandonnées après la crise

Du fait qu'il est nécessaire de maximiser l'impact de la relance sur la demande, il apparaît qu'il conviendrait de miser principalement sur l'introduction de dépenses nouvelles, par exemple une accélération des dépenses d'infrastructure ou des transferts au bénéfice des ménages endettés ou à destination de niveaux d'administration inférieurs. De telles mesures sont globalement conformes aux propositions faites par le gouvernement, qui prévoit un train de mesures de relance discrétionnaires représentant l'équivalent de quelque 2½ pour cent du PIB. Bien que le niveau de la dette publique russe soit pour l'instant modeste, il est important, compte tenu de la combinaison des larges déficits attendus pour les prochaines années et des pressions de dépenses à long terme causés à la fois par les évolutions démographiques négatives et par les problèmes de dégradation de l'environnement, que les efforts de relance soient inscrits dans un cadre à moyen terme rendant crédible le retour à un niveau d'endettement public supportable sur la durée.

Les aides accordées aux banques devraient être sélectives

Le bon fonctionnement du système bancaire est essentiel à l'efficacité des autres mesures prises. La difficulté va consister à contourner les difficultés d'accès au crédit tout en minimisant le risque moral et le coût pour les contribuables. Les autorités devraient recapitaliser les banques importantes du point de vue systémique, tout en veillant à ce que les banques en faillites soient rapidement fermées et liquidées et en facilitant l'assainissement du secteur.

Les risques sont équilibrés et dépendent de la reprise et du prix du pétrole

Même si les mesures prises par les pouvoirs publics ont pour effet de soutenir considérablement l'économie, la conjugaison de chocs extérieurs négatifs très violents et de certains risques purement nationaux (notamment la fragilité de la confiance dans les banques et dans la monnaie) rendent improbable tout retour rapide à la croissance. Si la situation internationale devait s'aggraver davantage que ne le prévoient les spécialistes, la reprise en Russie pourrait être repoussée à 2010, voire au-delà. En revanche, les prix du pétrole sont récemment repassés au-dessus des niveaux retenus dans les prévisions et si ces prix élevés se maintiennent, la reprise pourrait alors être plus précoce et plus rapide que prévu.

CHAPITRE 3

EFFICACITÉ ET AMPLEUR DE LA RELANCE BUDGÉTAIRE

Introduction et résumé

L'action budgétaire discrétionnaire est au cœur des préoccupations gouvernementales

La relance budgétaire discrétionnaire joue un rôle important dans la réponse des pays de l'OCDE en termes de politique économique pour stimuler la demande face à la crise financière. Cela s'explique par la gravité de la récession, tant en ce qui concerne son ampleur que sa durée, à laquelle s'ajoutent les limites de la politique monétaire, à la fois parce que les possibilités de réduire encore les taux d'intérêt sont de plus en plus limitées dans beaucoup de pays de l'OCDE, mais surtout parce que les canaux de transmission monétaire sont sans doute endommagés.

Cette analyse est centrée sur l'objectif de macro-stabilisation de la politique budgétaire

Ce chapitre examine le recours à la politique budgétaire pour des objectifs de stabilisation macroéconomique à court terme, même s'il convient de poursuivre d'autres finalités, comme le renforcement de la croissance à long terme, ainsi que des objectifs sociaux tels que l'amortissement de l'effet de la récession sur les ménages ou des objectifs environnementaux. Le présent chapitre décrit, à partir de données internationales comparables, les mesures de politique budgétaire introduites en réponse à la crise, évalue l'efficacité des mesures budgétaires pour stimuler l'activité, analyse les coûts et avantages d'une action budgétaire supplémentaire et étudie les questions liées au calendrier des éventuelles mesures de relance budgétaire.

S'agissant des mesures budgétaires anti-crise déjà annoncées, les principales conclusions peuvent être résumées comme suit :

La plupart des pays ont pris des mesures budgétaires, mais il existe des variations considérables concernant leur ampleur

- Pratiquement tous les pays de l'OCDE ont pris des mesures discrétionnaires en réponse à la crise, mais les programmes de relance liés à la crise ne sont qu'un des éléments qui alourdissent les déficits budgétaires. Dans la plupart des pays, ces autres facteurs, y compris les stabilisateurs automatiques et l'assouplissement discrétionnaire non lié à la crise, représentent la plus grande partie de l'accroissement de la dette au cours de la période 2008-2010. L'ampleur des actions anti-crise adoptées varie considérablement d'un pays à l'autre. Pour le pays moyen de l'OCDE qui applique un programme de relance, l'impact cumulé sur le budget au cours de la période 2008-2010 dépasse 2½ pour cent de PIB, les États-Unis affichant le programme budgétaire le plus substantiel, de l'ordre de 5½ pour cent du PIB de 2008.

Les multiplicateurs budgétaires sont sans doute amoindris dans la conjoncture actuelle

- Une analyse des données disponibles conduit à penser que, en période normale, les multiplicateurs budgétaires sont sans doute proches de l'unité pour les dépenses publiques et atteignent la moitié environ de ce niveau pour les mesures fiscales, les effets multiplicateurs étant toutefois plus réduits dans les économies plus ouvertes. Cependant, dans la conjoncture actuelle la propension des ménages et des entreprises à épargner a sans doute augmenté, ce qui affaiblit les multiplicateurs, surtout dans le cas de réductions d'impôts.
- Pour la moyenne des pays de l'OCDE, et compte tenu de ces multiplicateurs, le soutien du PIB dû à la relance budgétaire sera de l'ordre de ½ pour cent à la fois en 2009 et en 2010. C'est seulement aux États-Unis et en Australie que l'effet multiplicateur estimé dépasse nettement 1 % du PIB en 2009 comme en 2010. Ces effets ne prennent pas en compte les répercussions transfrontalières.

L'ampleur des programmes budgétaires varie à l'inverse de celle des stabilisateurs automatiques

- Une corrélation inverse apparaît entre l'ampleur des programmes budgétaires discrétionnaires annoncés/appliqués dans les pays de l'OCDE et l'ampleur des stabilisateurs automatiques. D'une manière générale, la taille des seconds atteint le triple de celle des premiers.

Il existe des différences entre pays concernant les coûts relatifs d'une relance supplémentaire et les avantages qu'ils peuvent en attendre ; les principales conclusions à cet égard sont les suivantes :

Les pays n'ont pas tous les mêmes marges de manœuvre pour de nouvelles actions

- Quant à savoir si une relance budgétaire plus ambitieuse que celle prévue actuellement se révèle appropriée, cela dépend de la situation de chaque pays. D'après les données disponibles, des réactions négatives sur les marchés de capitaux sont à prévoir en réponse à la montée de l'endettement public, et ces réactions peuvent dépendre de la situation budgétaire initiale. Pour les pays dont la situation budgétaire initiale est médiocre -- Japon, Italie, Grèce, Hongrie, Islande et Irlande -- les possibilités d'expansion budgétaire sont limitées. D'autres pays se différencient au regard des coûts et avantages d'une relance supplémentaire. Pour certains d'entre eux, il apparaît justifié de prendre de nouvelles mesures afin d'atténuer la récession prévue. Les pays ayant les plus grandes marges de manœuvre budgétaires sont apparemment l'Allemagne, le Canada, l'Australie, les Pays-Bas, la Suisse, la Corée et certains pays nordiques. Pour d'autres, une action ne sera de mise que si l'activité paraît devoir se dégrader encore plus que prévu.

La conception des programmes revêt de l'importance, qu'il s'agisse des instruments...

- La conception des programmes budgétaires supplémentaires du point de vue de leurs composantes individuelles sera cruciale pour maximiser leur efficacité. Le principal effet à court terme sur la demande émanera probablement des mesures de dépenses publiques, mais là où des réductions d'impôts sont appliquées, leur efficacité sera maximale si elles sont ciblées sur les ménages ayant des contraintes de liquidités. S'agissant des critères complémentaires pour la sélection des différentes mesures, il convient de retenir les actions qui sont le plus susceptibles d'accroître à la fois la demande globale à court terme et l'offre globale à long terme, notamment : un accroissement des dépenses publiques en infrastructures ; un accroissement des dépenses au titre de la politique active du marché du travail, y compris pour des stages de formation obligatoires ; et une réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, notamment en faveur des travailleurs à faible revenu.

... ou du calendrier

- Dans la pratique, et en dehors du G7, une majorité de pays ont donné la priorité aux réductions d'impôts sur l'augmentation des dépenses, à l'exception manifeste de l'Australie. Les pays du G7 ont une approche plus équilibrée à cet égard. L'importance relative des réductions d'impôts peut s'expliquer par le fait que ces mesures sont faciles à appliquer. Les questions de calendrier sont également cruciales pour la pertinence de la relance budgétaire. Dans la mesure où l'écart de production se creusera encore en 2010, comme indiqué dans les prévisions de l'OCDE, les pays qui disposent de marges de manœuvre pour des mesures supplémentaires devraient envisager d'intensifier la relance en 2010.

La relance budgétaire sera sans doute plus efficace dans un cadre assurant son retrait progressif

- Pour le pays moyen de l'OCDE, toutefois, l'impulsion budgétaire décroît sensiblement en 2010 par rapport à 2009, même si, dans quelques cas, les programmes sont globalement maintenus au même niveau jusqu'à fin 2010 (États-Unis, Finlande, Allemagne et Canada) ou renforcés en 2010 (Danemark et République slovaque). La relance budgétaire sera probablement plus efficace par rapport à son coût si elle s'accompagne d'engagements crédibles de la réduire ou même de l'inverser à mesure que la reprise s'affirmera. Cela souligne la nécessité de consolider les cadres budgétaires à moyen terme pour préserver la viabilité budgétaire.

La coordination internationale est difficile à mettre en pratique

- La relance budgétaire aura des retombées internationales par le biais du commerce et des taux d'intérêt. Les petits pays ne perçoivent qu'une partie de l'effet positif global induit par leur action ; les grands pays ne perçoivent qu'une partie des coûts afférents. Cela signifie que la coordination internationale a un rôle à jouer, compte tenu des capacités d'action budgétaire de chaque pays. Dans la pratique, cet objectif sera sans doute difficile à réaliser, et il faut privilégier la rapidité d'action.

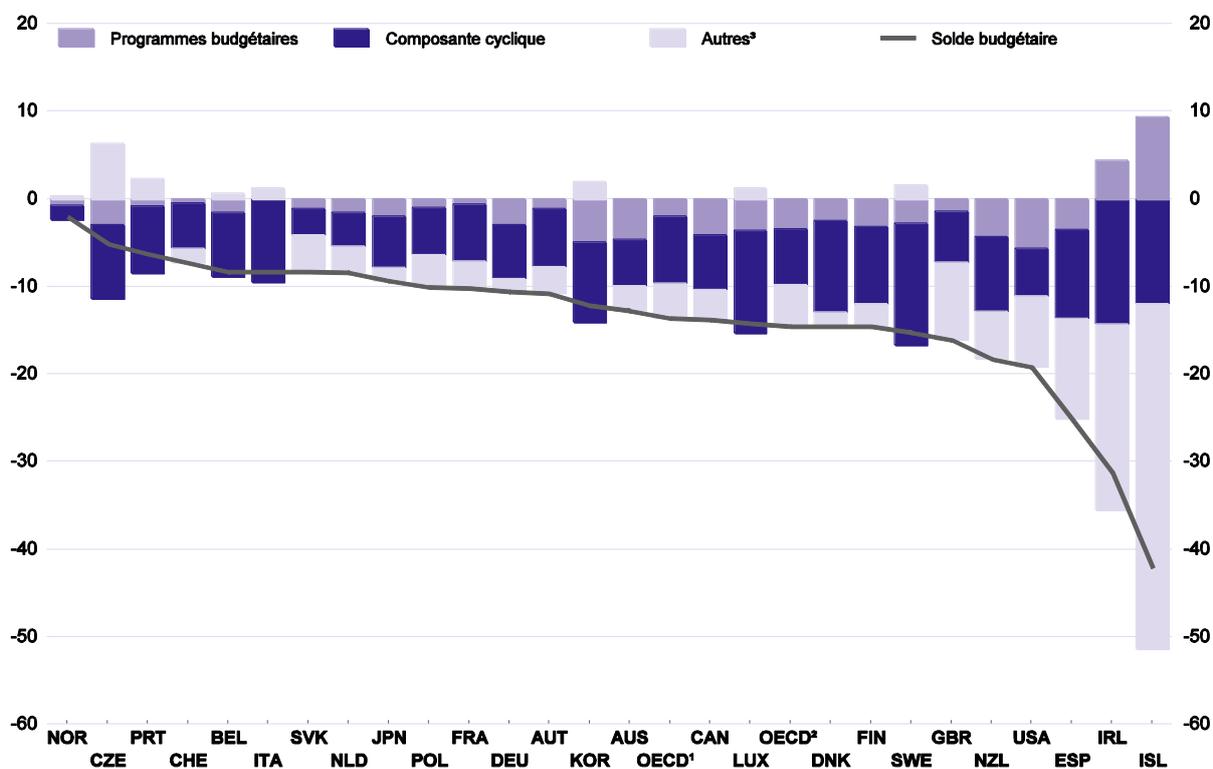
Mesures budgétaires en réponse à la crise

Les mesures discrétionnaires doivent être replacées dans un contexte de variations massives des soldes budgétaires

Les actions discrétionnaires de politique budgétaire en réponse à la crise doivent être vues dans le contexte du creusement prévu du déficit de la zone OCDE, d'environ 1½ pour cent du PIB en 2007 à près de 9 % en 2010, la dette publique brute passant de quelque 75 % à environ 100 % du PIB. Cet accroissement peut être imputé pour l'essentiel à un effet cyclique dû au jeu des stabilisateurs automatiques dans une profonde récession (graphique 3.1), effet qui, pour le pays moyen de l'OCDE, induit une variation du solde budgétaire sur la période 2008-2010 environ trois fois plus forte que l'action budgétaire discrétionnaire actuellement prévue par

Graphique 3.1. Calcul de l'augmentation de la dette publique

Impact cumulé sur la capacité de financement, % du PIB, 2008-2010



1. Moyenne OCDE simple.
2. Moyenne OCDE pondérée.
3. Inclus les autres mesures discrétionnaires qui ne sont pas en réponse à la crise, la disparition des ressources exceptionnelles liées au cycle du prix des actifs, et les autres mesures isolées.

Source: OCDE.

les gouvernements en réponse à la crise²⁸. Durant les années précédentes, les recettes avaient été stimulées par le niveau élevé des prix des actifs et de l'activité dans les secteurs des services financiers et de la construction, et la disparition de ce dynamisme exceptionnel des recettes contribue aussi à la montée de l'endettement. Enfin, un certain nombre de pays ont pris des mesures discrétionnaires d'assouplissement budgétaire sans rapport avec la crise.

Les programmes budgétaires varient beaucoup d'un pays à l'autre en ce qui concerne leur ampleur

En outre, pratiquement tous les pays de l'OCDE ont mis en place des mesures discrétionnaires pour soutenir l'économie face à la crise. Sur la base d'une approche cohérente de la définition des programmes (décrite dans l'appendice 3.1), il apparaît que les programmes budgétaires appliqués en réaction directe à la crise et mesurés par leur impact cumulé sur les soldes budgétaires pour la période 2008-2010, représentent environ 3½ pour cent du PIB de 2008 de la zone OCDE²⁹. Cependant, l'ampleur des programmes varie considérablement d'un pays à l'autre (tableau 2.1 et graphique 3.2), notamment à cause du degré de gravité de la crise économique, de la situation budgétaire avant la crise et de la taille des stabilisateurs automatiques. Selon une moyenne non pondérée des pays de l'OCDE qui mettent en place des programmes de relance positive, le plan de relance type représente plus de 2½ pour cent du PIB sur la période 2008-2010. Mais cinq pays (Australie, Canada, Corée, Nouvelle-Zélande et États-Unis) ont adopté des programmes budgétaires qui représentent au moins 4 % du PIB de 2008, le programme des États-Unis étant le plus substantiel, à près de 5½ pour cent du PIB de 2008. En revanche, on prévoit que quelques pays (en particulier, la Hongrie, l'Islande et l'Irlande) vont durcir considérablement l'orientation de leur politique budgétaire.

Les mesures modifiant l'échéancier des paiements n'entrent pas en compte dans ces estimations

Ces estimations de la taille des programmes discrétionnaires appellent une importante réserve : comme elles comptabilisent les mesures budgétaires dans l'optique des comptes nationaux (comptabilité d'exercice), les dispositions qui impliquent une modification du calendrier des paiements, par exemple les paiements publics anticipés ou la possibilité de différer le paiement de l'impôt, ne sont pas prises en compte. Or, un certain nombre de pays ont adopté des mesures de ce type, récapitulées dans la dernière colonne du tableau 3.1. S'il est difficile de chiffrer l'effet de ces mesures sur l'activité, elles présentent cet avantage que, dans une perspective à moyen terme, leurs incidences budgétaires sont sans doute négligeables, alors qu'elles sont susceptibles d'induire une forte impulsion à court terme.

28. Il s'agit ici d'un calcul de la moyenne non pondérée des pays de l'OCDE qui prennent des mesures de relance positive. Dans cette optique, c'est seulement aux États-Unis que l'action budgétaire discrétionnaire l'emporte sur l'effet des stabilisateurs automatiques.

29. Ces données reflètent l'impact des programmes budgétaires sur les soldes budgétaires et ne prennent pas nécessairement en compte toutes les mesures adoptées pour stimuler l'activité. En particulier, les opérations de capitalisation et l'accroissement des investissements des entreprises publiques ne sont pas comptabilisés. Pour plus de détails sur la méthode de description des programmes de relance, voir l'appendice 3.1. Les réponses budgétaires de chaque pays de l'OCDE sont décrites en détail à la page du site web de l'OCDE consacrée aux Perspectives économiques (www.oecd.org/oecdEconomicOutlook).

Tableau 3.1. Ampleur et calendrier des programmes de relance budgétaire

	Effet net sur le solde financier ¹			Répartition sur la période 2008-2010			Pour mémoire: Mesures affectant le calendrier des paiements ²
	Dépenses	Recettes fiscales	Total	2008	2009	2010	
	% du PIB 2008			% de l'effet net total			% du PIB 2008
Australie	-3.3	-1.3	-4.6	15	54	31	
Autriche	-0.3	-0.8	-1.1	0	84	16	
Belgique	-0.6	-1.0	-1.6	0	60	40	-0.1
Canada	-1.7	-2.4	-4.1	12	41	47	
République tchèque	-0.5	-2.5	-3.0	0	66	34	..
Danemark	-1.9	-0.7	-2.5	0	33	67	..
Finlande	-0.5	-2.7	-3.1	0	47	53	
France	-0.4	-0.2	-0.6	0	75	25	-0.5
Allemagne	-1.4	-1.6	-3.0	0	46	54	
Grèce	..	..	..	..	..	..
Hongrie	4.4	0.0	4.4	0	58	42	
Islande	..	..	9.4	0	33	67	
Irlande	0.9	3.5	4.4	15	44	41	0.3
Italie	-0.3	0.3	0.0	0	15	85	
Japon	-1.5	-0.5	-2.0	4	73	24	
Corée	-1.7	-3.2	-4.9	23	49	28	
Luxembourg	-1.9	-1.7	-3.6	0	76	24	0.0
Mexique ³	-2.1	0.8	-1.3	0	100	..	
Pays-Bas	-0.1	-1.4	-1.5	0	51	49	..
Nouvelle-Zélande	0.0	-4.3	-4.3	5	46	49	
Norvège ³	-0.7	-0.1	-0.8	0	100	..	
Pologne	-0.6	-0.4	-1.0	0	77	23	
Portugal	..	..	-0.8	0	100	0	
République slovaque	-0.5	-0.6	-1.1	0	42	58	-0.8
Espagne	-1.9	-1.6	-3.5	31	46	23	-1.0
Suède	-0.9	-1.8	-2.8	0	52	48	..
Suisse	-0.3	-0.2	-0.5	0	68	32	
Turquie	..	..	..	..	..	..
Royaume-Uni	0.0	-1.5	-1.4	15	93	-8	
États-Unis ⁴	-2.4	-3.2	-5.6	21	37	42	
Moyenne des sept grands pays	-1.6	-2.0	-3.6	17	43	40	
Moyennes OCDE							
Non pondérée ⁵	-0.7	-1.2	-2.0	10	53	37	
Pondérée ⁵	-1.5	-1.9	-3.4	17	45	39	
Stimulus positif seulement (non pondérée) ⁶	-1.1	-1.6	-2.7	9	53	38	
Stimulus positif seulement (pondérée) ⁶	-1.7	-2.0	-3.7	17	45	39	

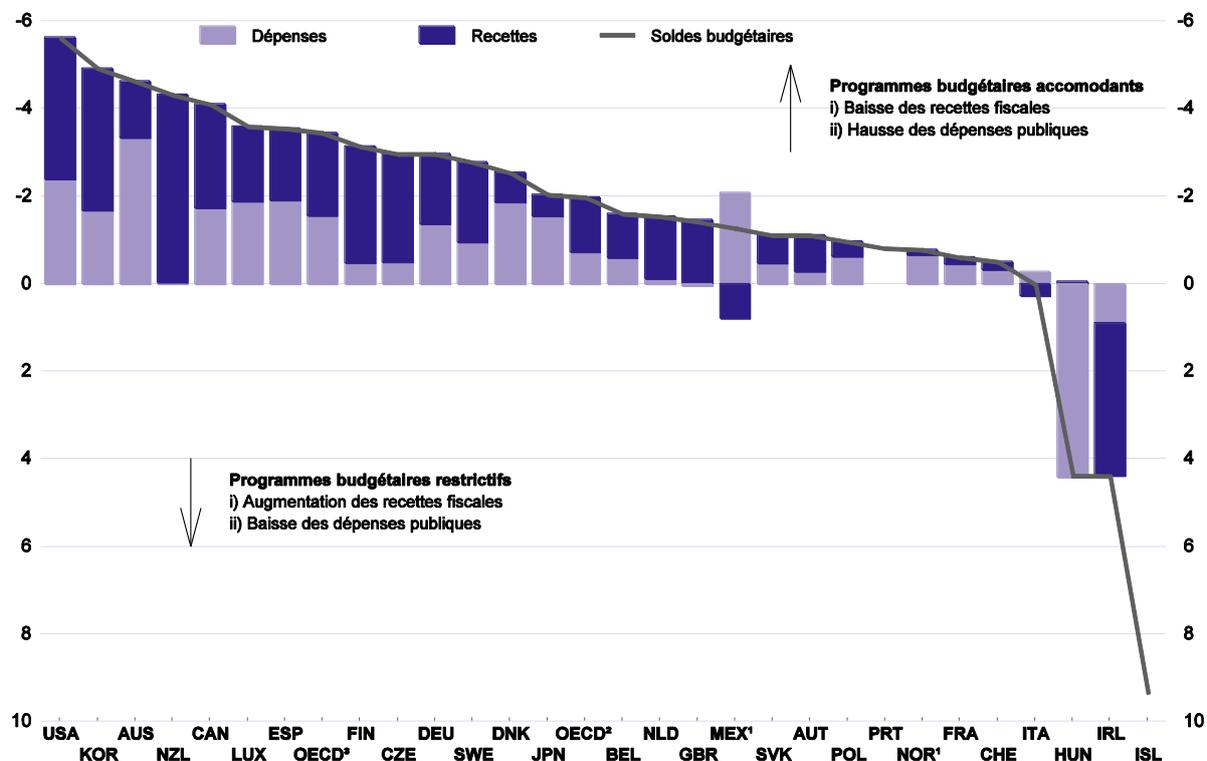
Note : Date limite pour la collecte des données : 24 mars 2009.

1. Inclut seulement les mesures budgétaires discrétionnaires en réponse à la crise financière. Les estimations ci-dessus n'incluent pas l'impact potentiel des recapitalisations, garanties ou autres opérations bancaires sur les soldes financiers. Elles excluent également l'impact d'un changement de calendrier concernant les paiements des impôts dus fiscaux et/ou des commandes publiques.
2. Plusieurs pays ont changé le calendrier de paiements des commandes publiques et/ou des impôts dus. En vertu de la comptabilité sur la base du fait générateur, ces mesures ne devraient pas avoir d'impact sur les données des comptes nationaux. Elles affectent cependant les soldes financiers mesurés en comptabilité de caisse et peuvent avoir un impact sur l'économie. Elles ne jouent pas sur la taille des programmes de relance budgétaire.
3. Données non disponibles pour 2010.
4. Les données pour les États-Unis concernent le gouvernement fédéral. Selon les informations disponibles, certains états, dont la Californie, ont adopté des mesures budgétaires restrictives qui ne sont pas prises en compte ici.
5. Moyenne des pays ci-dessus excluant la Grèce, l'Islande, le Mexique, la Norvège, le Portugal et la Turquie.
6. Moyenne des pays ci-dessus excluant la Grèce, la Hongrie, l'Islande, l'Irlande, l'Italie, le Mexique, la Norvège, le Portugal et la Turquie.

Source: OCDE.

Graphique 3.2. L'ampleur et la composition des programmes de relance budgétaire

Impact cumulé des programmes de relance budgétaire pour la période 2008-2010 sur les soldes budgétaires, en % du PIB 2008



Note: Voir les notes du tableau 3.1.

1. Seules les données pour 2008 et 2009 sont disponibles pour le Mexique et la Norvège.
2. Moyenne simple des pays ci-dessus à l'exception de la Grèce, l'Islande, le Mexique, la Norvège, le Portugal et la Turquie.
3. Moyenne pondérée des pays ci-dessus à l'exception de la Grèce, l'Islande, le Mexique, la Norvège, le Portugal et la Turquie.

Source: OCDE.

Les programmes diffèrent d'un pays à l'autre par leur composition...

La plupart des pays ont adopté des programmes de relance de grande envergure, ajustant simultanément divers impôts et programmes de dépenses (tableau 3.2 et graphique 3.2). Une majorité de pays ont donné la priorité aux réductions d'impôts sur la stimulation des dépenses (mais le Japon, la France, l'Australie, le Danemark et le Mexique font manifestement exception). Aux États-Unis, la répartition s'infléchira ; en 2008, la relance a été entièrement axée sur les réductions d'impôts, alors qu'en 2009 elle consistera pour les deux tiers environ en mesures côté dépenses. Dans la plupart des pays, les allègements fiscaux touchent principalement l'impôt sur le revenu des personnes physiques (graphique 3.3, partie A) et, dans une moindre mesure, l'impôt sur les sociétés, le Royaume-Uni étant la principale exception, avec une réduction temporaire généralisée de la TVA. Côté dépenses, pratiquement tous les pays de l'OCDE ont lancé et/ou accéléré des programmes d'investissement

Tableau 3.2. **Composition des programmes de relance budgétaire**

Total sur la période 2008-2010 en % du PIB 2008

	Effet net	Mesures fiscales					Mesures côté dépenses					
		Total	Particuliers	Entreprises	Consommation	Cotisations sociales	Total	Consommation finale	Investissement	Transferts aux ménages	Transferts aux entreprises	Transferts aux administrations infra-nationales
Australie	-4.6	-1.3	-1.1	-0.2	0.0	0.0	3.3	0.0	2.6	0.8	0.0	0.0
Autriche	-1.1	-0.8	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Belgique	-1.6	-1.0	-0.3	-0.6	-0.1	0.0	0.6	0.0	0.1	0.5	0.0	0.0
Canada	-4.1	-2.4	-0.8	-0.3	-1.1	-0.1	1.7	0.1	1.3	0.3	0.1	..
République tchèque	-3.0	-2.5	0.0	-0.4	-0.1	-2.0	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.4	0.0
Danemark	-2.5	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	0.9	0.8	0.1	0.0	0.0
Finlande	-3.1	-2.7	-1.9	0.0	-0.3	-0.4	0.5	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
France	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.4	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
Allemagne	-3.0	-1.6	-0.6	-0.3	0.0	-0.7	1.4	0.0	0.8	0.2	0.3	0.0
Grèce ¹	..	..	..	..	..	..	..	0.0	0.1	0.4	0.1	0.0
Hongrie	4.4	0.0	-0.1	-1.5	1.6	0.0	-4.4	..	0.0	..	..	0.0
Islande	9.4	..	1.0	..	..	..	..	-1.8	-1.7	-1.7	..	..
Irlande	4.4	3.5	2.0	-0.2	0.5	1.2	-0.9	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Italie	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.1	0.0
Japon	-2.0	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	1.5	-0.2	0.3	0.5	0.4	0.3
Corée	-4.9	-3.2	-1.4	-1.2	-0.2	0.0	1.7	0.0	0.9	0.1	0.5	0.2
Luxembourg	-3.6	-1.7	-1.2	-0.5	0.0	0.0	1.9	0.0	0.7	1.0	0.2	0.0
Mexique ¹	-1.3	0.8	0.0	0.0	-0.4	0.0	2.0	0.0	1.1	0.3	0.4	0.0
Pays-Bas	-1.5	-1.4	-0.2	-0.4	0.0	-0.8	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Nouvelle-Zélande	-4.3	-4.3	-4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	-0.6	0.0	0.0
Norvège ¹	-0.8	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.7	0.0	0.3	0.0	0.0	0.3
Pologne	-1.0	-0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.6	0.0	1.3	0.1	0.0	0.0
Portugal	-0.8	..	..	..	..	..	..	0.0	0.4	0.0	0.4	0.0
République slovaque	-1.1	-0.6	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0
Espagne	-3.5	-1.6	-1.6	0.0	0.0	0.0	1.9	0.3	0.7	0.2	0.7	0.0
Suède	-2.8	-1.8	-1.5	-0.2	0.0	-0.2	0.9	0.7	0.3	0.1	0.0	0.0
Suisse	-0.5	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Royaume-Uni	-1.4	-1.5	-0.6	-0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
États-Unis	-5.6	-3.2	-2.4	-0.8	0.0	0.0	2.4	0.7	0.3	0.5	0.0	0.9

Note : Voir notes du tableau 3.1.

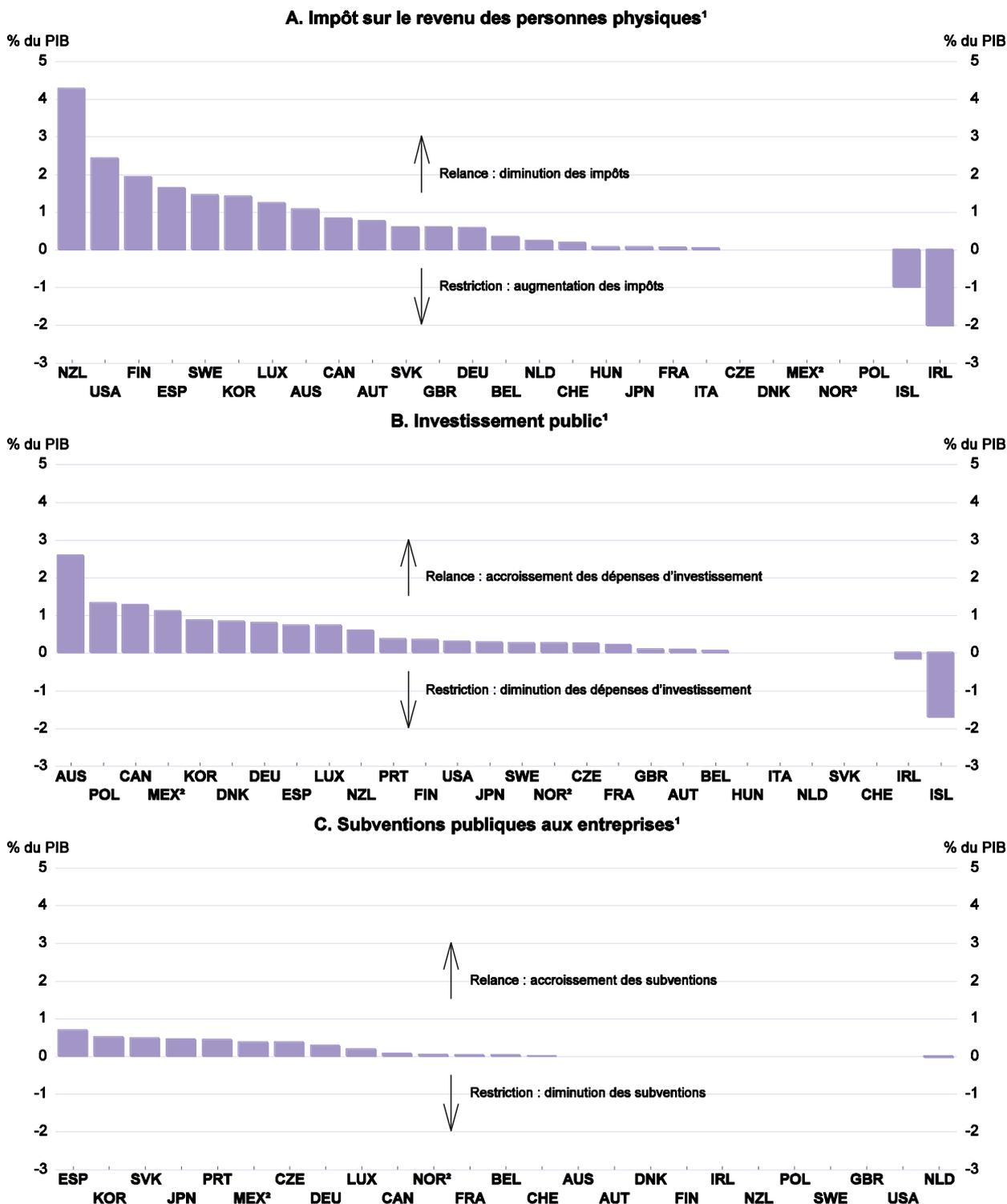
Les colonnes " total" ne correspondent pas à la somme des colonnes car certains éléments n'ont pas été clairement identifiés ou ne rentrent pas dans cette décomposition.

1. Données non disponibles pour 2010.

Source : OCDE.

public. L'Australie, la Pologne, le Canada et le Mexique devraient être les plus dynamiques dans ce domaine : l'augmentation de l'investissement public en réponse à la crise avoisinera ou dépassera 1 % du PIB 2008 (graphique 3.3, partie B). Les transferts aux ménages sont souvent devenus plus généreux, en particulier pour les catégories à faible revenu. Quelques pays (notamment la République tchèque, le Japon, la Corée, le Portugal, le Mexique et la République slovaque) ont aussi annoncé un accroissement des subventions au secteur des entreprises (graphique 3.3, partie C).

Graphique 3.3. Quelques indicateurs budgétaires



1. Voir les notes du tableau 3.1.
 2. Données non disponibles pour 2010.
 Source: OCDE.

... et leur calendrier

À en juger par les mesures actuellement annoncées, l'injection budgétaire liée à la crise doit normalement atteindre son ampleur maximale en 2009, avec là encore des différences d'un pays à l'autre. Pour plusieurs pays (États-Unis, Finlande, Nouvelle-Zélande, Allemagne et Canada), les programmes budgétaires ont une ampleur comparable en 2009 et en 2010, ce qui implique un rythme de stimulation budgétaire plus ou moins continu jusqu'en 2010 inclus ; quelques pays (notamment le Danemark) prévoient d'appliquer des programmes sensiblement plus étoffés en 2010. En revanche, pour la plupart des autres pays, l'impulsion budgétaire s'amenuise en 2010.

Les multiplicateurs budgétaires sont difficiles à jauger dans la conjoncture actuelle...

L'efficacité de la politique budgétaire pour stimuler l'activité, mesurée par les "multiplicateurs budgétaires", est particulièrement difficile à évaluer dans le contexte actuel. Un examen des données disponibles, résumé dans l'encadré 3.1, montre généralement que, dans la première année, le multiplicateur des dépenses publiques est légèrement supérieur à l'unité, et que l'effet multiplicateur des allègements fiscaux représente environ la moitié de cette valeur, les économies plus ouvertes ayant des multiplicateurs plus faibles³⁰. Toutefois, un certain nombre de facteurs, notamment un fonctionnement déficient des marchés de capitaux, une incertitude accrue et le souhait des ménages et des entreprises de consolider leurs bilans après des pertes en capital massives sur les valeurs des actions et des logements, sont susceptibles d'altérer l'effet de la politique budgétaire sur l'activité économique dans la conjoncture actuelle. Pris ensemble, ces facteurs vont probablement réduire les multiplicateurs ; par conséquent, les multiplicateurs utilisés pour évaluer les programmes budgétaires actuels ont été subjectivement abaissés, et plus fortement pour les réductions d'impôts que pour les dépenses publiques, afin d'obtenir une estimation « de référence », à distinguer de l'estimation « élevée » pour laquelle aucun ajustement de ce type n'est effectué (voir l'appendice 3.2 pour plus de détails).

... et les effets probables sur l'activité varient considérablement selon les pays

L'effet stimulant de ces programmes budgétaires sur le PIB est donc estimé en appliquant un ensemble de multiplicateurs qui varient à la fois selon l'instrument utilisé et selon le pays. Sur la base des multiplicateurs de référence, l'effet implicite sur le PIB est maximal pour les programmes budgétaires de l'Australie et des États-Unis, entre 1.2 % et 1.6 % du PIB pour 2009 et 2010 (graphique 3.4), mais il est de l'ordre de 1 % du PIB en Pologne et en Espagne en 2009, ainsi qu'au Canada et en Nouvelle-Zélande en 2010. Pour les autres pays, l'impact probable des programmes budgétaires est faible, en particulier si l'on considère l'ampleur de l'écart de production attendu. Ces estimations ne prennent pas en compte les répercussions transfrontalières, qui se produisent par exemple quand l'activité en Belgique bénéficie de la relance en Allemagne.

30. Les résultats obtenus à l'aide d'un modèle d'équilibre général stochastique dynamique apparaissent globalement conformes à ces conclusions (appendice 3.4).

Encadré 3.1. Taille des multiplicateurs budgétaires à court terme

Les multiplicateurs budgétaires permettent de chiffrer l'effet des mesures budgétaires sur l'activité globale. Ils expriment l'ampleur de l'accroissement final du PIB dans une année donnée par rapport au coût *ex ante* de la mesure ; par conséquent, ils englobent non seulement l'effet direct de la relance sur la production, mais aussi les effets indirects induits ultérieurement. Bien que l'estimation de leur taille soit entourée d'incertitude, comme en témoigne l'amplitude des estimations, les résultats résumés ci-après reposent sur une moyenne de simulations à partir de divers modèles macroéconomiques étudiés pour les pays de l'OCDE ; seules sont prises en compte les simulations associées à une politique monétaire accommodante, étant donné que celles-ci s'appliquent mieux à l'environnement actuel.

- Les multiplicateurs à court terme liés à un accroissement des dépenses publiques dépassent généralement ceux des mesures côté recettes ; les dépenses directes des pouvoirs publics ne subissent pas de fuites vers l'épargne au stade initial, et les multiplicateurs estimés sont en général légèrement supérieurs à 1.0¹.
- Les multiplicateurs liés aux mesures côté recettes sont plus faibles ; une réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques tend à avoir un effet sensiblement plus prononcé (environ 0.5 à 0.8) que les autres formes d'allègements fiscaux (environ 0.2 à 0.6).
- Le multiplicateur tend à s'accroître légèrement entre la première et la deuxième années. C'est le cas particulièrement des mesures fiscales pour lesquelles les effets tendent à se développer plus lentement car ils atteignent indirectement l'économie par le biais des dépenses de consommation.
- Les données provenant de modèles multi-pays montrent que les multiplicateurs sont systématiquement plus faibles lorsque l'économie est plus ouverte ; cette question sera approfondie plus loin.

Éventail des estimations des multiplicateurs budgétaires à court terme sur la base de modèles à grande échelle

	Ensemble des études			Études englobant les multiplicateurs de 1 ^{ère} et de 2 ^{ème} année					
	Année 1			Année 1			Année 2		
	Minimum	Maximum	Moyenne	Minimum	Maximum	Moyenne	Minimum	Maximum	Moyenne
Achats de biens et services	0.6	1.9	1.1	0.9	1.9	1.2	0.5	2.2	1.3
Réduction de l'impôt sur les sociétés	0.1	0.5	0.3	0.1	0.5	0.3	0.2	0.8	0.5
Réduction des impôts indirects	0.1	1.1	0.5	0.1	1.1	0.5	0.2	1.4	0.8
Réduction des impôts indirects	0.0	1.4	0.5	0.0	0.6	0.2	0.0	0.8	0.4
Réduction des cotisations sociales	0.0	1.2	0.4	0.0	0.5	0.3	0.2	1.0	0.6

Note : Les modèles étudiés sont celui de la Banque nationale de Belgique, le modèle Interlink, ceux de la Deutsche Bundesbank, de la Banca d'Italia, du Banco de Portugal, du Banco de España, un modèle de la zone euro, le modèle macroéconométrique à court terme ESRI de l'économie japonaise, le modèle économique et fiscal canadien du ministère des Finances, les moyennes de modèles américains cités par Fromm et Klein (1976), les moyennes de modèles américains cités par Bryant et al. (1988), les moyennes de modèles américains cités par Adams et Klein (1991), et les moyennes de modèles britanniques cités par Church et al. (1993). Ces modèles couvrent les États-Unis, le

Source : Adams et Klein (1991), Bryant (1988), Church et al. (2000), Fromm et Klein (1976), Henry et al. (2004), Roger et in't Veld (2009) et Perotti (2005).

Ces résultats s'accordent dans l'ensemble avec ceux du modèle mondial de l'OCDE ; lorsque la politique monétaire est accommodante, dans les grandes économies (moins ouvertes), l'effet multiplicateur à court terme des dépenses publiques atteint en moyenne environ 0.9 la première année pour monter à 1.3 la seconde année, tandis que pour les réductions d'impôts sur le revenu, le multiplicateur de première année est de 0.6 et avoisine 1.0 la seconde année.

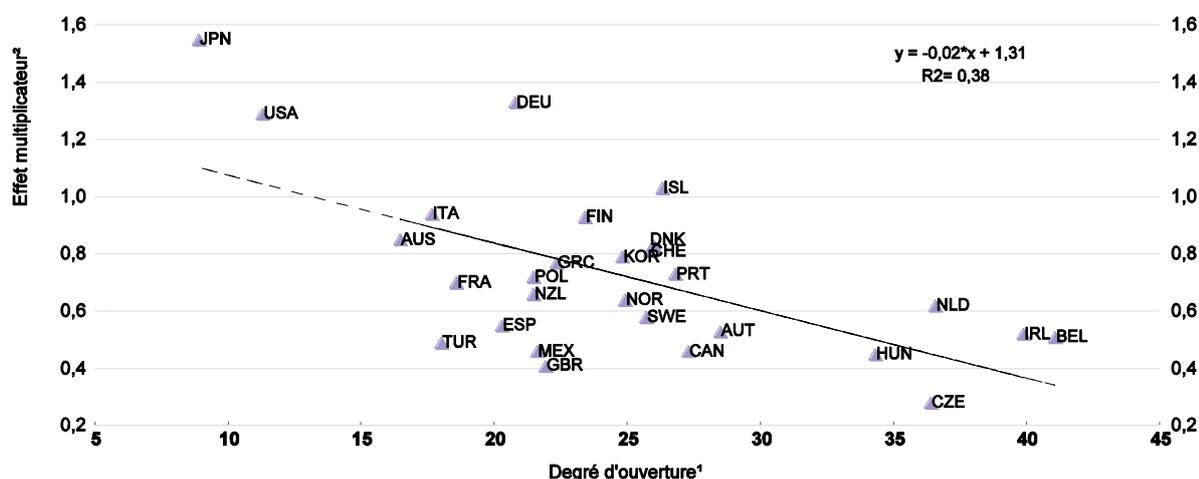
1. Bien que les modèles examinés fassent rarement la distinction entre investissement public et consommation publique, le premier élément devrait en principe afficher un multiplicateur plus élevé en raison d'un contenu en importations plus réduit.

Encadré 3.1. Taille des multiplicateurs budgétaires à court terme (suite)

Deux ajustements ont été apportés aux moyennes de ces résultats d'études avant de les utiliser pour évaluer les programmes actuels : le premier pour tenir compte des différences de degré d'ouverture d'un pays à l'autre, le second pour prendre en considération les caractéristiques inhabituelles de la présente conjoncture.

Plus un pays est ouvert aux échanges, plus grande est la probabilité que les effets d'une expansion budgétaire interne se répercutent à l'étranger par le biais des importations, ce qui affaiblit les multiplicateurs budgétaires. Pour évaluer dans quelle mesure la taille des multiplicateurs est liée au degré d'ouverture de l'économie, on compare les effets multiplicateurs des dépenses publiques dans différents pays à partir d'un modèle multi-pays unique, à savoir la dernière version (2002) du modèle INTERLINK de l'OCDE. Un diagramme de dispersion représentant les multiplicateurs de première année en fonction du degré d'ouverture révèle effectivement une corrélation inverse entre les premiers et le second. Le coefficient de la pente correspondant a été utilisé pour appliquer des ajustements internationaux aux multiplicateurs.

Taille des multiplicateurs budgétaires et degré d'ouverture de l'économie



- Mesuré par le ratio importations / (PIB – importations), %.
- Effet multiplicateur des dépenses publiques du modèle Interlink de l'OCDE.

Source: OCDE.

Dans la conjoncture actuelle, une relance budgétaire peut se révéler *plus efficace* que dans des circonstances normales : le dysfonctionnement des marchés de capitaux fait qu'un plus grand nombre d'agents privés sont susceptibles de subir des restrictions de crédit de sorte que, dans la mesure où une relance budgétaire a un effet sur ces agents, une portion plus élevée de toute injection de ressources budgétaires est susceptible d'être dépensée, au lieu d'être épargnée. Mais la relance budgétaire peut aussi se révéler *moins efficace* dans la situation actuelle ; premièrement, face à des menaces accrues sur l'emploi et le revenu, le désir de constituer une épargne de précaution est sans doute plus élevé ; deuxièmement, dans de nombreux pays, les ménages ont besoin d'assainir des bilans trop sollicités et dégradés, ce qui implique un accroissement de la propension marginale à épargner. Il en va de même des entreprises : l'incertitude entourant les perspectives économiques, conjuguée au besoin perçu de conserver des liquidités en raison du dysfonctionnement du système financier, conduit à reporter les décisions d'investissement. Au total, on estime que ces facteurs sont dans l'ensemble négatifs, de sorte que, pour la moyenne des études, les multiplicateurs ont été ajustés subjectivement à la baisse. Cet ajustement est plus limité pour les dépenses publiques que pour les mesures côté recettes, car les effets directs ne sont pas affectés par les modifications du comportement d'épargne du secteur privé. Bien qu'il puisse exister un effet similaire sur les transferts aux ménages, ceux-ci sont sans doute ciblés sur des personnes ayant un accès restreint au crédit, ce qui limite les répercussions négatives liées à l'épargne.

Encadré 3.1. Taille des multiplicateurs budgétaires à court terme (suite)

Ces ajustements se traduisent par des estimations “de référence” pour chaque instrument d'action et chaque pays, sur la base des multiplicateurs tirés des études et ajustés en fonction du degré d'ouverture, avec une nouvelle réduction pour tenir compte de l'effet de la conjoncture actuelle. Des estimations alternatives “élevées”, dans lesquelles les multiplicateurs sont ajustés uniquement en fonction du degré d'ouverture de l'économie, sont également présentées.

Les multiplicateurs utilisés pour évaluer les programmes budgétaires sont présentés dans le tableau ci-après, qui distingue entre cinq types différents de mesures budgétaires et trois pays représentatifs (de différents degrés d'ouverture). L'appendice 3.2 présente un tableau complet de ces multiplicateurs pour l'ensemble des pays de l'OCDE.

Multiplicateurs utilisés pour évaluer les programmes budgétaires

	États-Unis		Allemagne		Belgique	
	Année 1	Année 2	Année 1	Année 2	Année 1	Année 2
Mesures côté dépenses						
Investissements en infrastructures	0.9	1.1 - 1.3	0.8	1.0 - 1.2	0.7	0.9 - 1.1
Achats publics de biens	0.7	0.8 - 1.1	0.4	0.5 - 0.8	0.3	0.4 - 0.7
Transferts aux ménages	0.5	0.8 - 0.9	0.3	0.5 - 0.7	0.2	0.4 - 0.6
Mesures côté recettes						
Réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques	0.3 - 0.5	0.5 - 0.9	0.2 - 0.3	0.3 - 0.7	0.1 - 0.2	0.2 - 0.6
Réduction d'impôts indirects et autres mesures	0.2 - 0.3	0.3 - 0.5	0.1 - 0.2	0.2 - 0.4	0.1	0.1 - 0.3

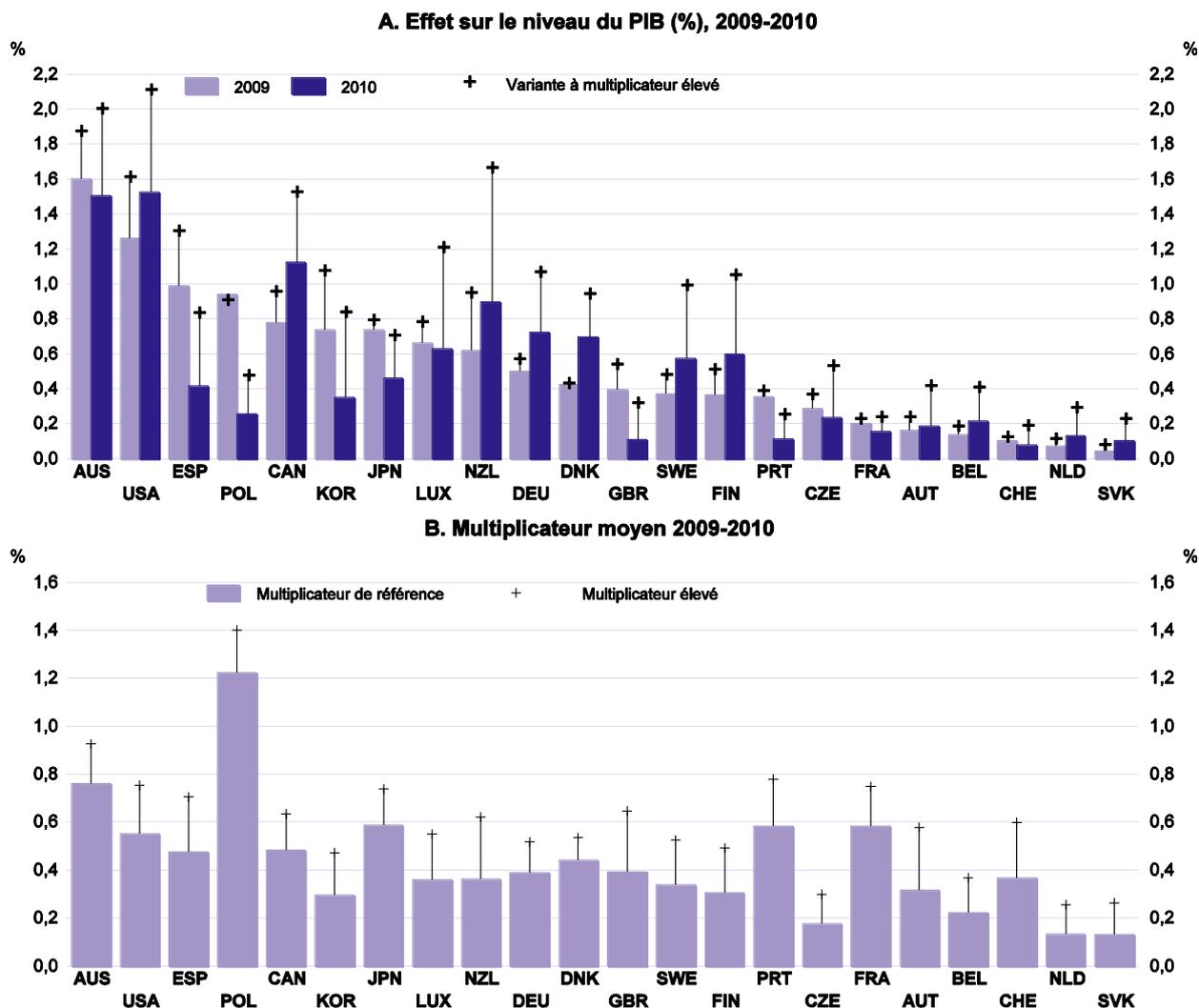
Source : OCDE.

Justification possible de nouvelles mesures budgétaires discrétionnaires dans la crise actuelle

Des marges supplémentaires pour une action monétaire subsistent dans certains pays

Tandis que de nombreux pays de l'OCDE affrontent leur récession la plus grave de l'après-guerre, les avantages d'une action budgétaire discrétionnaire supplémentaire varient d'un pays à l'autre selon la profondeur de la crise mais aussi en fonction des marges de manœuvre disponibles pour un nouvel assouplissement monétaire. Alors que certaines banques centrales ont abaissé leur taux directeur jusqu'au point où le plancher zéro est soit très proche, soit déjà en vigueur, d'autres ont encore une certaine latitude pour des réductions supplémentaires, ce qui implique que le besoin d'une action budgétaire discrétionnaire est réduit. Étant donné que l'efficacité de la politique monétaire est aléatoire dans la situation actuelle, et que la stimulation souhaitable de la demande est sans doute supérieure à l'impulsion que la politique monétaire est en mesure de produire, une relance budgétaire peut s'avérer opportune même s'il est possible d'assouplir encore la politique monétaire.

Graphique 3.4. Les effets des programmes budgétaires



Note: Les barres désignent les valeurs fondées sur les multiplicateurs de référence. Les croix désignent les estimations fondées sur un multiplicateur élevé. Voir l'encadré 3.1 pour une description des hypothèses concernant les multiplicateurs. Les pays sont classés d'après l'ampleur de l'effet en 2009.

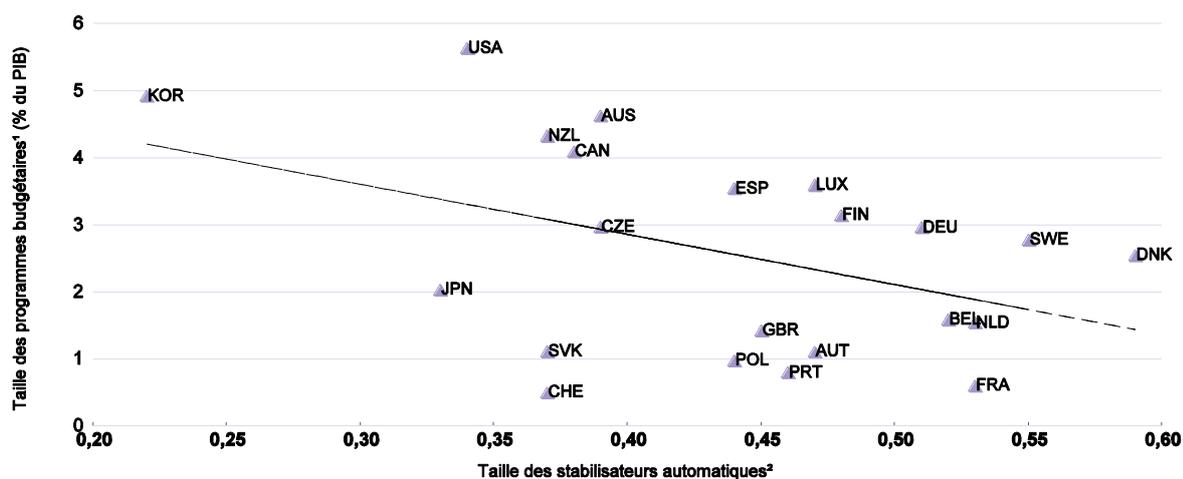
Source: OCDE.

L'ampleur des programmes budgétaires est inversement corrélée à celle des stabilisateurs automatiques

La nécessité de pratiquer une relance budgétaire discrétionnaire supplémentaire dépend aussi de la concrétisation de nouveaux chocs négatifs et de la façon dont ils seront atténués par les stabilisateurs automatiques. Ces derniers ont une action plus puissante dans certaines économies que dans d'autres. L'ampleur de la stabilisation automatique dépend de plusieurs facteurs : la taille du secteur public, le caractère plus ou moins cyclique de la base d'imposition, la configuration du système public de sécurité sociale et la progressivité des impôts. La stabilisation automatique tend à être particulièrement faible en Corée, au Japon, aux États-Unis, en Suisse et en Nouvelle-Zélande, et particulièrement puissante dans les pays d'Europe du Nord dotés de systèmes de sécurité sociale très développés. De fait, l'ampleur des mesures budgétaires discrétionnaires programmées ou appliquées au cours de la période 2008-2010 varie en

raison inverse de l'ampleur des stabilisateurs automatiques (graphique 3.5). De plus, l'une des priorités de l'action budgétaire discrétionnaire dans certains pays, dont les États-Unis, est d'éviter un affaiblissement de la stabilisation automatique en comblant les déficits de financement aux niveaux des administrations publique locales, où le fonctionnement des règles d'équilibre budgétaire pourrait sinon entraîner de graves restrictions budgétaires.

Graphique 3.5. La taille des programmes discrétionnaires de relance budgétaire varie à l'inverse de celle des stabilisateurs automatiques



1. Coût ex ante total des programmes discrétionnaires de relance budgétaire sur la période 2008-2010.
2. Coefficient indiquant la variation automatique du solde budgétaire due à une variation de 1 point de pourcentage de l'écart de production.

Source: Girouard et André (2005) et tableau 3.1.

Marges d'action pour une politique budgétaire discrétionnaire : préserver la viabilité budgétaire

Les marges de manœuvre varient beaucoup d'un pays à l'autre

Les possibilités de pratiquer une relance budgétaire supplémentaire varient considérablement suivant les pays, en fonction de leur situation budgétaire initiale, en ce qui concerne à la fois le déficit sous-jacent actuel et la position d'endettement, mais aussi, du moins en principe, le passif éventuel lié à la crise financière et aux pressions de dépenses à long terme futures dues à des facteurs tels que le vieillissement.

La dette publique brute va augmenter considérablement

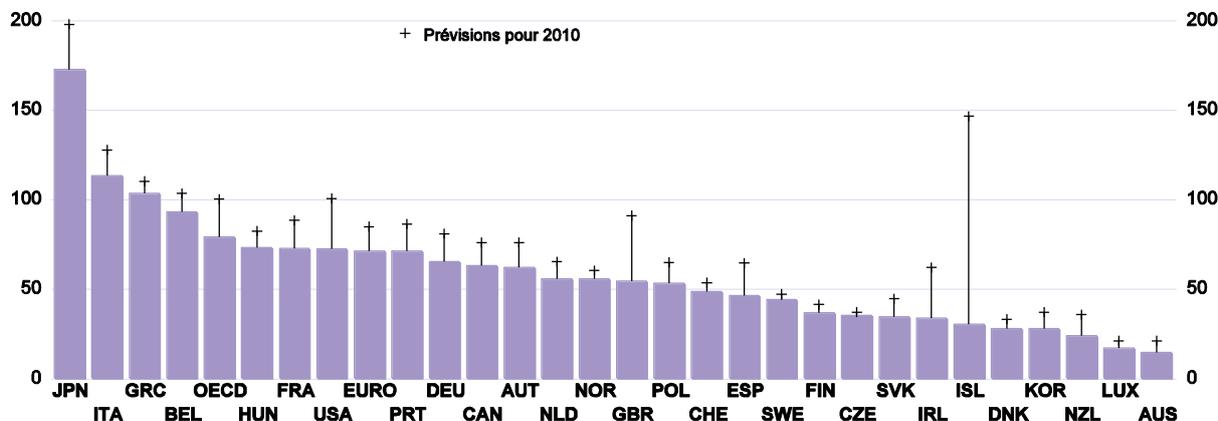
La dette publique brute des pays de l'OCDE devrait augmenter fortement, pour passer de 75 % du PIB en 2007 aux alentours de 100 % du PIB en 2010, du fait de l'ampleur des déficits budgétaires et des dépenses extra-budgétaires dans de nombreux pays (graphique 3.6)³¹. Des hausses

31. La dette brute est souvent jugée plus pertinente que la dette nette pour évaluer l'impact des emprunts publics sur les marchés de capitaux (Fatás, 2005). De surcroît, la véritable valeur économique des actifs financiers bruts est quelquefois difficile à jauger, et la qualité (et la liquidité) de certains actifs peuvent s'avérer douteuses (par exemple, lorsque des prêts à des entreprises publiques et privées comportent de fait un élément de subvention et ne seront sans doute pas intégralement remboursés).

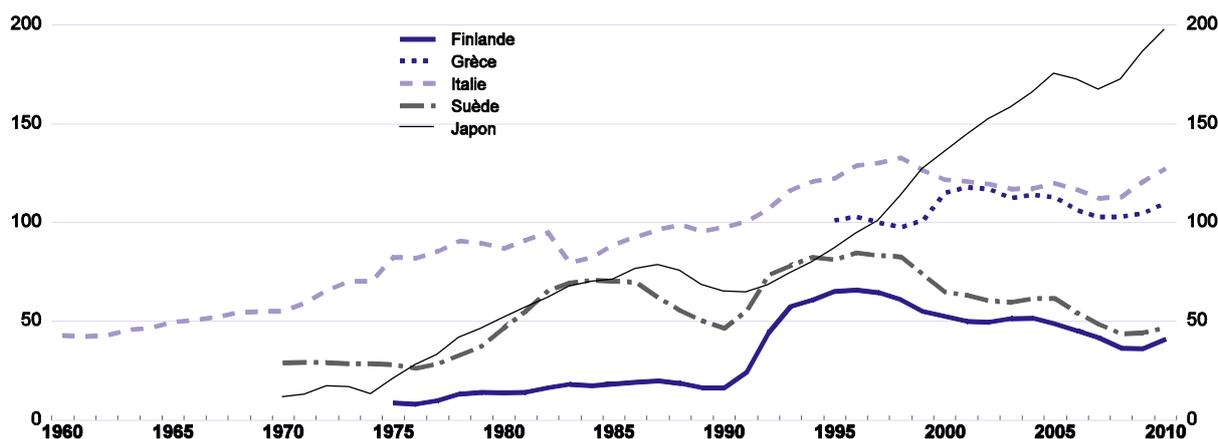
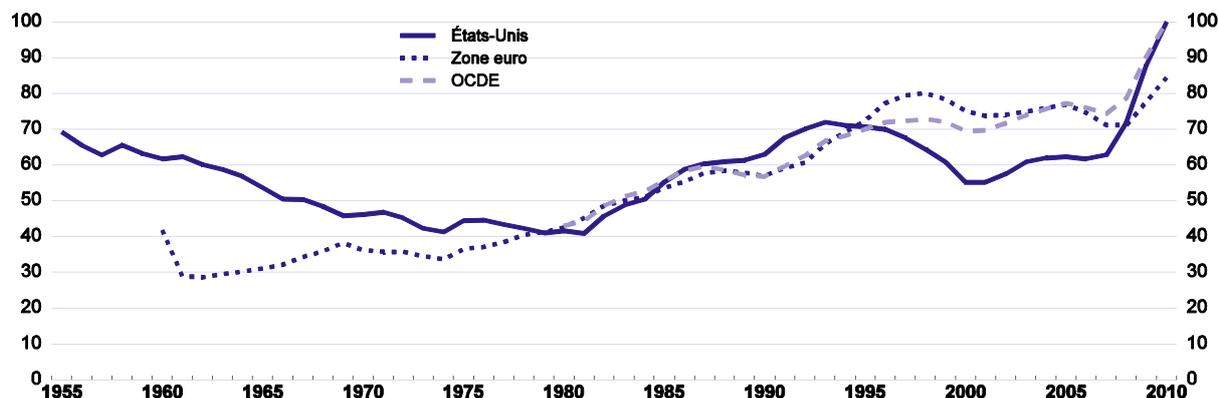
Graphique 3.6. Engagements financiers bruts des administrations publiques

En pourcentage du PIB

A. Niveau en 2008



B. Évolution dans certains pays de l'OCDE



Note: Les données relatives à l'endettement brut ne sont pas toujours comparables entre pays à cause de différences dans les définitions ou le traitement des composantes de la dette. En particulier, ces chiffres englobent la portion capitalisée des engagements de retraite des salariés de l'État pour certains pays de l'OCDE, dont les États-Unis. La position d'endettement de ce pays est donc surestimée par rapport aux pays qui ont d'importants engagements non capitalisés pour ces pensions ; dans l'optique SEC95/SCN93, ces engagements ne sont pas comptabilisés dans les statistiques de la dette mais plutôt comme un élément pour mémoire.

Source: OCDE.

comparables du taux d'endettement se sont généralement produites dans le contexte de crises bancaires, par exemple dans les pays nordiques au début des années 90, au Mexique en 1994 et au Japon durant les années 90. L'augmentation prévue de l'endettement brut de la zone OCDE reflète à la fois la perte de recettes exceptionnelles antérieures, due surtout à l'effondrement des prix des actifs financiers et des logements, le jeu des stabilisateurs automatiques et l'effet des mesures budgétaires discrétionnaires, notamment des programmes de relance décrits plus haut. Il faut y ajouter les dettes contractées pour financer les injections de capitaux dans les banques et les autres institutions financières, ainsi que les achats d'actifs financiers. En revanche, la hausse de l'endettement brut ne prend pas en compte les coûts supplémentaires éventuels de la crise financière liés à l'octroi de garanties publiques ou aux pertes sur achats d'actifs ; or, l'expérience des précédentes crises bancaires montre que ces coûts peuvent être considérables³². De nouvelles tensions sur les positions budgétaires peuvent apparaître si la production potentielle est affectée par la crise économique, par exemple en raison d'une hausse du chômage structurel. De surcroît, selon certaines indications tirées des épisodes antérieurs, plus une crise bancaire se prolonge, plus grand est le risque d'un effet préjudiciable sur la croissance de la productivité tendancielle (Haugh *et al.*, 2009).

L'ampleur de la relance doit dépendre aussi des pressions à long terme sur les dépenses

L'ampleur des hausses d'impôts ou des réductions de dépenses courantes requises pour stabiliser ou même inverser l'endettement public doivent être évaluées dans le contexte d'augmentation des dépenses de retraite et de santé, à moins que ces secteurs ne fassent l'objet d'une profonde réforme. Des projections récentes pour les dépenses publiques au titre des pensions de vieillesse indiquent un accroissement de près de 4½ points de PIB dans un échantillon de 26 pays de l'OCDE au cours de la période 2005-2050 (Cournède, 2008), avec des variations considérables d'un pays à l'autre (tableau 3.3). Les effets démographiques devraient aussi alourdir les dépenses publiques en soins de santé et de longue durée de 2 points de PIB en moyenne dans les pays de l'OCDE sur la période 2005-2050 (tableau 3.3). Compte tenu des autres déterminants-clés des dépenses, et à moins que les mesures de maîtrise des coûts ne deviennent plus efficaces que dans le passé, les dépenses publiques des pays de l'OCDE au titre de la santé et des soins de longue durée pourraient doubler, pour passer de 6½ pour cent à près de 13 % du PIB en moyenne entre 2005 et 2050, avec là encore des différences notables entre pays (Oliveira Martins et de la Maisonneuve, 2006).

32. Selon Claessens et Klingebiel (2000), ces coûts ont atteint plus de 10 % du PIB en Finlande au début des années 90 et environ 20 % du PIB au Japon entre 1992 et 2000. Voir également l'encadré 1.5 dans OCDE (2008).

Tableau 3.3. **Les dépenses publiques au titre des soins de santé et des pensions vont augmenter considérablement***Accroissement 2005-2050, en points de PIB*

	Soins de santé	Soins de longue durée	Pensions	Total
États-Unis	3.4	1.7	1.8	7.0
Japon	4.3	2.2	0.6	7.1
Zone euro	3.7	2.2	3.0	8.9
Allemagne	3.6	1.9	2.0	7.5
France	3.5	1.7	2.1	7.3
Italie	3.8	2.9	0.4	7.0
Royaume-Uni	3.6	1.9	1.7	7.2
Canada	4.1	2.1	1.7	7.9
Belgique	3.3	1.9	5.1	10.3
Pays-Bas	3.8	2.0	3.8	9.6
Suède	3.2	1.1	0.8	5.1
Suisse	3.5	1.4	3.6	8.5
Australie	4.2	2.0	1.7	7.9
Danemark	3.5	1.5	3.2	8.2
Finlande	3.6	2.4	3.3	9.3
Grèce	3.9	2.7	10.3	16.8
Irlande	4.0	3.8	6.5	14.4
Corée	4.9	3.8	7.8	16.4
Luxembourg	3.7	3.1	7.4	14.3
Nouvelle-Zélande	4.2	2.0	5.9	12.0
Norvège	3.4	1.7	8.7	13.9
Portugal	4.2	2.0	9.3	15.5
Espagne	4.1	2.4	7.0	13.5

Note: Les projections de l'OCDE concernant la hausse des coûts des soins de santé et de longue durée ont été établies sur la base de politiques et de tendances structurelles inchangées. Les hypothèses correspondantes sont décrites de façon détaillée dans le document OCDE (2006) sous la rubrique « cost-pressure scenario ». Les projections des dépenses publiques sont reprises de l'étude UE CPE (2006) pour les pays de l'UE, de Visco (2005) pour le Canada, le Japon, la Suisse et les États-Unis et de Dang et al. (2001) pour l'Australie, la Corée et la Nouvelle-Zélande.

Source: OCDE (2006), « Projecting OECD Health and Long-term Care Expenditures: What Are the Main Drivers? », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, No. 477, Paris ; Visco (2005), « Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies », Financial Market Trends, Supplément Novembre 2005, Paris ; UE CPE (2006), Impact of Ageing Populations on Public Spending, Commission européenne, Bruxelles ; Dang et al. (2001), « Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, N°. 305, Paris.

Les indicateurs d'« écart budgétaire » impliquent une marge de manœuvre budgétaire limitée pour un grand nombre de pays

On peut obtenir un indicateur synthétique simple de l'intensité de ces pressions futures sur les dépenses en estimant l'augmentation du solde primaire courant, parfois appelé « écart budgétaire », qui serait nécessaire pour maintenir en 2050 le ratio d'endettement des administrations publiques

à son niveau de 2008, déjà très élevé dans certains pays (tableau 3.4)³³. Ces calculs sous-estiment l'intensité des pressions budgétaires dans les pays comme le Japon et l'Italie qui ont au départ un niveau très élevé d'endettement en 2008 et ils surestiment en conséquence les pressions que subiront les pays qui avaient un faible niveau d'endettement en 2008, par exemple l'Australie et la Corée. Compte tenu de ces réserves, les résultats montrent que presque tous les pays de l'OCDE se trouvent confrontés à un écart budgétaire substantiel et doivent donc augmenter à moyen terme leur excédent budgétaire sous-jacent. L'excédent primaire nécessaire est particulièrement élevé pour les pays dont les perspectives d'augmentation des dépenses sur le long terme sont moins favorables (notamment la Grèce, la Corée, le Portugal et l'Irlande) et/ou dont la situation budgétaire initiale est plus faible (notamment les États-Unis³⁴, le Japon, le Royaume-Uni, la Grèce, l'Irlande et l'Islande). La crise a un effet supplémentaire : la nécessité d'annuler à moyen terme les programmes budgétaires et de compenser la perte d'un dynamisme exceptionnel des recettes. La dégradation attendue de l'écart budgétaire entre 2008 et 2010 est la plus forte pour les pays qui prévoient d'introduire les plans de relance les plus massifs et/ou qui subiront les plus lourdes pertes de « recettes exceptionnelles » ou des coûts élevés pour l'aide au système financier. Pour l'ensemble de la zone de l'OCDE, l'écart budgétaire devrait s'aggraver en passant de 5 % du PIB en 2008 à près de 8 % en 2010. Si l'on prend en compte le niveau initial de la dette publique et les indicateurs d'écart budgétaire, on constate que les pays qui pourraient avoir le plus de marge de manœuvre pour de nouvelles mesures budgétaires sont l'Allemagne, le Canada, l'Australie, les Pays-Bas, la Suisse, la Corée et certains pays nordiques.

Le niveau élevé d'endettement incitera probablement à des comportements de type ricardien

Plus les possibilités de mesures budgétaires discrétionnaires sont limitées, moins cette action a de chances d'être efficace. L'une des conclusions relativement solides des études à ce sujet est que l'équivalence ricardienne, se traduisant par une augmentation compensatrice de l'épargne du secteur privé, est plus probable lorsque les pays sont fortement endettés (Berben et Brosens, 2007) : si le ratio d'endettement est élevé, la situation

33 Ces calculs sont sensibles aux hypothèses de base concernant la croissance et les taux d'intérêt ainsi qu'au choix quelque peu arbitraire d'une cible d'endettement. Pour les calculs présentés au tableau 3.4, les hypothèses retenues sont plutôt optimistes. Les principales hypothèses sont les suivantes : *i*) à partir de 2010, le taux de croissance potentielle et les taux d'intérêt réels à long terme sont censés être inchangés par rapport aux prévisions de l'OCDE pour 2010. Par conséquent, on exclut la possibilité de plus faibles taux de croissance potentielle à long terme (à cause de la crise financière ou du vieillissement) ainsi que de taux d'intérêt en hausse pour les obligations publiques ; *ii*) les taux de croissance du PIB en termes réels entre 2011 et 2013 ont été calculés sous l'hypothèse que les écarts de production observés en 2010 seront entièrement résorbés en 2013 et que, par la suite, la croissance sera égale à son taux potentiel ; *iii*) pour le calcul des effets sur la dette brute, l'actif brut est censé rester constant en proportion du PIB à partir de 2011 ; *iv*) on n'a pris en compte aucun effet direct sur la dette publique brute résultant de l'impact direct des coûts supplémentaires liés aux mesures prises pour faire face à la crise financière.

34. Pour les États-Unis, l'estimation de l'écart budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette brute à son niveau de 2008 est similaire à celle de 7 à 9 % du PIB calculée par Auerbach et Gale (2009), une fois exclu l'effet des mesures de relance.

Tableau 3.4. Indicateurs de l'augmentation du solde primaire sous-jacent nécessaire pour stabiliser la dette

	Ratio d'endettement brut		Solde primaire sous-jacent					Écart budgétaire par rapport à	
	Résultats	Prévisions	Résultats	Prévisions	Excédent primaire nécessaire pour maintenir en 2050 le ratio d'endettement brut à son niveau de 2008		2008	2010	
	2008	2010	2008	2010	2008	2010	2008	2010	
			A	B	B-A	C	D	C-A	D-B
États-Unis	71.9	100.0	-3.5	-6.7	-3.2	3.4	4.1	6.9	10.8
Japon	172.1	197.3	-2.9	-3.4	-0.5	4.6	5.0	7.5	8.5
Zone euro	71.0	84.4	1.2	-0.1	-1.3	4.2	4.5	3.0	4.6
Allemagne	64.8	80.4	1.9	-0.9	-2.8	3.5	3.9	1.6	4.8
France	72.2	88.0	-0.9	-2.1	-1.2	3.6	4.1	4.5	6.1
Italie	113.1	127.2	3.2	4.0	0.8	4.9	5.1	1.8	1.1
Royaume-Uni	54.1	90.5	-2.3	-5.2	-2.9	3.4	4.2	5.7	9.4
Canada	62.7	75.4	0.6	-2.6	-3.3	3.7	3.9	3.0	6.6
Australie	14.2	20.7	2.3	-0.7	-3.0	4.2	4.1	1.8	4.9
Autriche	61.7	75.4	1.2	-1.2	-2.3	2.4	2.7	1.2	3.8
Belgique	92.7	103.0	2.6	2.4	-0.2	5.0	5.0	2.4	2.6
République tchèque	34.8	36.5	-0.6	1.9	2.5	5.2	4.9	5.8	3.0
Danemark	27.4	32.7	3.2	1.9	-1.3	3.4	3.6	0.2	1.7
Finlande	36.3	41.0	3.4	0.8	-2.6	6.1	5.8	2.7	5.0
Grèce	103.0	109.8	-0.9	1.3	2.2	7.9	7.6	8.8	6.3
Hongrie	72.7	81.7	1.3	7.9	6.7	6.8	6.8	5.5	-1.2
Irlande	33.5	61.7	-5.4	-6.1	-0.7	7.3	7.2	12.8	13.4
Corée	27.4	36.6	2.8	1.8	-1.1	9.5	9.6	6.7	7.8
Luxembourg	16.5	20.7	1.8	1.4	-0.4	8.8	8.3	7.0	6.9
Pays-Bas	55.3	64.6	1.9	-0.7	-2.5	4.6	4.7	2.7	5.3
Nouvelle-Zélande	23.6	35.1	2.3	-1.7	-4.0	4.9	5.0	2.6	6.8
Pologne	52.7	64.5	-1.9	-3.0	-1.2	-0.2	0.4	1.6	3.4
Portugal	70.7	85.9	1.5	1.4	-0.1	7.0	7.3	5.6	5.9
République slovaque	34.0	44.2	-3.7	-4.2	-0.5	4.2	4.3	7.9	8.6
Espagne	45.9	64.1	-0.8	-1.0	-0.3	6.0	6.2	6.8	7.2
Suède	43.6	46.6	4.0	2.7	-1.3	2.2	2.2	-1.9	-0.6
Suisse	48.0	52.8	1.5	0.6	-0.9	4.2	4.1	2.7	3.5
Moyenne	57.9	70.6	0.5	-0.4	-0.9	4.9	5.0	4.4	5.5
Moyenne pondérée	79.7	101.3	-1.3	-3.3	-2.0	4.1	4.5	5.4	7.8

Notes : On a estimé l'excédent primaire nécessaire à partir des prévisions intermédiaires de l'OCDE jusqu'en 2010. Par la suite, le taux de croissance potentielle et les taux d'intérêt réels à long terme sont censés être inchangés. On a calculé les taux de croissance du PIB en termes réels entre 2011 et 2013 en faisant l'hypothèse que l'écart de production subsistant en 2010 serait entièrement résorbé en 2013. La croissance ultérieure est censée être égale à son taux potentiel. Les prévisions concernant les dépenses pour la santé, la dépendance et les retraites jusqu'en 2050 proviennent de Courmède (2008). L'actif brut est supposé constant, en pourcentage du PIB, à partir de 2011. L'écart budgétaire de 2010 prend en compte l'impact des trains de mesures budgétaires.

1. Les chiffres de dette brute qui apparaissent dans ce tableau correspondent à la méthodologie du système des Comptes nationaux. Ils diffèrent de ceux de la dette brute suivant le critère de Maastricht.

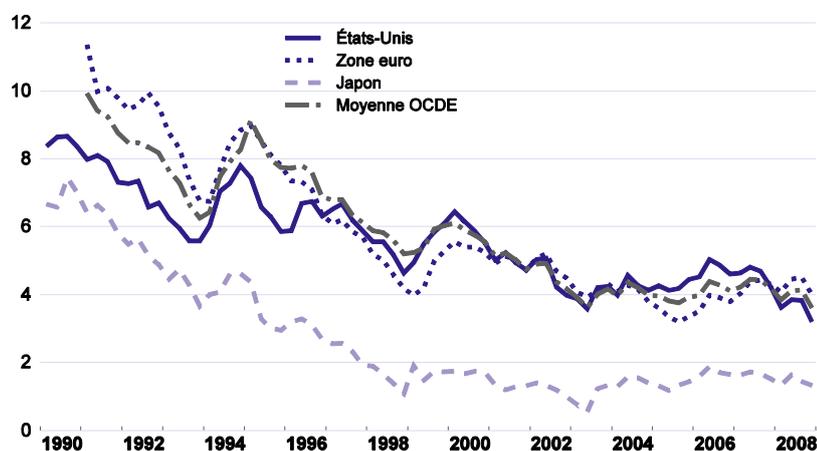
Source: OCDE.

budgétaire devient de moins en moins tenable et les agents économiques jugent plus probable une hausse future de l'impôt et ont tendance à compenser les injections budgétaires par une plus forte épargne. Sinon, si l'effet compensateur de l'épargne privée n'est pas total, plus le niveau de la dette publique est élevé, plus il est probable que les taux d'intérêt à long terme augmenteront, ce qui aura un effet de neutralisation sur la demande globale et entraînera pour les pays fortement endettés un alourdissement sensible du service de la dette.

Les taux d'intérêt devraient augmenter à moyen terme

Les problèmes liés aux pressions supplémentaires que les déséquilibres budgétaires exerceront sur les taux d'intérêt à long terme doivent être pris en compte en ayant à l'esprit qu'ils pourraient s'ajouter à une hausse plus générale de ces taux dans le moyen terme. Durant la majeure partie de la décennie écoulée, le niveau des taux d'intérêt a été très faible dans les grands pays de l'OCDE (graphique 3.7). Cela peut tenir en partie aux évolutions mondiales, notamment le recul de l'inflation (Bernanke, 2005), mais aussi au fait que les taux directeurs ont été fixés à un niveau très bas durant la majeure partie de cette période et, rétrospectivement, peut-être à un niveau trop bas dans certains cas (Ahrend *et al.*, 2006), le risque ayant été sous-évalué. Les taux d'intérêt des obligations d'État ont été également tirés à la baisse dans les grands pays de l'OCDE au cours de la crise actuelle par un redéploiement des capitaux en faveur d'actifs financiers plus sûrs. La normalisation des conditions financières et des taux directeurs qui se produira en définitive devrait donc se traduire par une hausse générale des taux d'intérêt à long terme.

Graphique 3.7. Taux d'intérêt nominaux des obligations d'État à dix ans



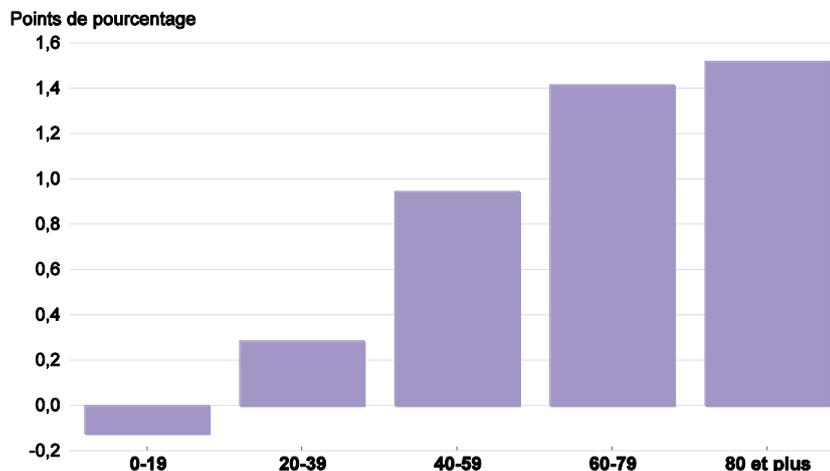
Source: OCDE.

Le gonflement de la dette publique fait monter les taux d'intérêt

L'effet des déséquilibres budgétaires sur les taux d'intérêt est à la fois mitigé et sujet à controverse. Toutefois, l'écart entre des indicateurs de taux à long terme et de taux à court terme dans l'ensemble des pays de l'OCDE depuis le milieu des années 90 est positivement corrélé au niveau d'endettement des administrations publiques (graphique 3.8). De plus, les

Graphique 3.8. Une dette publique plus forte a tendance à faire monter les taux d'intérêt à long terme

Écart entre les taux d'intérêt à long terme et les taux d'intérêt à court terme, par rapport à la dette publique brute en % du PIB



Note: Les colonnes représentent la moyenne pour l'ensemble des pays de l'OCDE pour lesquels des données sont disponibles sur la période 1994-2007. Les taux d'intérêt à court terme sont généralement les taux des bons du Trésor à 3 mois et les taux d'intérêt à long terme sont les taux des obligations publiques à 10 ans.

Source: OCDE.

économistes concluent de plus en plus que ce sont les déficits budgétaires attendus, et non les déficits courants, qui ont un effet sur les taux d'intérêt à long terme des obligations d'État (tableau 3.5)³⁵. Par exemple, Laubach (2003) constate qu'une hausse de 1 point de PIB du déficit budgétaire attendu aux États-Unis fait monter les taux d'intérêt des obligations publiques à dix ans d'environ 25 points de base. Un autre élément va dans le sens d'un lien entre les déséquilibres budgétaires et les taux d'intérêt : l'augmentation récente des écarts de taux sur obligations d'État dans la zone euro, qu'on peut expliquer en faisant intervenir conjointement les indicateurs d'endettement des administrations publiques, les déficits budgétaires attendus et les antécédents budgétaires (encadré 3.2). Il apparaît également que les effets sur les taux d'intérêt ne sont pas linéaires et ont tendance à être plus marqués lorsque la dette est plus élevée³⁶. Dans ces

35. L'examen des liens entre les déséquilibres budgétaires et les taux d'intérêt soulève un certain nombre de difficultés économétriques intrinsèques. Toute relation peut être en particulier obscurcie par le cycle, car l'effet d'une récession aura tendance à accroître les déficits budgétaires et à faire baisser les taux d'intérêt en raison de la réaction de la politique monétaire. On peut toutefois remédier à certains des problèmes que posent les variables non observées, notamment les anticipations inflationnistes à long terme ou le risque de taux de change, en examinant les différentiels de taux d'intérêt dans une région à monnaie commune.
36. Ces effets non linéaires sont également constatés par Bayoumi *et al.* (1995) entre les États des États-Unis et par Conway et Orr (2002) ainsi que O'Donovan *et al.* (1996) pour les grands pays de l'OCDE.

Tableau 3.5. Impact estimé des variables budgétaires sur les taux d'intérêt

Référence	Pays	Variables budgétaires ¹	Effets estimés sur les taux d'intérêt à long terme
Études centrées sur les variables budgétaires de flux			
Thomas et Wu (2008)	États-Unis	Hausse de 1 pt de % du déficit budgétaire prévu sur 5 ans	30-60 pdb
Bernoth <i>et al.</i> (2006)	14 pays de l'UE	Ratio de service de la dette supérieur de 5 % à celui de l'Allemagne	32 pdb (écart par rapport à l'Allemagne, période post-UEM, certains effets non linéaires)
Dai et Philippon (2005)	États-Unis	Hausse de 1 pt de % du déficit budgétaire pendant 3 ans	20-60 pdb
Ardagna <i>et al.</i> (2004)	16 pays de l'OCDE	Dégradation de 1 pt de % du solde primaire	10 pdb
Laubach (2003)	États-Unis	Hausse de 1 pt de % du déficit budgétaire prévu	25 pdb
Revue de la littérature, Gale et Orzag (2003)	États-Unis	Hausse de 1 pt de % du déficit budgétaire prévu	40-50 pdb
Revue de la littérature, Gale et Orzag (2002)	États-Unis	Hausse de 1 pt de % du déficit budgétaire prévu	50-100 pdb (modèles macroéconomiques) 50 pdb (autres)
Canzoreni, Cumby et Diba (2002)	États-Unis	Dégradation de 1 % du déficit budgétaire prévu, à l'horizon de 5 à 10 ans	41-60 pdb (écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois)
Linde (2001)	Suède	Dégradation de 1 % du solde budgétaire	25 pdb après 2 ans (écart de taux d'intérêt à long terme entre la Suède et l'étranger)
Reinhart et Sack (2000)	19 pays de l'OCDE	Dégradation de 1 % du solde budgétaire pour l'année en cours et les années suivantes	9 pdb (rendement)
	G7		12 pdb (rendement)
Orr, Edey et Kennedy (1995)	17 pays de l'OCDE	Dégradation de 1 pt de % du solde budgétaire	15 pdb
Études centrées sur les variables budgétaires de stock			
Chinn et Frankel	Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et Espagne	Hausse de 1 % de la dette nette courante	5-8 pdb
	États-Unis	Hausse de 1 % du ratio de la dette publique nette, à horizon de 2 ans	10-16 pdb
	États-Unis	Hausse de 1 % de la dette nette courante ou prévue	Quelques effets (1998-2002) Effets obscurcis (-2004)
Ardagna <i>et al.</i> (2004)	16 pays de l'OCDE	Dette publique	Non linéaires
Engen et Hubbard (2004)	États-Unis	Hausse de 1 pt de % du ratio d'endettement	3 pdb (avec intervalles)
Laubach (2003)	États-Unis	Hausse de 1 pt de % du ratio d'endettement prévu	4 pdb
Chinn et Frankel (2003)	Allemagne, France, Italie, Japon, Espagne, Royaume-Uni et États-Unis	Hausse de 1 % du ratio de la dette publique nette, à horizon de 2 ans	3-32 pdb (par pays) 7-12 pdb (taux d'intérêt européens)
Codogno <i>et al.</i> (2003)	9 pays de l'UEM	Ratio dette/PIB	Effets faibles et significatifs sur les écarts pour l'Autriche, l'Espagne et l'Italie
Conway et Orr (2002)	7 pays de l'OCDE	Hausse de 1 pt de % de la dette publique nette	Moins de 1 pdb (taux obligataires à 10 ans en termes réels, à partir d'une dette nette nulle) 1.5 pdb (taux obligataires à 10 ans en termes réels, à partir d'une dette nette de 100 %)
O'Donovan, Orr et Rae (1996)	7 pays de l'OCDE	Hausse de 1 pt de % de la dette publique nette	Moins de 1 pdb (taux obligataires à 10 ans en termes réels, à partir d'une dette nette de 100 %) 2 pdb (taux obligataires à 10 ans en termes réels à partir d'une dette nette de 100 %)
Ford et Laxton (1995)	9 pays dans le monde	Hausse de 1 pt de % de la dette publique nette au niveau mondial	14-49 pdb (taux obligataires à 1 an en termes réels) 15-27 pdb (taux obligataires à 1 an en termes réels)

Note : pdb = points de base, pt = point.

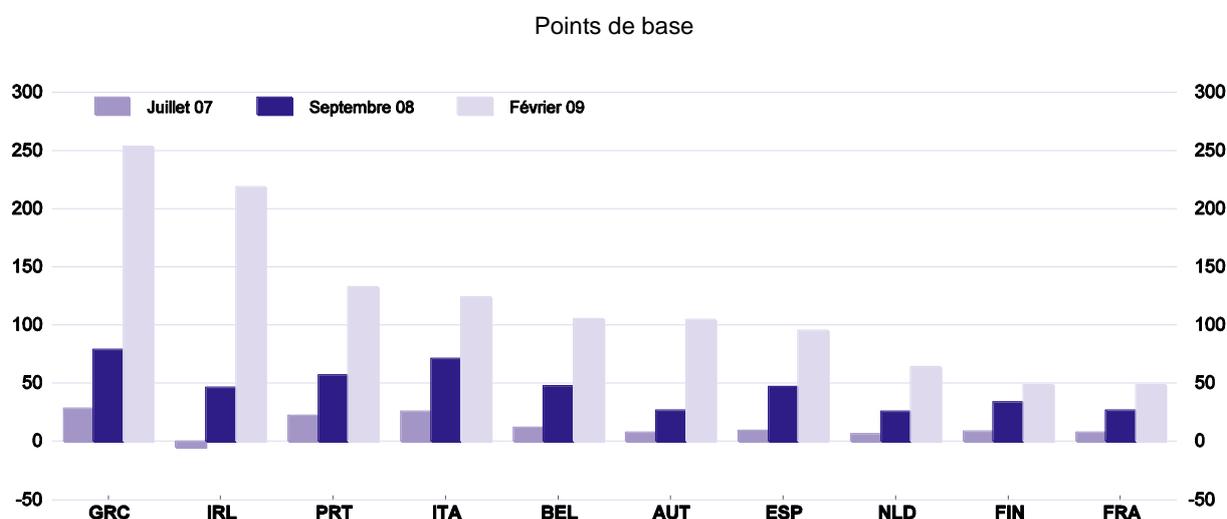
1. Tous les changements sont exprimés en relation au PIB à moins d'indication contraire.

Source : OCDE.

Encadré 3.2. Quels sont les facteurs qui déterminent les écarts de taux des obligations souveraines dans la zone euro ?

Depuis qu'a éclaté la crise financière, les écarts de taux à dix ans se sont sensiblement creusés entre les obligations d'État allemandes et les obligations d'État des autres pays de la zone euro. Pour tenter d'expliquer ce phénomène, on a estimé un modèle simple reposant sur des données de panel pour examiner toute une série de facteurs potentiels. Les variables explicatives qu'on peut utiliser sont les différents indicateurs de la dette publique (la dette brute et la dette nette par rapport au PIB ainsi que le ratio de service de la dette, mesuré par les paiements d'intérêts au titre de la dette publique rapportés aux recettes publiques courantes), les déficits budgétaires attendus sur une période de cinq ans (à partir des prévisions successives des *Perspectives économiques*) et un indicateur bivarié d'« antécédents budgétaires », égal à 1 si le pays a des antécédents de déficit budgétaire important sur une période prolongée, et à 0 dans les autres cas. Le degré général d'aversion au risque est également pris en compte par un indicateur de l'écart sur les obligations d'entreprises dans la zone euro.

Écart sur les obligations d'État dans la zone euro, par rapport à l'Allemagne



Note: Moyennes mensuelles.

Source: OCDE, base de données des Principaux indicateurs économiques ; et Datastream.

Les deux équations retenues à l'issue de cette analyse (voir le tableau ci-après) sont à même d'expliquer le profil général de mouvements relatifs à la hausse qui caractérise les écarts depuis le début de la crise. On trouvera un ensemble plus complet de résultats dans Haugh et Turner (2009). L'indicateur choisi pour l'endettement est le ratio de service de la dette, qui, comme le font valoir Bernoth *et al.* (2004), est plus proche conceptuellement des indicateurs de qualité de l'emprunteur utilisés dans la finance d'entreprise et tient compte du fait que les pays n'ont pas la même capacité de lever l'impôt à partir d'un volume donné de PIB, de sorte qu'on met ainsi l'accent sur la contrainte qu'un endettement élevé exerce sur les flux budgétaires annuels. L'influence du ratio de service de la dette est non linéaire (comme le montre le caractère significatif du terme représentatif du service de la dette au carré), autre conclusion à laquelle sont également parvenus Bernoth *et al.* (2004). Cette influence est amplifiée à la fois par de mauvais antécédents budgétaires et par le degré général d'aversion au risque. Dans ces conditions, pour un pays ayant un ratio initial de service de la dette et un déficit attendu du niveau observé en moyenne dans la zone euro, et compte tenu du degré d'aversion au risque de décembre 2008, des hausses successives d'un écart type (3 points de pourcentage) accroissent l'écart selon le modèle de 14, 34, 59 et 90 points de base, alors que dans le cas d'un pays à mauvais antécédents budgétaires, l'augmentation serait de 18, 43, 76 et 115 points de base. L'attente de déficits futurs en hausse joue également un grand rôle dans l'évolution récente des écarts, en particulier pour l'Irlande, où cet écart s'est nettement creusé, alors que les niveaux actuels d'endettement et de service de la dette restent relativement modérés. L'aversion générale au risque accentue également l'effet de mauvais antécédents budgétaires et l'effet d'anticipation de déficits plus élevés.

Encadré 3.2. **Quels sont les facteurs qui déterminent les écarts sur obligations souveraines dans la zone euro ? (suite)****Équations de panel d'écarts de taux d'intérêt dans la zone euro**

	Équation 1		Équation 2	
	Coefficient	t	Coefficient	t
Constante	-1.39	-0.61	1.55	0.76
Risque ¹	2.12	4.60	1.55	3.57
Risque*antécédents ²	1.08	1.81		
Risque*solde budgétaire attendu ³	-0.30	-3.09	-0.35	-3.45
Risque*service de la dette au carré ⁴	0.02	2.38	0.03	3.79
Antécédents*service de la dette au carré	0.09	2.39		
Antécédents*risque*solde budgétaire attendu			-0.38	-1.76
R ² ajusté	0.87		0.85	

Note : Période d'estimation : 2005 T4-2008 T4. Fréquence : 6 mois. Pays : Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal.

1. Écart de rendement entre les obligations d'entreprise à haut risque et les obligations d'État.
2. 1 si le pays a des antécédents de déficits budgétaires répétés supérieurs à 3 % du PIB ; 0 dans les autres cas.
3. Moyenne des prévisions de l'OCDE pour le solde budgétaire en pourcentage du PIB sur les cinq années suivantes.
4. Paiements bruts d'intérêts au titre de la dette publique, divisés par les recettes publiques courantes.

Source : Calculs de l'OCDE.

conditions, la relance sera budgétairement plus coûteuse pour les pays très endettés, non seulement parce que la hausse des taux d'intérêt jouera pour une dette plus forte, mais aussi parce que l'effet sur les taux d'intérêt sera lui-même plus prononcé.

La conception optimale des mesures de relance budgétaire***La conception des programmes budgétaires est cruciale***

La conception des programmes budgétaires, aussi bien pour leur composition que pour leur calendrier, est très importante pour que leur efficacité soit maximale. L'analyse précédente sous l'angle des multiplicateurs montre que ce sont les dépenses publiques qui influent le plus à court terme sur la demande globale, mais que lorsqu'on procède à des baisses d'impôt, les plus efficaces sont celles en faveur des ménages qui sont le plus susceptibles de subir une contrainte de liquidité. Pour le choix des différentes mesures, un critère complémentaire doit intervenir : il faut opter pour celles qui ont le plus de chances d'accroître à la fois la demande globale à court terme et l'offre globale à long terme. Un rapport récent de l'OCDE, *Objectif croissance* (OCDE, 2009), recense trois grandes réformes budgétaires/structurelles qui pourraient à l'heure actuelle se traduire par un tel « double dividende » : une augmentation des dépenses consacrées aux infrastructures, une augmentation des dépenses pour les mesures actives du

marché du travail, notamment les cours de formation obligatoires, et une réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, particulièrement pour les bas revenus.

Les problèmes de délais sont sans doute moins aigus

L'un des inconvénients que l'on fait souvent valoir à l'encontre des mesures discrétionnaires de politique budgétaire tient aux problèmes de délais, car il faut à la fois mettre en œuvre ces mesures au moment où elles sont le plus nécessaires, puis pouvoir les ajuster ou les supprimer. Par conséquent, les investissements en infrastructures, parce que leurs délais d'exécution et de gestation sont naturellement longs, ne sont guère satisfaisants si l'on adopte ce critère, sauf s'il s'agit de projets immédiatement réalisables ou de travaux de réparation et d'entretien faciles à lancer. Mais l'ampleur de la récession actuelle a sans doute atténué quelque peu ces préoccupations, parce que la prise de décision politique peut être plus rapide en période de crise et aussi parce que le ralentissement de l'activité devrait durer plusieurs années. Malgré tout, l'une des questions essentielles dans le contexte actuel est celle de la durée de la relance, puisque la brutale suppression d'une stimulation positive a un impact négatif sur le taux de croissance de la production.

La durée de toute relance budgétaire est déterminante pour le coût de cette relance

L'une des conséquences à tirer du constat de hausse des taux d'intérêt à long terme lorsque le déficit escompté s'accroît est qu'une injection budgétaire temporaire peut être plus efficace qu'une injection budgétaire plus durable dont on attend une nette dégradation des perspectives budgétaires à long terme. C'est ce qu'illustre un modèle stylisé simple (présenté en détail à l'appendice 3.3), par lequel l'effet du déficit budgétaire attendu est calibré de telle sorte qu'une hausse de 1 % du PIB du déficit budgétaire moyen attendu sur les cinq années à venir augmente de 25 points de base la prime de risque souverain sur les obligations d'État à long terme (comme dans Laubach, 2003). Le modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) décrit à l'appendice 3.4 donne des résultats similaires et montre qu'une relance budgétaire temporaire peut être presque aussi efficace qu'une relance étalée sur une plus longue période, tout en étant bien moins coûteuse sur le plan de l'endettement.

Un modèle simple...

On peut calibrer le modèle en fonction de caractéristiques stylisées des différentes économies de la zone de l'OCDE. Le modèle est calibré en premier lieu pour être représentatif de l'économie des États-Unis³⁷ et pour illustrer un choc négatif de grande ampleur. Sans réaction des pouvoirs publics, ce choc créerait un écart de production de 7 % les deux premières années, éliminé seulement au bout de huit ans³⁸. En l'absence de mesures discrétionnaires de politique budgétaire, la politique monétaire et les effets

37. Le calibrage est conçu de manière que, par rapport à la moyenne de l'OCDE, les dépenses globales soient plus sensibles aux taux d'intérêt, les multiplicateurs soient plus élevés, les stabilisateurs soient plus faibles et les niveaux d'endettement par rapport au PIB soient proches de la moyenne.

38. Un choc de cette ampleur est quasiment conforme à l'impact de la situation financière actuelle, dès lors qu'il se maintient au niveau du premier trimestre de 2009 tout au long de cette même année et ne se normalise que progressivement à la fin de 2010 ; voir Guichard *et al.* (2009).

des stabilisateurs automatiques neutraliseraient près de 30 % du choc négatif sur l'écart de production (première colonne du tableau 3.6 et du graphique 3.9). Toutefois, l'effet de la politique monétaire (et des stabilisateurs automatiques) ne représente qu'à peu près la moitié de celui qui serait observé pour un choc négatif plus faible (et plus habituel), parce qu'on en arrive vite au plancher zéro pour les taux directeurs à court terme³⁹.

Tableau 3.6. **Résumé des résultats des simulations du modèle pour les effets des mesures budgétaires discrétionnaires**

		Profil de l'injection budgétaire discrétionnaire			
		Aucune	Durable	Temporaire	Inversée
Écart de production maximum	-1	-5.8	-4.0	-3.8	-3.8
Écart de production cumulé	-2	20.3	12.1	14.6	13.5
Choc cumulé ex ante sur l'écart de production	-3	30.0	30.0	30.0	30.0
Écart de production cumulé en % du choc	(4)=(2)/(3)	68 %	40 %	49 %	45 %
Augmentation de la dette après 10 ans (points de % du PIB)	-5	8.4	23.0	13.5	4.0
Dette par point de % d'écart de production réduit	(5)/[(3)-(2)]		1.3	0.9	0.2

Source : OCDE.

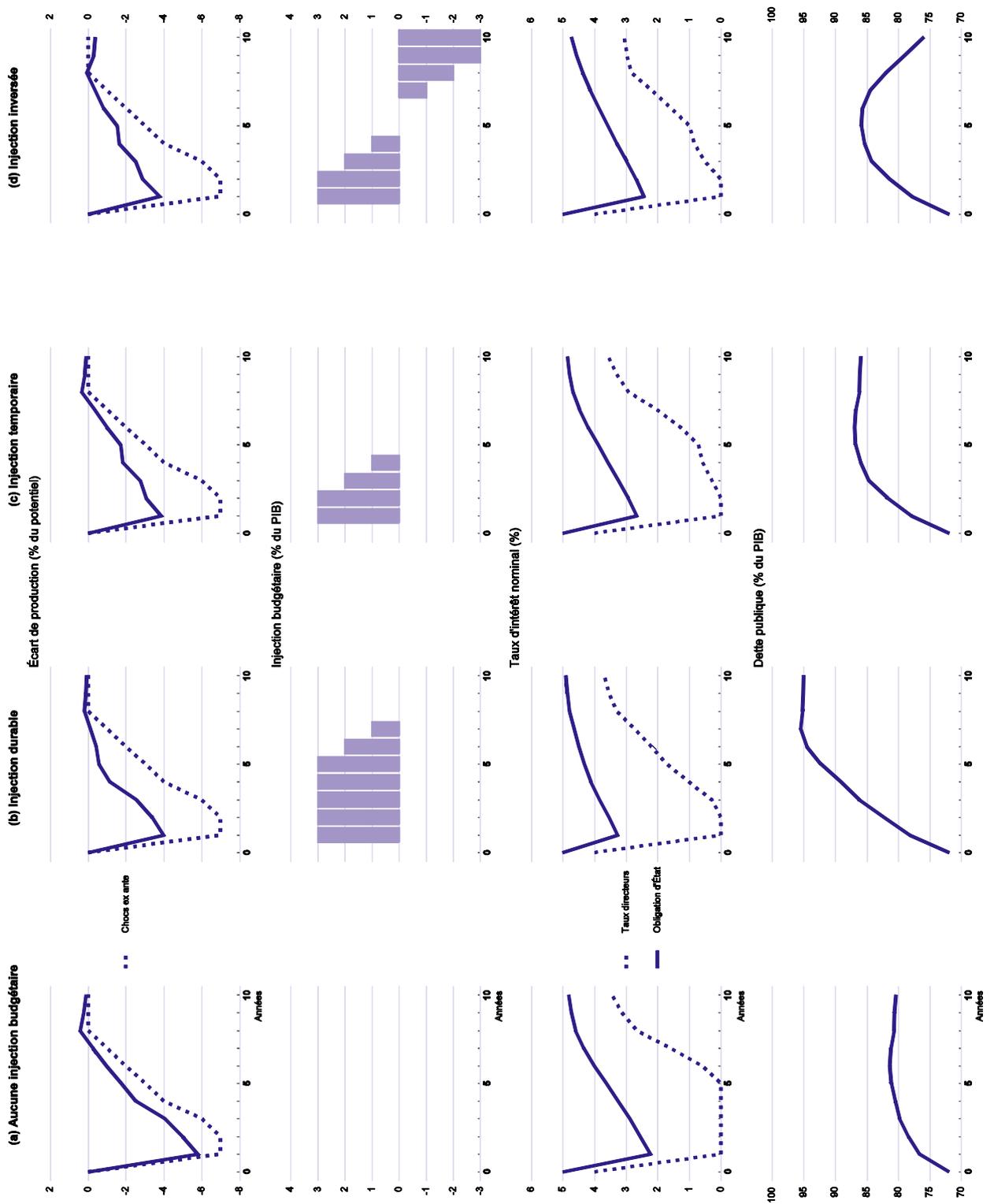
...montre que la politique budgétaire peut aider à limiter la récession...

Dans ces conditions, les mesures discrétionnaires de relance budgétaire peuvent contribuer utilement à neutraliser l'impact du choc, mais le profil temporel de la relance peut avoir des conséquences très différentes du point de vue du coût budgétaire à supporter pour réduire l'écart de production. On a examiné trois profils temporels d'injection budgétaire, qui représentent dans les trois cas 3 % du PIB au cours des deux premières années (voir la deuxième, la troisième et la quatrième colonne du graphique 3.9) : dans le premier cas, l'injection budgétaire est « durable » en ce sens qu'elle est étalée sur l'ensemble de la récession et ne prend fin que lors de la reprise ; dans le deuxième cas, elle est « temporaire »⁴⁰, en étant éliminée dès qu'on a passé le creux de la récession ; dans le troisième cas, elle est « inversée », le processus débutant avant même que l'écart de production soit résorbé.

39. Le modèle ne peut prendre en compte les mesures de politique monétaire au-delà du plancher de taux directeur égal à zéro et surestime donc sans doute la faiblesse de l'économie et la durée de la période de taux zéro.

40. L'injection budgétaire « temporaire » est maintenue dans cet exemple à 3 % du PIB pendant deux ans, mais il faut la considérer dans l'optique de l'ampleur et de l'intensité supposées du choc négatif *ex ante* ; la qualifier de « temporaire » est un moyen de la distinguer des autres réponses de politique budgétaire.

Graphique 3.9. Différentes réactions à un choc négatif de grande ampleur en fonction du volume et du profil de l'injection budgétaire



Source: OCDE.

... mais une relance durable n'est pas plus efficace qu'une relance temporaire...

Pour les trois profils d'injection budgétaire, l'écart de production est nettement réduit par rapport au cas où il n'y a aucune action budgétaire. Toutefois, les différences entre les trois cas du point de vue de leur effet sur l'écart de production sont assez peu marquées : l'injection durable se traduit par un écart de production cumulé légèrement plus faible, alors que pour l'injection budgétaire inversée, le creux de la récession est un peu moins prononcé. L'injection durable n'est pas beaucoup plus efficace parce que, bien que les taux d'intérêt à long terme baissent dans les trois scénarios (on s'attend en effet à ce que les taux directeurs se maintiennent au niveau zéro ou à un niveau très faible), ils baissent nettement moins en cas d'injection durable. Il y a à cela deux raisons : d'une part, on s'attend à des déficits budgétaires plus persistants, ce qui augmente la prime de risque ; d'autre part, la politique monétaire doit amorcer un durcissement plus tôt au cours de la reprise pour neutraliser une partie de la stimulation budgétaire.

...et bien plus coûteuse du point de vue de la dette publique

Mais les différences sont très marquées du point de vue du gonflement de la dette publique qui en résulte, une injection budgétaire durable alourdissant la dette publique bien plus qu'une injection temporaire, alors que l'injection inversée accroît bien moins la dette. Par conséquent, les indicateurs simples du coût budgétaire lié à la réduction de l'écart de production sont clairement en faveur d'une relance budgétaire temporaire ou inversée.

Et d'autres simulations...

Les résultats de ces simulations sont obtenus à partir d'un modèle calibré pour l'économie des États-Unis, mais les variantes résumées à l'appendice 3.3 montrent qu'ils sont robustes, voire renforcés, pour d'autres configurations des paramètres. Par exemple, il ressort des résultats des variantes que :

... soit confirment ces résultats...

- Le modèle peut être calibré de façon à se rapprocher davantage d'une grande économie européenne type, avec (par rapport aux États-Unis) de plus faibles multiplicateurs, des stabilisateurs automatiques plus importants et une moindre sensibilité de l'activité aux taux d'intérêt. Les résultats montrent que la politique budgétaire nationale est généralement moins efficace dans la réduction de l'écart de production, mais cela tient surtout aux effets plus marqués de diffusion lorsqu'on a affaire à une plus petite économie. L'avantage relatif de coût d'une relance temporaire ou inversée sur une relance durable subsiste.

... soit les renforcent si le pays se trouve au départ dans une faible situation budgétaire

- Le modèle peut aussi représenter le cas d'un pays fortement endetté, en reprenant le calibrage précédent sous cette réserve que le niveau initial d'endettement public est fixé au double de la moyenne de l'OCDE et que la réponse de la prime de risque au déficit attendu est elle aussi doublée. Le coût d'une relance durable du point de vue de l'endettement augmente fortement et les gains de production sont nettement réduits par rapport à une relance temporaire ou à une relance inversée. On voit donc que le coût des mesures budgétaires est bien plus élevé pour les pays fortement endettés.

La réponse adéquate de politique budgétaire varie donc d'un pays à l'autre

En résumé, ces exercices de simulation montrent que, pour les pays qui ne se trouvent pas au départ dans une situation budgétaire défavorable, la politique budgétaire peut largement contribuer à amortir le ralentissement de l'activité lorsque la marge de manœuvre de la politique monétaire est limitée. Il apparaît donc que pour les pays qui connaissent au départ une situation budgétaire favorable, des mesures supplémentaires peuvent se justifier, même si les effets des stabilisateurs automatiques sont relativement marqués. Pour les autres pays, une action ne sera justifiée que si les perspectives se révèlent bien plus mauvaises que prévues.

La volonté d'assurer la viabilité à moyen terme reste cruciale

La nécessité de minimiser les réactions négatives sur les marchés de capitaux et d'accroître ainsi l'efficacité des mesures budgétaires discrétionnaires souligne l'importance d'un cadre crédible à moyen terme, s'appuyant sur une ferme volonté politique, pour assurer la viabilité des finances publiques. À cet égard, il est encourageant de constater que plusieurs pays de l'OCDE ayant adopté des mesures discrétionnaires de relance budgétaire ont aussi pris des engagements de viabilité à moyen terme⁴¹. Parmi les grands pays, on peut citer les exemples suivants :

- Aux États-Unis, le Président Obama s'est engagé à réduire le déficit fédéral de moitié d'ici à la fin de son mandat, mais la règle de politique budgétaire n'a pas encore été fixée.
- Au Japon, pour stabiliser et réduire le ratio d'endettement d'ici au milieu des années 2010, le gouvernement s'est expressément engagé à mettre en œuvre une vaste réforme fiscale, dont un relèvement de l'impôt sur la consommation, sur une période de trois ans, dès lors que la reprise économique s'engagera effectivement.
- En Allemagne, parallèlement au deuxième train de mesures de relance, les autorités ont annoncé un plan de remboursement d'une partie de la dette supplémentaire contractée et l'intention est d'introduire une nouvelle règle de politique budgétaire, inscrite dans la constitution, qui fixerait le plafond de déficit structurel à un maximum de 0.35 % du PIB pour l'administration centrale à partir de 2016 et imposerait l'équilibre budgétaire aux *Länder* en 2020.

Coordination et retombées***La relance budgétaire a d'importantes retombées...***

Le synchronisme très marqué de la récession actuelle conduit à s'interroger sur le degré de coordination souhaitable des relances budgétaires entre pays. La relance budgétaire aura des retombées au niveau international, par le biais des échanges et des taux d'intérêt. Les retombées dues aux échanges seront plus sensibles dans les petites économies ouvertes,

41. Par exemple, bien que les trains de mesures budgétaires de six pays de l'OCDE (sur un échantillon de 29) aient découlé de l'assouplissement de la politique budgétaire en cours, 8 pays ont simultanément annoncé des mesures de rétablissement de la viabilité des finances publiques à moyen ou long terme.

où les effets multiplicateurs des mesures intérieures se font moins sentir du fait des déperditions liées aux importations, alors qu'en raison de l'intégration des marchés de capitaux, les effets des taux d'intérêt au niveau mondial devraient être similaires, par dollar de relance, dans les petites et les grandes économies. Les simulations réalisées avec le modèle mondial de l'OCDE (Hervé *et al.*, 2009) permettent d'évaluer l'échelle possible des effets de diffusion dus aux échanges qu'auront les mesures budgétaires discrétionnaires annoncées ou mises en œuvre jusqu'à présent ; les chiffres mentionnés sur les diagonales du tableau 3.7 donnent une estimation des effets « spécifiquement nationaux » des mesures de relance, ceux figurant hors des diagonales indiquant les effets d'entraînement. Ce sont les mesures prises par les États-Unis qui ont le plus d'effets de diffusion, de l'ordre de ¼ pour cent du PIB de l'OCDE en 2010 (voir les deux dernières colonnes du tableau 3.7), ce qui tient surtout au montant élevé de ces mesures en valeur absolue. Mais, en termes relatifs, une plus forte proportion des mesures budgétaires de la zone euro et des « autres OCDE » -- un tiers et la moitié respectivement -- a des effets d'entraînement plutôt que des effets spécifiquement domestiques. L'impact sur le niveau du PIB est plus marqué en 2010 qu'en 2009, notamment parce que, comme le montre le modèle, les multiplicateurs ont tendance à augmenter la deuxième année.

Tableau 3.7. **Effets nationaux et internationaux des plans budgétaires**

Effet sur :	États-Unis	Japon	Zone euro	Autres OCDE	Total OCDE	dont pays lui-même ¹
Choc sur :						
Effet sur le PIB, différence en % par rapport à la situation de référence : 2009						
États-Unis	1.41	0.24	0.12	0.31	0.68	0.56
Japon	0.01	0.39	0.01	0.02	0.09	0.07
Zone euro	0.05	0.06	0.52	0.11	0.18	0.13
Autres OCDE	0.08	0.10	0.14	0.53	0.18	0.09
Total OCDE	1.55	0.78	0.76	0.95	1.11	
Effet sur le PIB, différence en % par rapport à la situation de référence : 2010						
États-Unis	2.36	0.37	0.26	0.54	1.15	0.93
Japon	0.02	0.45	0.01	0.02	0.10	0.07
Zone euro	0.08	0.08	0.53	0.16	0.20	0.13
Autres OCDE	0.13	0.11	0.12	0.65	0.26	0.11
Total OCDE	2.60	1.03	0.99	1.32	1.70	

Note : Le tableau illustre l'effet d'une hausse des dépenses publiques de 1 % du PIB pour chaque pays/région et pour l'ensemble de l'OCDE, à partir du modèle mondial de l'OCDE.

Les taux d'intérêt restent constants à leur valeur de référence dans toutes les simulations

1. L'effet sur le pays en considération correspond au multiplicateur de ce pays pondéré par sa part dans le PIB de l'OCDE..

Source : OCDE.

... qu'il faut cependant nuancer

Il faut toutefois assortir ces résultats d'importantes réserves. Premièrement, les multiplicateurs implicites sont un peu plus élevés que ceux utilisés pour évaluer les mesures au graphique 3.4, notamment parce que le modèle mondial de l'OCDE n'a pas été spécifiquement ajusté pour tenir compte de la situation actuelle, qui a sans doute tendance à accroître la

propension à l'épargne⁴². Deuxièmement, on suppose qu'il n'y aura pas de hausse des taux d'intérêt en 2009-2010 suite aux relances budgétaires, alors que si les taux d'intérêt augmentent effectivement, cela aura également tendance à atténuer les effets multiplicateurs aussi bien au niveau national qu'à l'étranger ; d'où des effets d'entraînement négatifs s'opposant partiellement aux effets directs de la relance. Des mesures supplémentaires de relance accentueraient les effets positifs d'entraînement dus aux échanges, mais rendraient alors plus probable une réaction défavorable des taux d'intérêt.

***Une coordination
pourrait avoir des effets
bénéfiques***

Sous ces réserves, les simulations illustrent toute l'importance des effets de diffusion. La coordination des mesures budgétaires pourrait contribuer à internaliser les effets de diffusion et améliorer ainsi la réponse mondiale par rapport à une action isolée de chaque pays. Dans la pratique, une coordination explicite pourra être difficile à bref délai, notamment parce que l'identification des effets d'entraînement, en particulier *via* les taux d'intérêt, est une opération complexe. Dans ces conditions, une action coordonnée, si elle doit avoir lieu, aura sans doute tendance à être implicite ; il s'agira, par exemple, d'établir un référentiel pour la relance souhaitée. Mais une coordination n'atténuerait en rien les contraintes budgétaires des pays dont les finances publiques sont très faibles au départ.

42 En général, les effets spécifiques aux pays que les mesures budgétaires exercent sur le PIB sont supérieurs de 0.1 à 0.2 % dans les simulations du modèle par rapport à ceux obtenus lorsqu'on utilise les multiplicateurs de référence du graphique 3.4, bien qu'on constate une différence plus importante la deuxième année pour l'effet spécifique dans le cas des États-Unis, cet effet étant supérieur de ¾ de point avec les simulations du modèle par rapport au résultat obtenu avec le multiplicateur de référence.

**APPENDICE 3.1:
PRINCIPES MÉTHODOLOGIQUES POUR L'ÉVALUATION DES PROGRAMMES
BUDGÉTAIRES**

Le chiffrage des programmes budgétaires tient compte...

Pour chiffrer les programmes budgétaires dont il est question dans le corps du texte⁴³, une méthode homogène a été appliquée pour les divers pays de l'OCDE. Cette méthode pouvant différer de celle utilisée généralement dans les pays concernés, les chiffres mentionnés dans la documentation de l'OCDE peuvent différer de ceux largement communiqués par les gouvernements nationaux et les médias. Les grands principes adoptés pour la définition et l'évaluation quantitative des programmes budgétaires dans le présent chapitre sont les suivants :

... des mesures discrétionnaires liées à la crise...

- Les programmes budgétaires couvrent les mesures discrétionnaires mises en œuvre et/ou annoncées pour faire face à la crise jusqu'au 24 mars 2009. Bien que ces programmes soient expansionnistes dans la plupart des pays de l'OCDE, les actions discrétionnaires restrictives qui ont aussi été engagées face à la crise sont prises en compte. Dans quelques pays, l'ensemble du programme est restrictif (en particulier la Hongrie, l'Irlande et l'Islande). Les modifications des soldes budgétaires résultant des stabilisateurs automatiques ne sont pas comptabilisées. Les mesures discrétionnaires qui ne peuvent pas être considérées comme une réponse à la crise, même si elles sont mises en œuvre sur la période 2008 à 2010, sont aussi exclues de la définition des programmes budgétaires. Par exemple, les réductions d'impôts décidées en 2006 ou 2007 mais introduites sur la période 2008-2010 au Danemark, en France, en Pologne et en Espagne ne sont pas prises en compte, alors même qu'elles ont contribué à amortir le ralentissement économique. De même, sont aussi exclues les mesures discrétionnaires résultant d'une décision d'une cour constitutionnelle (Allemagne, par exemple). Il faut reconnaître cependant qu'un jugement subjectif intervient parfois pour déterminer si une mesure discrétionnaire a été adoptée en réponse à la crise.

... par rapport à un « scénario d'absence de mesures liées à la crise »...

- La taille globale des programmes budgétaires correspond à l'écart des soldes budgétaires par rapport à un « scénario d'absence de mesures liées à la crise » sur la période 2008-10. Par exemple, lorsqu'un allègement d'impôt temporaire doit être mis en œuvre en 2009, la perte de recettes fiscales résultant de cette mesure sera comptabilisée en 2009. Si le même allègement d'impôt est

43. Les programmes budgétaires de chacun des pays de l'OCDE sont décrits en détail à la page du site web de l'OCDE consacrée aux Perspectives économiques (www.oecd.org/oecdEconomicOutlook).

considéré comme permanent, ou si l'État n'a pas indiqué par avance que la mesure devait être supprimée et à quelle date, la perte de recettes fiscales est comptabilisée en 2009 et 2010. En outre, la taille globale du programme budgétaire pour la période 2008-2010 reflète les moins-values sur recettes pour 2009 et 2010.

...enregistrées conformément aux principes de comptabilité nationale...

- La taille des programmes budgétaires ne dépend que des mesures ayant une incidence directe et immédiate sur les soldes des administrations publiques, eu égard aux principes de comptabilité nationale. Cela implique notamment que ces programmes ne reflètent pas les changements touchant les investissements des entreprises publiques (*e.g.* France) ni les actions engagées par les banques centrales, car les entreprises publiques et les banques centrales ne font pas partie du secteur des administrations publiques. Les modifications du calendrier de remboursement des impôts dus et/ou des dettes de l'État ne sont pas couvertes dans la mesure où elles n'influent pas sur les dépenses et les recettes mesurées sur la base des droits constatés (c'est-à-dire la base utilisée pour la comptabilité nationale).⁴⁴ De même, l'octroi de prêts et de garanties par l'État ainsi que l'acquisition d'actions et d'obligations et de créances détenues par le secteur des entreprises n'ont pas d'incidence immédiate sur le solde budgétaire.⁴⁵

... pour les années calendaires...

- Dans la mesure du possible, les données sont présentées pour l'année civile et sur la base du fait générateur.

... et les administrations publiques,...

- Les données concernent, pour autant que possible, le secteur consolidé des administrations publiques, c'est-à-dire l'administration centrale, les administrations des États, les administrations locales et les caisses de sécurité sociale. Toutefois, on ne dispose pas d'informations sur les mesures prises par les autorités infranationales face à la crise dans plusieurs pays. En particulier, les chiffres fournis pour la Belgique, le Canada et les États-Unis ne couvrent pas les mesures des administrations infranationales.

... ventilées par grandes catégories de recettes et de dépenses

- Les mesures concernant les recettes et les dépenses ont été ventilées dans la mesure du possible par grandes catégories, de façon à permettre des comparaisons homogènes entre les pays de la composition des programmes budgétaires. Du côté des recettes,

44 . Plusieurs pays (notamment la Belgique, l'Espagne et la France) se sont employés à réduire les retards de paiement sur les achats publics ou à modifier le calendrier des rentrées fiscales. Ces mesures n'ont pas été prises en compte pour évaluer la taille des programmes budgétaires.

45. Les prêts accordés par les administrations publiques et l'acquisition d'actions et d'obligations sont reflétés dans le bilan du secteur public (sous la forme d'une augmentation à la fois des actifs et des engagements bruts), mais n'ont pas d'impact sur l'endettement net. Les garanties restent hors bilan aussi longtemps qu'elles ne sont pas exercées. Voir l'encadré 1.4. du n° 84 des *Perspectives économiques de l'OCDE* pour plus de précisions sur la façon dont ces opérations sont prises en compte dans la série de prévisions de l'OCDE.

ces catégories sont les suivantes : impôts sur les personnes physiques ; impôts sur les entreprises ; impôts à la consommation ; cotisations de sécurité sociale ; et autres (les chiffres positifs indiquent des réductions des impôts). Du côté des dépenses, les catégories sont : consommation et investissement des administrations publiques ; transferts aux ménages ; transferts aux entreprises ; transferts aux administrations infranationales ; et autres dépenses (les chiffres positifs indiquent une augmentation des dépenses). Les comptes consolidés des administrations publiques ne devraient pas prendre en compte les “transferts aux administrations infranationales”. Cependant, les données consolidées étant difficiles à obtenir pour certains pays, il a fallu, dans certains cas, prendre en compte ces transferts. Il convient de noter toutefois qu’une telle approche risque de fausser l’évaluation de la composition des programmes budgétaires. Étant donné que les ajustements des transferts aux administrations infranationales peuvent être en définitive utilisés pour financer des projets spécifiques de dépenses et/ou pour éviter des hausses conjoncturelles des impôts, la composition des programmes budgétaires sur une base consolidée pourrait être différente de celle indiquée ici pour certains pays.

APPENDICE 3.2 :
MULTIPLICATEURS DÉTAILLÉS, PAR PAYS ET PAR INSTRUMENT

Le tableau 3.8 fait apparaître les multiplicateurs par pays et par instrument qui ont été utilisés pour évaluer les trains de mesures budgétaires. Les estimations hautes reposent sur les résultats présentés dans l'encadré 3.1, en les corrigeant uniquement en fonction de l'ouverture de l'économie, laquelle est mesurée par le ratio importations/(PIB + importations). Les estimations de référence sont en outre corrigées subjectivement en fonction de l'effet que la conjoncture actuelle est susceptible d'avoir sur l'accroissement de la propension à l'épargne. Pour plus de détails, voir l'encadré 3.1.

Tableau 3.8. **Multiplicateurs par pays et par instrument**

Ouverture en 2008 ¹	Accroissement des dépenses											Baisses d'impôts									
	Consommation publique				Investissement public				Transferts aux ménages			Impôt sur le revenu des personnes physiques				Impôts indirects					
	Année 1		Année 2		Année 1		Année 2		Année 1		Année 2	Année 1		Année 2		Année 1		Année 2			
	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	Réf.	H	
USA	15.4	0.7	0.7	0.8	1.1	0.9	0.9	1.1	1.3	0.5	0.5	0.8	0.9	0.3	0.5	0.5	0.9	0.2	0.3	0.3	0.5
JPN	14.7	0.7	0.7	0.8	1.1	0.9	0.9	1.1	1.3	0.5	0.5	0.8	0.9	0.3	0.5	0.5	0.9	0.2	0.3	0.3	0.5
DEU	29.5	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
FRA	22.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.7	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
ITA	22.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.7	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
GBR	23.9	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
CAN	25.2	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
AUS	19.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.9	0.9	1.1	1.3	0.4	0.4	0.7	0.8	0.3	0.4	0.4	0.8	0.2	0.3	0.3	0.5
AUT	35.2	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.3	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3
BEL	47.9	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
CZE	41.8	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
DNK	34.8	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.3	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3
FIN	28.9	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
GRC	25.1	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
HUN	44.7	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
ISL	32.6	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2	0.3	0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.3
IRL	41.4	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
KOR	36.4	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
LUX	59.0	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
MEX	23.1	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
NLD	41.1	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
NZL	25.1	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
NOR	23.0	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
POL	30.0	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
PRT	29.3	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
SVK	45.7	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
ESP	24.8	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
SWE	31.7	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2	0.3	0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.4
CHE	31.8	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2	0.3	0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.4
TUR	22.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.7	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4

Note : Les estimations reposent sur les résultats d'un inventaire des recherches ; elles ne sont corrigées qu'en fonction de l'ouverture de l'économie.

De plus, les estimations basses sont ajustées subjectivement en fonction de l'effet de la conjoncture actuelle.

Réf. = estimations de référence H = estimations hautes

1. L'ouverture est mesurée par le ratio importations / PIB + importations.

Source : OCDE.

APPENDICE 3.3 :
MODÈLE DE SIMULATION DE LA RELANCE — LIEN AVEC LES TAUX D'INTÉRÊT

On présentera dans cette appendice le modèle utilisé pour réaliser les simulations commentées dans le document principal. Ce modèle repose sur une équation de forme réduite pour l'écart de production, les taux d'intérêt à court terme et à long terme étant pris en compte séparément comme variables explicatives, dans la lignée des travaux de Guichard *et al.* (2009). Cette équation est augmentée d'un effet calibré de politique budgétaire, les multiplicateurs étant ceux retenus pour évaluer les mesures actuelles de politique budgétaire dans le cadre d'un dépouillement des travaux consacrés aux multiplicateurs budgétaires (voir le résumé figurant à l'appendice 3.2). L'autre équation principale est celle concernant les taux d'intérêt à long terme, déterminés au moyen de la somme des anticipations de taux d'intérêt nominal à court terme, conformes aux modèles, sur les dix années à venir, plus une prime de risque qui est fonction du déficit moyen attendu sur les cinq années à venir. Le modèle est complété par une règle de Taylor pour les taux directeurs à court terme, une courbe de Phillips pour l'inflation et différentes identités pour les comptes publics.

Équation de forme réduite pour l'écart de production

$$(1) \quad \text{GAP} = -\alpha_1(L) (r^s - r^{s*}) - \alpha_2(L) (r^l - r^{l*}) + \text{FSHK} + \text{multiplicateur budgétaire}$$

où

- GAP = écart de production.
- r^s = $i^s - \pi$ = taux d'intérêt directeur réel à court terme, où i^s est le taux directeur nominal et π le taux d'inflation.
- r^{s*} = taux d'intérêt directeur réel à court terme d'équilibre à l'état stationnaire.
- r^l = $i^l - \Sigma \pi^e$ = taux d'intérêt réel à long terme des obligations publiques, où i^l est le taux d'intérêt nominal des obligations publiques à 10 ans et $\Sigma \pi^e$ la somme des anticipations d'inflation conformes au modèle sur les dix années à venir.
- r^{l*} = taux d'intérêt réel à long terme d'équilibre à l'état stationnaire.
- FSHK = autres composantes des conditions financières, qu'on considère comme exogènes et auxquelles on applique un choc négatif pour simuler l'effet de la crise financière.

Multiplicateur budgétaire = effet multiplicateur de la politique budgétaire sur l'écart de production.

L'effet des taux d'intérêt sur l'écart de production est calibré selon Guichard *et al.* (2009), qui montrent que l'impact d'une modification donnée des taux d'intérêt à long terme est égal à environ trois fois l'impact sur les taux d'intérêt à court terme et que les effets de taux d'intérêt sont plus marqués aux États-Unis et au Royaume-Uni que dans la zone euro et au Japon.

Effet multiplicateur de la politique budgétaire

$$(2) \quad \text{multiplicateur budgétaire} = \gamma_1(L) \Delta g + \gamma_2(L) \Delta \text{impôt} + \gamma_2(L) \mu \Delta \text{GAP}$$

où g = dépenses publiques en proportion du PIB.
 impôt = impôt en proportion du PIB.

$\gamma_1(L)$, $\gamma_2(L)$ sont des polynômes de retard qui reflètent au cours des deux premières années les effets des multiplicateurs budgétaires dont il est fait état à l'appendice 3.2. Au-delà de la deuxième année, les effets se réduisent à un rythme annuel de 10 % par an. Le terme μGAP reflète le fonctionnement des stabilisateurs automatiques. Le coefficient représentant l'intensité des stabilisateurs automatiques, μ , est obtenu selon la méthode de Girouard et André (2005) et il est égal à 0.44 pour le pays moyen de l'OCDE.

Équation de courbe de Phillips pour l'inflation

$$(3) \quad \pi = \theta_1 \pi^* + (1 - \theta_1) \pi_{-1} + \theta_2(L) \text{GAP}$$

où π = inflation
 π^* = inflation anticipée à long terme, égale à l'objectif d'inflation implicite/explicite de la banque centrale.

Si $\theta_1 = 0$, les anticipations d'inflation sont entièrement adaptatives, mais si $\theta_1 > 0$, l'objectif d'inflation de la banque centrale assure un certain ancrage des anticipations inflationnistes. Pour les simulations présentées ici, $\theta_1 = 0.2$. $\theta_2(1) = 1/6$, ce qui implique un ratio de sacrifice de 6 si les anticipations sont adaptatives.

Règle de Taylor pour les taux directeurs

$$(4) \quad i^s = \pi + r^{s*} + 1.0 (\pi - \pi^*) + 1.0 \text{GAP}$$

Structure par terme des taux d'intérêt

$$(5) \quad i^l = \Sigma i^s + \text{terme} + \text{risque}$$

où Σi^s = somme attendue des anticipations de taux d'intérêt nominal à court terme conformes au modèle sur les dix ans à venir.
 terme = prime de terme, censée être exogène.
 risque = prime de risque, censée être fonction de la situation budgétaire attendue (voir ci-après).

Prime de risque sur les taux d'intérêt

$$(6) \quad \text{risque} = \lambda (b_{+5} - b)^e / 5$$

où $(b_{+5} - b)^e / 5$ est la modification moyenne attendue (conforme au modèle) de la dette publique (en proportion du PIB) qui représente le solde budgétaire attendu au cours des cinq années à venir. Le paramètre λ est égal à 0.25 dans

la simulation de base s'inspirant de Laubach (2005), et il est égal au double dans une variante de la simulation.

Solde budgétaire primaire (en % du PIB)

$$(7) \quad \text{solde primaire} = \text{impôt} - g + \mu \text{ GAP}$$

Paiements nets d'intérêts sur la dette publique (en % du PIB)

$$(8) \quad \text{paiements d'intérêts} = \psi \text{ paiements d'intérêts}_{-1} + (1 - \psi) i^1 \cdot b$$

où ψ est la proportion de l'encours de la dette publique qui est refinancée chaque année.

Solde budgétaire (en % du PIB)

$$(7) \quad \text{solde budgétaire} = \text{solde primaire} - \text{paiements d'intérêts}$$

Encours des obligations publiques (en % du PIB)

$$(9) \quad b = [(1 + ib^1) / (1 + \pi + g)] \cdot b_{-1} - \text{solde primaire}$$

où $g = \Delta \text{GAP} + \rho = \text{taux de croissance du PIB réel}$, où ρ est le taux de croissance potentielle, censé être exogène.

$ib^1 = \text{paiements d'intérêts}/b = \text{taux d'intérêt effectif moyen à long terme de la dette publique}$.

Dans les simulations, au bout d'environ 30 ans (c'est-à-dire bien au-delà de l'horizon de simulation examiné), l'encours d'obligations d'État en proportion du PIB est stabilisé si l'on applique une règle simple pour les impôts, censés être uniformes à ce stade et ne pas influencer sur l'activité.

Variantes de simulation

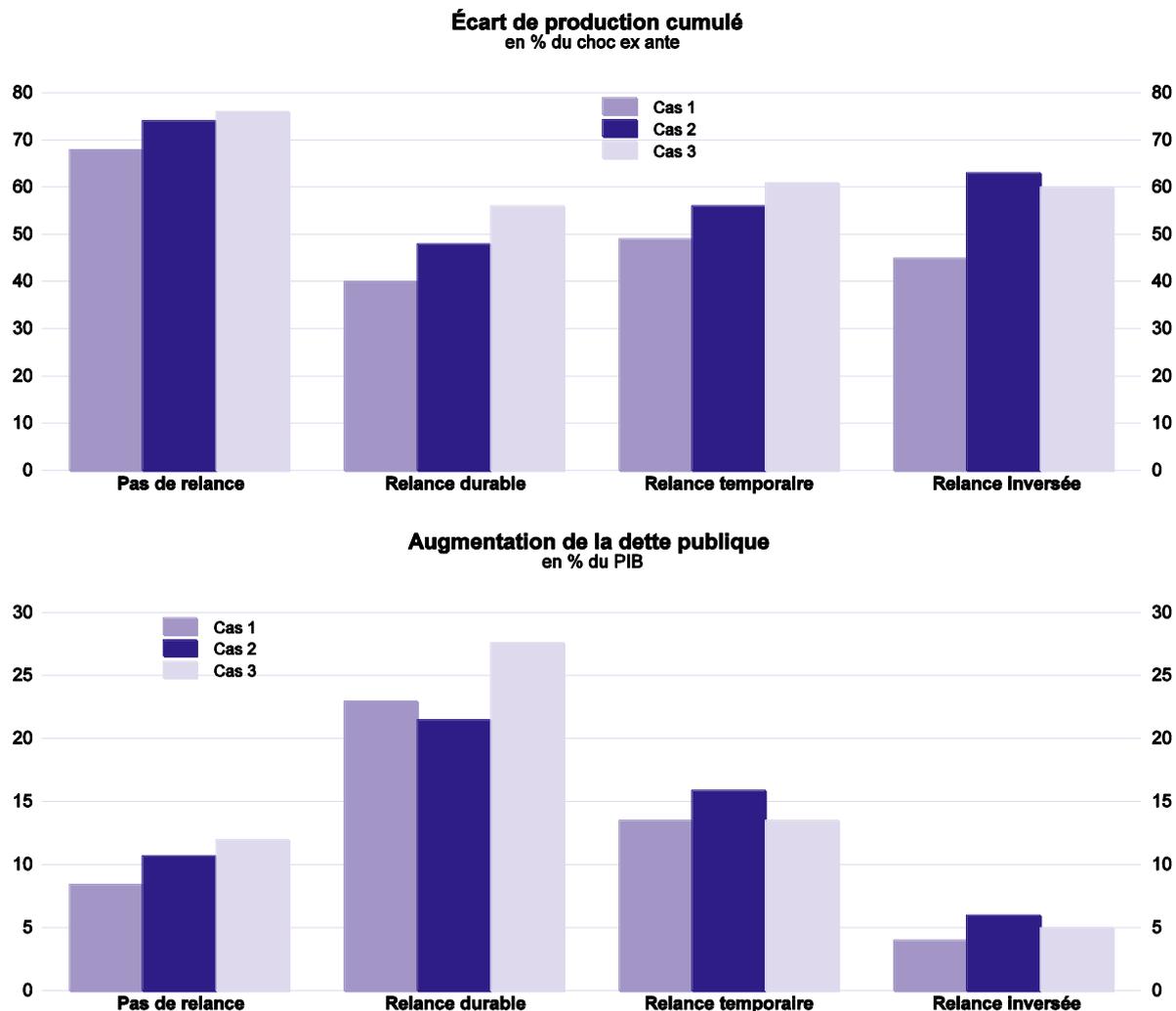
Le graphique 3.10 et le tableau 3.9 résument les résultats des variantes de simulation évoquées dans le texte principal. Le même ensemble de chocs budgétaires est simulé pour trois paramétrisations différentes du modèle caractérisant trois économies de l'OCDE.

Tableau 3.9. **Variantes de simulation**

	Cas 1	Cas 2	Cas 3
Sensibilité des taux d'intérêt	Haute	Moyenne	Moyenne
Stabilisateurs automatiques	Faibles	Moyens	Moyens
Multiplicateur	Élevé	Moyen	Moyen
Effet de la prime de risque	Modéré	Modéré	Élevé
Niveau initial d'endettement	Modéré	Modéré	Élevé

Source : OCDE.

Graphique 3.10. Résultats des simulations du modèle pour d'autres profils de relance budgétaire



Note: Le graphique résume les résultats des simulations de la réaction à un choc négatif de grande ampleur pour quatre profils de relance budgétaire (aucune, durable, temporaire et inversée) et pour trois types de pays détaillés dans le tableau 3.9.

Source: OCDE.

APPENDICE 3.4 :
LES EFFETS DE POLITIQUE BUDGÉTAIRE DANS UN MODÈLE DSGE

Description du modèle

Le modèle se caractérise par des marchés de produits monopolistiques et il comporte un secteur des ménages hétérogène (avec des ménages ricardiens et des ménages subissant une contrainte de liquidité) et des coûts d'ajustement pour l'emploi et l'investissement⁴⁶. Ce modèle s'appuie donc largement sur les modèles DSGE antérieurs (Smets et Wouters, 2003 ; Ratto *et al.*, 2009). Mais, contrairement aux modèles précédents, les effets de rétroaction des variables de finances publiques (déficit et/ou dette publique) sur les taux des obligations publiques sont expressément modélisés, ce qui permet d'examiner l'impact d'un train de mesures budgétaires sur le profil d'endettement à travers les fluctuations des taux d'intérêt. Ce mécanisme est important dans l'optique de l'arbitrage entre l'efficacité à court terme de la politique budgétaire pour lutter contre la récession et les risques qui en découlent pour la viabilité à long terme.

Valeur des multiplicateurs

Les multiplicateurs budgétaires ont été calculés en simulant une hausse de 1 % du PIB des différentes mesures de dépense et une baisse de 1 % des taux des impôts sur les salaires, sur le capital et sur la consommation. Les simulations reposent sur l'hypothèse que la politique monétaire ne peut être utilisée pour soutenir la demande et qu'une règle de politique budgétaire est imposée pour assurer la viabilité à long terme de la dette publique. Bien que ces hypothèses modifient le profil de la dette publique, leur effet sur la valeur des multiplicateurs budgétaires est limité.

On constate un impact à court terme plus marqué sur le PIB en cas de hausse de l'investissement public, lequel a aussi un effet positif sensible du côté de l'offre (tableau 3.10). Une hausse de la consommation publique soutiendrait elle aussi substantiellement l'activité, alors qu'un transfert aux ménages subissant une contrainte de liquidité n'aurait qu'un impact global plus restreint. Les baisses d'impôts seraient en moyenne moins efficaces pour soutenir la demande que les mesures de dépense, et ce serait une baisse de l'impôt sur les revenus salariaux qui aurait l'effet maximal. La baisse de cet impôt se traduirait par un recul plus sensible des salaires réels et créerait donc davantage d'emplois que les autres baisses d'impôts.

Ces résultats restent valables lorsqu'on modifie le calibrage des paramètres structurels. Bien que les résultats soient qualitativement robustes et puissent donner une idée de l'efficacité relative de chaque instrument budgétaire, il faut interpréter avec prudence les estimations ponctuelles des multiplicateurs à court terme en raison de la stylisation du modèle.

46. Voir Furceri et Mourougane (2009) pour plus d'informations sur les spécifications et le calibrage du modèle.

Tableau 3.10. **Multiplicateurs à court terme dans le cadre d'un modèle DSGE**

	Effet sur l'activité au cours de la première année (en %)
Hausse de 1 % du PIB :	
Consommation publique	0.6
Investissement public	1.0
Transfert aux ménages subissant une	0.3
Hausse de 1 % :	
Taux de l'impôt sur la consommation	0.2
Taux de l'impôt sur les salaires	0.7
Taux de l'impôt sur le capital	0.05

Source : Furceri and Mourougane (2009)

L'arbitrage entre la stimulation à court terme et la viabilité budgétaire à long terme

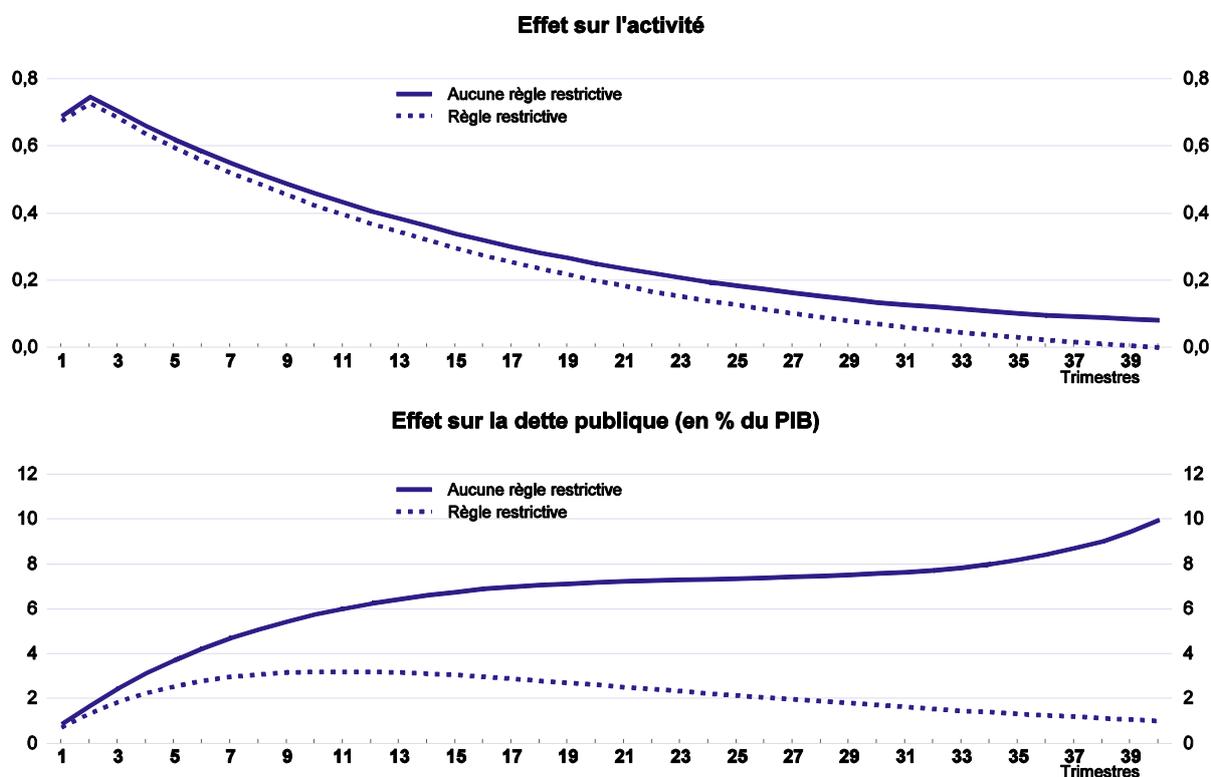
Tout en étant efficace pour lutter contre un ralentissement économique, la politique budgétaire comporte des risques du point de vue de la viabilité à long terme des finances publiques. En effet, le financement des mesures discrétionnaires augmentera probablement la prime de risque sur les obligations publiques et alourdira donc le coût de refinancement de la dette. La plus forte prime de risque aura aussi un impact négatif sur l'activité, mais à un faible degré.

Pour prendre un exemple, si on simule avec un modèle DSGE une hausse temporaire de la consommation publique de 1 % du PIB, on constate un gonflement constant de la dette publique en l'absence de règle stricte de politique budgétaire (graphique 3.11). Avec ce scénario, la politique budgétaire soutient la demande à travers une forte hausse à court terme de la consommation des ménages subissant une contrainte de liquidité. Sur le plan monétaire, les taux d'intérêt augmentent puisque l'écart de production se creuse et l'inflation s'accélère légèrement, ce qui atténue l'effet initial de la politique budgétaire et accroît progressivement le déficit public. La prime de risque sur les obligations d'État augmente, ce qui alourdit progressivement la dette.

Si l'on impose une règle budgétaire stricte, on constate que cela n'a qu'un faible coût en termes d'activité perdue pour faire revenir la dette sur une trajectoire viable à moyen terme. On pourrait, par exemple, augmenter les impôts de manière uniforme, ce qui réduirait la stimulation budgétaire mais freine l'aggravation du déficit. En conséquence, l'alourdissement de la dette serait moindre, de moitié seulement au bout d'un an par rapport à la situation de référence. La mise en place d'une règle de ce type aurait un effet limité sur l'intensité de l'impulsion budgétaire à court terme dont bénéficierait l'activité économique.

Graphique 3.11. Impact d'une hausse de la consommation publique égale à 1 % du PIB

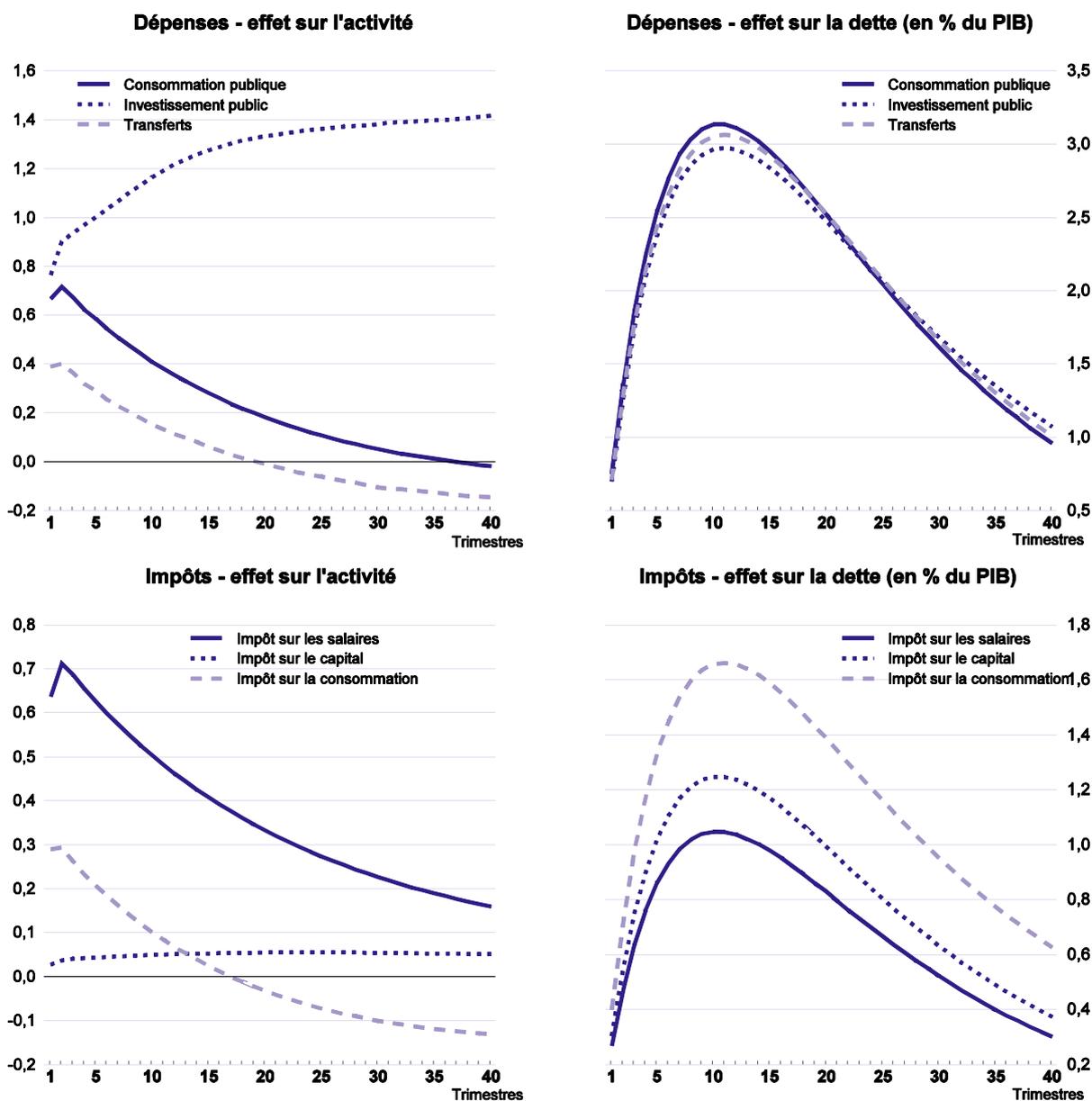
%, par rapport à la situation de référence



Source: Furceri et Mourougane (2009).

Les conséquences d'une relance budgétaire pour l'endettement sont variables selon l'instrument utilisé. Pour illustrer cet aspect, on a simulé une hausse de 1 % du PIB de la consommation publique, de l'investissement public et des transferts et une baisse de 1 % du taux de l'impôt sur les salaires, de l'impôt sur la consommation et de l'impôt sur le capital, dans l'hypothèse d'inefficacité de la politique monétaire et d'introduction d'une règle stricte de politique budgétaire. Du côté des recettes, la plus forte augmentation de l'endettement se produit en cas de baisse de l'impôt sur la consommation (graphique 3.12). En revanche, une baisse de l'impôt sur les salaires n'entraînerait qu'une hausse modérée de l'endettement. Du côté des dépenses, l'aggravation de l'endettement net en cas d'augmentation de l'investissement public serait moins prononcée qu'en cas de hausse de la consommation publique.

Graphique 3.12. Impact de certains chocs de politique budgétaire sur l'activité et sur la dette publique
 %, par rapport à la situation de référence



Source: OCDE.

BIBLIOGRAPHIE

- Adams, F.G., et L.R. Klein (1991), « Performance of quarterly econometric models of the United States: A new round of model comparisons », dans L.R. Klein (ed.), *Comparative performance of U.S. econometric models*, Oxford University Press.
- Ahrend, R., P. Catte et R. Price (2006), « Factors behind low long-term interest rates », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 490.
- Ardagna, S. (2009), « Financial Markets' Behavior Around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance », *European Economic Review*, vol. 53.
- Auerbach, A.J. et W. Gale (2009), « The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond », Tax Policy Center, Brookings Institution.
- Bayoumi, T., M. Goldstein, G. Woglom (1995), "Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from U.S. States", *Journal of Money, Credit & Banking*, vol. 27.
- Bernanke, B. (2005) « The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit », Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginie, mars.
- Berben, R.P. et T. Brosens (2007), « The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries », *Economics Letters*, vol. 94.
- Bernoth, K., J. von Hagen et L. Schuknecht (2004), « Sovereign Risk Premiums in the European Government Bond Market », Banque centrale européenne, *Working Paper Series*, n° 369.
- Bernoth, K., J. von Hagen et L. Schuknecht (2006), « Sovereign Risk Premiums in the European Government Bond Market », *Discussion Paper*, n° 151, *Governance and the Efficiency of Economic Systems*.
- Bryant, R.C. (1988), *Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies*, Washington, DC, The Brookings Institution.
- Canzoneri, M., R. Cumby, et B. Diba (2002), « Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy? », dans *Rethinking Stabilisation Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Claessens, S. et D. Klingebiel (2000), « Fiscal Risks of the Banking System: Approaches to Measuring and Managing Contingent Government Liabilities in the Banking Sector », dans *Government Contingent Liabilities and Fiscal Vulnerability*.
- Chinn, M. et J. Frankel (2005), « The Euro Area and World Interest Rates », *Working Paper Series*, n° 1031, Department of Economics, University of California, Santa Cruz.
- Church, K B., J.E. Sault, S. Sgherri et K.F. Wallis (2000), « Comparative Properties of Models of the UK Economy », *National Institute Economic Review*, n° 171.
- Codogno, L., C. Favero et A. Missale (2003), « EMU and Government Bond Spreads », *Economic Policy*, octobre.
- Conway, P. et A. Orr (2002) « The GIRM: A global interest rate model ». Wellington, Westpac Institutional Bank, *Westpac Institutional Bank Occasional Paper*.
- Cournède, B. (2008), « The Political Economy of Delaying Fiscal Consolidation », *Public Finance and Management*, vol. 8.
- Dai, Q. et T. Philippon (2005), « Fiscal Policy and the Term Structure of Interest Rates », *NBER Working Paper*, n° 11754.
- Engen, E. et R.G. Hubbard (2004), « Federal Government Debts and Interest Rates », *NBER Working Paper*, n° 10681.
- Fatás, A. (2005), « Is There a Case for Sophisticated Balanced-budget Rules », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 466.
- Ford, R. et D. Laxton (1995), « World Public Debt and Real Interest Rates », *IMF Working Paper*, WP95/30.
- Fromm, G. et L.R. Klein (1976), « The NBER/NSF Model Comparison Seminar: An Analysis of Results », *Annals of Economic and Social Measurement*, vol. 5.
- Furceri, D. et A. Mourougane (2009), « The Effects of Fiscal Policy on Output and Debt Sustainability: A DSGE Analysis », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Gale, W.G. et P.R. Orszag (2002), « The Economic Effects of Long-term Fiscal Discipline », *Brookings Tax Policy Center Discussion Paper*, The Brookings Institution.
- Gale, W.G. et P.R. Orszag (2003), « Economic Effects on Sustained Budget Deficits », *National Tax Journal*.

- Girouard, N. et C. André (2005), « Measuring Cyclically-Adjusted Budget Balances for OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 434.
- Guichard, S., D. Haugh et D. Turner (2009), « Quantifying the effect of financial conditions in the euro area, Japan, United Kingdom and United States », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 677.
- Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel et C. André (2007), « What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 553.
- Henry, J., P. Hernández de Cos et S. Momigliano (2004), « The Short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models », *Temì di discussione, Banca d'Italia*.
- Laubach, T. (2003), « New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt », Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, vol. 12.
- Lindé, J. (2001), « Fiscal policy and interest rates in a small open economy », *Finnish Economic Paper*, vol. 14, n° 2.
- O'Donovan, B., A. Orr et D. Rae (1996), « A world interest rate model », *National Bank of New Zealand Ltd, Financial Research Paper*, n° 7.
- OCDE (2008), *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 84, Paris.
- OCDE (2009), *Objectif croissance*, Paris.
- Oliveira Martins, J. et C. de la Maisonneuve (2006), « Les déterminants des dépenses publiques de santé et de soins de longue durée : Une méthode de projection intégrée », *Revue économique de l'OCDE*, n° 43.
- Orr, A., M. Edey et M. Kennedy (1995), « Taux d'intérêt réels à long terme : indications fournies par les séries chronologiques groupées », *Revue économique de l'OCDE*, n° 25.
- Perotti, R. (2005), « Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD countries », *CEPR Discussion Papers*, n° 4842.
- Ratto, M., W. Roeger et J. in't Veld (2009), « Quest III: An estimated open-economy DSGE model of the euro area with fiscal and monetary policy », *Economic Modelling*, vol. 26.
- Reinhart, V. et B. Sack (2000), « The Economic Consequences of Disappearing Government Debt », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.
- Roeger, W. et J. in't Veld (2009), « Fiscal Policy with Credit Constrained Households », *Economic Papers*, n° 357, Commission européenne.

Smets, F., et R. Wouters (2003), « [An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area](#) », *Journal of the European Economic Association*, vol. 1.

Thomas, L.B. et D. Wu (2009), « Long-term Interest Rates and Expected Future Deficits: Evidence from the Term Structure », *Applied Economics Letters*, vol. 16.