



I/ Vue d'ensemble : avec la Covid, en attendant l'après

*Sébastien Jean**

La pandémie de Covid-19 a frappé l'économie mondiale comme une déflagration. Un désastre qui l'a pour ainsi dire paralysée au deuxième trimestre 2020. Une crise aussi atypique qu'inattendue, violente tout autant que soudaine. Depuis, la dimension sanitaire continue à donner le ton, au rythme de vagues de contagion difficilement prévisibles et terriblement meurtrières : l'évolution de la pandémie demeure incertaine, la menace des variants le disputant à l'espoir de la vaccination.

Du point de vue économique, néanmoins, le choc de la crise s'est révélé moins grave, en tout cas pour le moment, que l'impact initial ne l'avait laissé craindre. Les réponses de politique publique, exceptionnellement vigoureuses et adaptées au gré des évolutions sanitaires et économiques, ont grandement contribué à limiter les dégâts. Le rebond a été plus vigoureux et plus rapide que prévu dès que les mesures de distanciation sociale ont été desserrées, même s'il est apparu incomplet et inégal. Il reste que cette crise, d'une ampleur exceptionnelle, bouleverse profondément le paysage économique mondial. L'incertitude reste majeure non seulement sur l'évolution de la pandémie et donc de ses traductions économiques directes, mais également sur la façon dont cet épisode est susceptible de laisser des marques durables sur les appareils productifs, les comportements des ménages, les

* Sébastien Jean est directeur du CEPII.

équilibres macroéconomiques et les relations internationales. Il est trop tôt pour parler d'après-Covid, mais il est déjà clair que les grilles d'analyse qui avaient précédé la pandémie sont à revoir, et beaucoup de défis sont à relever sans attendre.

À crise atypique, réplique *ad hoc*

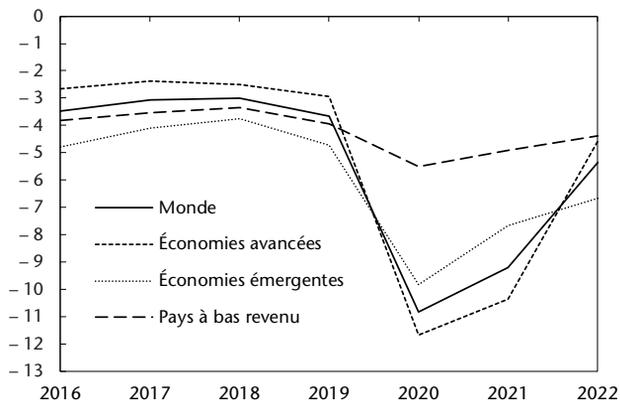
Avec une chute du produit intérieur brut (PIB) mondial de près de 10 % au deuxième trimestre 2020 par rapport au dernier trimestre de l'année précédente, l'ampleur initiale du choc économique laissait craindre le pire, si bien que le Fonds monétaire international (FMI) prévoyait en juin 2020 une baisse de la production mondiale de 4,9 % pour l'année en cours. Un an plus tard, le constat d'une baisse de 3,3 % de la production mondiale en 2020 apparaît presque comme une bonne surprise [FMI, 2021a]. Un paradoxe – cette chute annuelle est sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale – qui reflète la bonne surprise qu'a constitué le vif rebond de l'activité dans la plupart des économies où les contraintes de distanciation sociale ont été desserrées, en particulier en Europe dès l'été, aux États-Unis à l'automne. Ce regain économique aurait pu se briser contre la deuxième vague de contagion qui est apparue de manière inégale et dispersée dès l'automne, faisant nettement plus de victimes que la première et contraignant les pouvoirs publics à prendre des mesures de distanciation sociale allant souvent jusqu'au confinement. Les enseignements de la première vague ont néanmoins permis de limiter les conséquences sur l'activité économique, en les contenant pour l'essentiel aux secteurs dont l'activité était la plus clairement incompatible avec la distanciation sociale, comme le transport, la restauration, l'hospitalité, le tourisme, la culture et l'événementiel – une configuration d'ailleurs inverse de celle habituellement observée lors des crises conjoncturelles, puisque ce sont des secteurs de services qui se révélaient les plus touchés. À ces nouvelles économiques rassurantes est venue s'ajouter la divine surprise des vaccins, trois d'entre eux passant avec succès la troisième phase des essais cliniques dès le mois de novembre : en un temps record, ils faisaient ainsi la preuve d'une efficacité inespérée. Rapidement, le constat de la fréquence des mutations du virus et du caractère plus contagieux et parfois plus létal de certains d'entre eux est venu tempérer l'optimisme suscité par ces réussites scientifiques prodigieuses, sans toutefois les anéantir,

puisque les vaccins se sont jusqu'ici révélés efficaces également contre ces variants.

Les interventions publiques ont été massives, totalisant 16000 milliards de dollars jusqu'à l'été 2021 d'après le FMI, et jouant un rôle de premier plan. La plupart des gouvernements ont, en effet, rapidement compris que si la lutte contre la pandémie leur imposait de paralyser l'activité économique, alors ils devaient également protéger les ménages et les entreprises des conséquences de ces restrictions. Ils l'ont fait largement, par un ensemble de mesures incluant principalement des transferts directs, le subventionnement du chômage partiel, l'extension de l'assurance chômage, des prêts garantis, des reports de charges, des compensations de pertes d'activité et autres mesures d'accompagnement : lorsque l'essentiel du choc initial semblait passé, ces mesures ont le plus souvent été progressivement réorientées vers la relance de l'activité, au travers notamment de l'investissement public et privé et du soutien au revenu des ménages. Au-delà de la diversité des modalités, le principe de ces interventions a été largement partagé, de même que la volonté de leur donner une ampleur à la mesure de la crise, en dépit de l'amputation des recettes publiques induite par la baisse de l'activité. Résultat, le déficit des finances publiques a augmenté partout, atteignant 10,8 % du PIB à l'échelle mondiale (contre 3,6 % en 2019). L'ensemble de ces interventions aurait, d'après le FMI, évité une chute supplémentaire de 6 points de pourcentage de l'activité économique mondiale en 2020 [FMI, 2021a], mais leur ampleur est très inégale, souvent limitée par la capacité de financement des États. Le creusement du déficit public en 2020 par rapport à l'année précédente permet d'en prendre la mesure : s'il atteint 8,7 points de PIB pour les pays avancés, il se limite à 5,1 points pour les émergents et à 1,6 point seulement pour les pays à bas revenus (graphique 1).

Ce sont donc des interventions massives et rapides, sans précédent en temps de paix, qui ont été mises en œuvre dans les pays avancés, ainsi que dans un certain nombre d'économies émergentes (en Chine et au Brésil, par exemple), évitant, avec succès pour l'instant, que cette crise sans pareille n'enclenche une spirale dépressive de grande ampleur. Les interventions décidées par le gouvernement américain en constituent l'élément le plus exceptionnel : après les aides massives octroyées par l'administration Trump en 2020, qui ont porté le déficit public à 15,8 % du

Graphique 1. Déficit public par groupes de pays
(en % du PIB)



Note : prévisions à partir de 2021.

Source : FMI, Fiscal Monitor Database.

PIB, le président Biden a débuté son mandat par l'annonce d'un Plan de sauvetage de 1900 milliards de dollars (environ 8,5 % du PIB), adopté en mars 2021, qui devrait maintenir le déficit public américain à 15 % en 2021. Un Plan pour l'emploi américain et un Plan pour les familles américaines ont également été annoncés par l'administration, avec des montants équivalents même s'ils sont très différents dans leurs objectifs (plus structurels) ainsi que leurs modalités de financement (incluant des hausses d'impôts) et de dépenses (étalées sur un temps beaucoup plus long). Toutefois, leur adoption par le Congrès fait l'objet de négociations tendues, qui ne permettent pas de préjuger de leur issue. Quoiqu'il en soit, ce Plan de sauvetage constitue à lui seul une impulsion puissante pour l'activité économique, qui pourrait s'en trouver augmentée au cours de la première année de mise en œuvre de 3 % à 4 % aux États-Unis, et de l'ordre de 1 % à l'échelle mondiale [OCDE, 2021].

Dans les économies avancées, de façon paradoxale et atypique en temps de crise, ces soutiens massifs se sont traduits à peu d'exceptions près par une augmentation du revenu disponible des ménages, à un rythme dépassant 5 % au Canada, aux États-Unis et en Australie. Cette tendance moyenne, qui ne

saurait masquer l'augmentation concomitante de la pauvreté, les femmes, les jeunes et les bas salaires étant les plus affectés, s'est traduite par une accumulation d'épargne inhabituellement élevée : en comparaison d'une situation où le taux d'épargne serait resté constant, le surplus d'épargne se monte pour l'année 2020 à plus de 3 points de PIB en Allemagne, 6 points en France et près de 8 aux États-Unis [Blanchet *et al.*, 2021]. L'utilisation que les ménages feront de cette épargne sera un déterminant important de l'évolution de la situation macroéconomique : si les mesures de soutien budgétaire ont jusqu'ici évité l'effondrement, la mobilisation de cette « surépargne » permettrait un véritable redémarrage des économies, laissant espérer un rattrapage du terrain perdu par rapport aux trajectoires d'avant crise.

La situation a été plus contrastée dans les économies émergentes, mais les mesures de soutien y ont également évité l'effondrement de la demande, tandis que la relance des investissements d'infrastructure décidée par le gouvernement chinois dès l'été 2020 se traduisait par une forte augmentation de sa demande de matières premières importées.

Le soutien des politiques monétaires, accommodantes à l'extrême

L'autre aspect du soutien public concerne naturellement les politiques monétaires. Dès l'irruption de la crise, les banques centrales des économies avancées ont réagi par des politiques exceptionnellement accommodantes, caractérisées par des baisses de taux, là où leur niveau en laissait la possibilité (en particulier aux États-Unis), et surtout par des programmes massifs de rachats de titres de dette publique et d'autres actifs. De mars 2020 à juin 2021, le bilan de la banque centrale exprimé en pourcentage de PIB a ainsi bondi d'une quinzaine de points aux États-Unis, de plus de 20 points en zone euro, et de près de 25 au Japon.

Ces mesures ont permis de financer les dépenses publiques exceptionnelles de façon ordonnée et sans montée importante et durable des taux d'intérêt, y compris en zone euro. Elles ont aussi protégé les entreprises en maintenant les taux à un bas niveau et en stimulant l'activité de crédit, même si c'est la garantie de l'État qui a été décisive en la matière dans la plupart des pays. Elles ont, enfin, assuré une liquidité abondante sur les marchés financiers, qui a soutenu les prix des actifs. Après l'effondrement initial,

les Bourses ont ainsi vigoureusement rebondi, retrouvant leur valorisation d'avant crise dès juillet 2020 en Chine, novembre aux États-Unis et au Japon, et au premier semestre 2021 pour la moyenne européenne. Les prix des logements ont quant à eux augmenté de 8 % en moyenne dans les économies avancées en 2020 et de 5 % dans les pays émergents, en dépit de la crise et notamment de la baisse des prix de l'immobilier commercial. Autre conséquence, le secteur bancaire a globalement bien résisté à cette crise, son niveau de capitalisation augmentant même dans quasiment toutes les grandes économies, malgré les incertitudes sur l'évolution possible des prêts non performants [BRI, 2021].

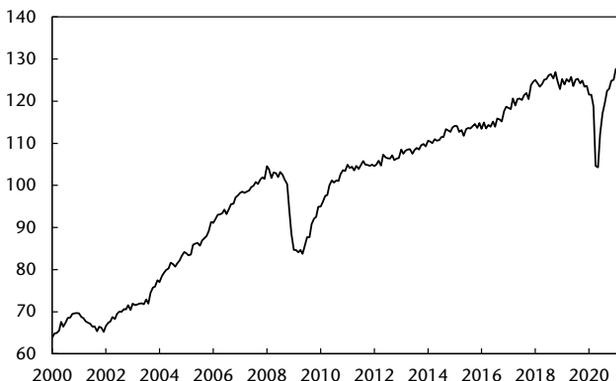
Du point de vue des conditions financières, le mois de novembre 2020 a marqué un retournement, venu des États-Unis : l'annonce le 9 novembre 2020 des résultats préliminaires encourageants sur l'efficacité des nouveaux vaccins, sur fond de rebond de la consommation et d'orientation budgétaire expansionniste à la suite de la victoire de Joe Biden à l'élection présidentielle, y a alimenté un climat résolument optimiste sur les perspectives économiques. Au-delà de la nouvelle hausse des cours boursiers, ce sentiment a ouvert une période de remontée des anticipations de croissance et d'inflation, si bien que le rendement des obligations d'État à dix ans a augmenté de 1 point de pourcentage en l'espace de quelques mois. Étant donné le rôle central du marché américain dans la finance mondiale, une telle remontée n'est pas sans conséquence, comme en atteste la remontée des taux souverains européens, qui s'est toutefois limitée à quelques dixièmes de point. Dans les économies émergentes, elle s'est traduite par une augmentation d'un point de pourcentage des taux souverains au premier trimestre 2021.

Chahut sur les échanges mondiaux

Le commerce mondial a été directement affecté par les différentes étapes de cette crise. Pour les échanges de marchandises, le résultat est un rebond « en V » spectaculaire : après une chute de 14 % entre février et avril 2020, leur indice en volume a retrouvé son niveau d'avant crise dès le mois de septembre et il le dépassait de près de 8 % en avril 2021, alimenté par le rebond de la consommation (graphique 2). La dégringolade a certes été impressionnante au cœur de la crise, mais une analyse détaillée du cas européen montre que cela ne relève pas d'une

Graphique 2. Indice mensuel du volume des échanges mondiaux de marchandises

(2010 = 100)



Note : la dernière observation est celle d'avril 2021.

Source : World Trade Monitor, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

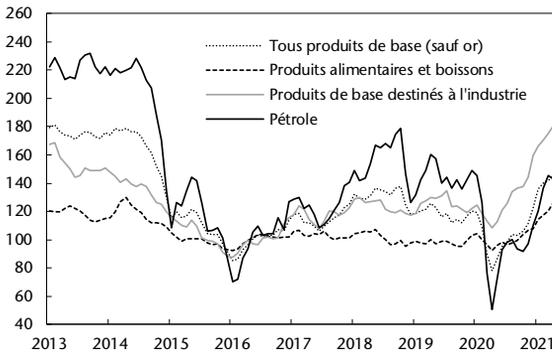
vulnérabilité atypique : la chute a été deux fois plus forte que celle du reste de l'économie au deuxième trimestre 2020, mais elle l'avait été quatre fois plus durant la crise financière mondiale [Bellora *et al.*, 2020]. Cette meilleure résistance est due au fait que les plus touchés sont cette fois-ci les secteurs de services, dont les échanges internationaux restaient d'ailleurs en retrait de 18 % sur un an au quatrième trimestre 2020 d'après les estimations de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), notamment sous l'effet de l'effondrement du transport et du tourisme.

Ce rebond a surpris par son ampleur, mais également par sa composition. Loin d'être homogène, il a été marqué dans un premier temps par la multiplication des besoins de produits nécessaires pour lutter contre la pandémie (masques, autres équipements de protection, réactifs, médicaments...), mais aussi par la forte croissance de la demande d'équipements électroniques et informatiques, alimentée notamment par le développement du télétravail. À partir de l'été, c'est la vigueur des importations chinoises de matières premières qui a surpris, nourrie par le dynamisme des exportations, mais aussi des investissements en infrastructure, avant que le marché automobile mondial

n'apporte à son tour une contribution positive inattendue. Encore faut-il préciser que ces hauts, tout comme les bas qui les avaient précédés, étaient le plus souvent spécifiques à certains marchés. Ce contexte particulièrement chahuté a créé des difficultés considérables, alors même que la pandémie continuait de perturber la logistique aussi bien dans les transports que dans les ports et parfois les usines ou les entrepôts. Des pénuries significatives en ont résulté, les plus importantes concernant les conteneurs et les semi-conducteurs. Dans le premier cas, elles se sont traduites par une hausse vertigineuse des coûts du transport maritime, les indices de prix du fret conteneurisé voyant leur niveau multiplié par 2 à 3,5 par rapport à janvier 2020. Même si les niveaux atteints à l'été 2021 sont loin des sommets des années 2007-2008, l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) estime que la hausse de 50 % des prix du fret maritime observée au premier trimestre 2021 pourrait faire augmenter les prix à l'importation de 2,5 points dans les pays de l'OCDE, accroissant l'inflation de 0,2 point environ au bout d'un an [OCDE, 2021]. Quant à l'insuffisance de l'offre de semi-conducteurs, elle a notamment lourdement pesé sur la production automobile.

Ces fluctuations chaotiques se sont répercutées violemment sur les marchés de matières premières (graphique 3). C'est d'autant

Graphique 3. **Indices des prix des matières premières**
(2016 = 100)



Note : indices des prix mesurés en dollars.

Source : FMI.

plus vrai pour le pétrole que les désaccords entre producteurs s'étaient traduits début 2020 par une augmentation de l'offre au moment même où la demande chutait brutalement, provoquant un effondrement des prix. L'accord de réduction de la production signé mi-avril 2020 par les pays membres de l'OPEP+ (réunissant notamment les membres de l'OPEP, la Russie et huit autres pays producteurs de pétrole), historique par son ampleur, a marqué la fin de cette guerre des prix et le retour à une gestion cartellisée de l'offre, qui a permis le rétablissement des cours puis leur montée à la faveur de la reprise de l'activité. Le prix du baril de Brent, qui était tombé à 20 dollars en avril 2020, tournait autour de 75 dollars au début de l'été 2021.

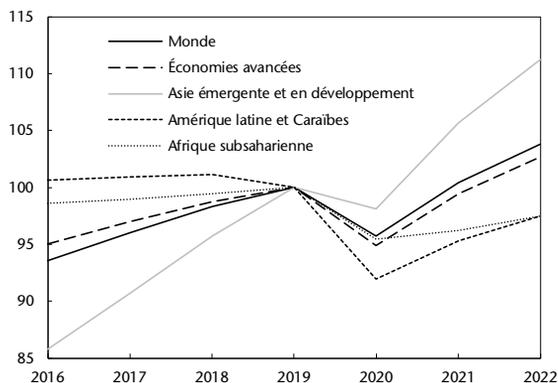
Pour les produits alimentaires, les craintes de pénuries ne se sont pas matérialisées mais, après une baisse brève et limitée en avril 2020, les prix se sont orientés à la hausse, en particulier pour les huiles végétales, le sucre et les céréales, dépassant de plus d'un tiers à l'été 2021 leur niveau d'avant crise. Même si quelques aléas de l'offre y ont contribué (froid et sécheresse aux États-Unis, rendements sucriers décevants au Brésil, faible croissance de la production d'huile de palme en Asie du Sud-Est), c'est principalement la vigueur de la demande qui explique cette tendance. De même, la forte hausse des prix des produits de base destinés à l'industrie, de près de deux tiers par rapport à leur niveau d'avant crise, résulte du dynamisme de la demande, portée notamment par les importations chinoises, elles-mêmes alimentées par la relance des investissements. L'augmentation impressionnante observée depuis le début de l'année 2021 pour des produits comme le bois d'œuvre, le fer ou les métaux non ferreux alimente les interrogations sur la possible reprise d'un « super cycle » haussier des prix des matières premières, à l'image de celui qui s'était amorcé dans les années 2000, pour finalement plafonner en 2011. De fait, les technologies et les infrastructures nécessaires pour assurer la transition vers une économie bas carbone sont gourmandes en matières premières : combinées aux investissements induits par les plans de relance, ces facteurs pourraient durablement doper la demande sur des marchés dont l'offre ne pourra s'ajuster que graduellement dans certains cas, donnant crédit à l'hypothèse d'une hausse durable des prix. Les perspectives restent toutefois incertaines, à la fois parce que le rythme potentiel d'adaptation de l'offre est difficile à apprécier et parce que la demande chinoise pourrait bien retrouver une trajectoire plus modérée.

Bilan provisoire

Ces évolutions hors normes, riches en paradoxes, en rebondissements et en signaux contradictoires, rendent difficile de tirer un bilan d'ensemble de la situation économique mondiale – bilan qui ne saurait d'ailleurs être que provisoire, la situation sanitaire étant loin d'être sous contrôle. Un an et demi après l'irruption de la pandémie, cependant, l'examen des trajectoires des grandes régions du monde montre déjà l'ampleur des disparités qu'elle induit (graphique 4). En moyenne mondiale, le PIB par tête à prix constants en 2021 dépasserait très légèrement son niveau de 2019 d'après les projections du FMI. Mais les contrastes sont saisissants, entre les économies émergentes et en développement d'Asie, dont le produit par tête dépassera alors de près de 6 % son niveau de 2019, et celles d'Amérique latine et d'Afrique subsaharienne, où il lui sera inférieur d'environ 5 % et 4 %, respectivement : entre les deux, les économies avancées auront à peu de chose près retrouvé en 2021 le niveau de 2019.

Ces différences de trajectoires s'expliquent essentiellement par trois facteurs. Le premier est la qualité de la gestion sanitaire de la crise, dans un contexte qui a évolué rapidement au gré des vagues de contagion, des progrès de la vaccination et de l'apparition des

Graphique 4. PIB par tête en volume, par région
(2019 = 100)



Note : prévisions à partir de 2021.

Source : FMI (pour le monde, calcul de l'auteur à partir des chiffres de population mondiale Nations unies).

variants. L'Asie de l'Est s'est collectivement distinguée par sa capacité à contenir la contagion à un niveau très faible dans la plupart des pays, tandis que les États-Unis et l'Europe ont mené des campagnes de vaccination rapides et efficaces.

Le deuxième est la capacité de l'État à financer et mener des politiques de soutien de l'activité. Ce facteur explique que les économies avancées aient réussi à limiter les dégâts économiques de la crise. À l'inverse, les pays à bas revenus ont pour la plupart subi l'impact de la crise sans avoir les moyens financiers d'y répondre, malgré l'assistance financière du FMI sollicitée par 85 d'entre eux. De fait, entre février et novembre 2020, aucun pays d'Afrique subsaharienne n'a eu accès au financement de la dette publique par les marchés. Une Initiative de suspension du service de la dette a été signée lors de la réunion virtuelle du G20 en avril 2020, puis prolongée à l'automne, mais elle reste d'ampleur limitée (11,5 milliards de dollars de paiements auraient été suspendus envers les pays membres du Club de Paris, et 2,1 milliards auprès de la Chine). La coordination dans ce domaine est rendue plus difficile par la diversification des prêteurs, alors que la Chine est désormais le premier créancier des pays pauvres, à l'origine de 63 % de leurs emprunts bilatéraux auprès de pays du G20.

Le troisième est le commerce extérieur. Dès le printemps 2020, la Chine a ainsi vu ses exportations reprendre de façon dynamique, aidée à la fois par la levée précoce des mesures de distanciation sociale permise par son succès dans la lutte contre la pandémie et par sa spécialisation dans les produits électroniques et les équipements de protection personnelle (masques en particulier), dont la demande flambait. Réciproquement, le dynamisme de la demande chinoise à partir de l'été a tiré les exportations de produits agricoles, notamment en provenance du Brésil. Pour les exportateurs de matières premières, passé le creux du printemps, le rebond des prix se révèle être une aubaine, mais il représente une menace pour les pays à bas revenus importateurs nets de produits alimentaires, alors même que la faim dans le monde s'est déjà considérablement aggravée en 2020 [FAO *et al.*, 2021].

Le « choc Biden », un changement de paradigme ?

Cette crise hors normes redéfinit les principales problématiques macroéconomiques. En toile de fond se dessinent des

interrogations quant aux possibles impacts négatifs durables sur la croissance potentielle, que ce soit à cause des effets à terme des sorties de l'emploi, notamment chez les jeunes, des faillites (si elles augmentaient significativement une fois levées les mesures de soutien) ou d'une montée du protectionnisme. La crise peut également modifier les comportements, notamment en entretenant une épargne durablement plus élevée des ménages, qui pourrait exacerber la faiblesse tenace de la demande, et finalement de la croissance, renforçant ainsi une tendance à la stagnation séculaire qui fait débat depuis plusieurs années (voir le chapitre II). Il est impossible de juger de la réalité de ces effets pour l'instant, d'autant que cette crise a dans le même temps brutalement accéléré la numérisation des économies, une évolution dont les conséquences sont susceptibles d'être profondes, possiblement déstructurantes socialement, mais aussi sources de gains de productivité.

Ces préoccupations sont renforcées par l'accroissement considérable de l'endettement public, qui frôle désormais les 100 % du PIB à l'échelle mondiale, en augmentation de plus de 15 points entre 2019 et 2021. La tendance est plus marquée encore pour les économies avancées, pour lesquelles la hausse de presque 20 points porte ce taux d'endettement à 123 % du PIB en 2021, un niveau comparable dans beaucoup de cas à celui atteint à la fin de la Seconde Guerre mondiale [FMI, 2021b ; BRI, 2021]. Le risque est que la charge de cette dette obère les finances publiques, ou que la volonté de réduire significativement le niveau d'endettement induise des politiques budgétaires restrictives qui pèseraient sur la croissance (voir le chapitre III). Il est pourtant loin de se matérialiser pour l'instant, parce que les taux d'intérêt extrêmement bas, souvent négatifs pour les États réputés les plus fiables financièrement, ont dans le même temps porté la charge des intérêts de la dette des économies avancées à des niveaux eux aussi historiquement bas, inférieurs à 2 % : l'importance de l'endettement n'a d'égale que la légèreté du fardeau qu'il induit. Ce paradoxe s'accompagne d'un corollaire plus dérangeant, la très forte sensibilité aux taux d'intérêt. Dans un premier temps, la crise n'a fait que renforcer leur tendance à la baisse, à l'œuvre depuis le début des années 1980, et les pandémies ont historiquement poussé dans ce sens [Jordá *et al.*, 2020]. De fait, tant que les taux d'intérêt restent aussi bas, ce niveau d'endettement ne pose pas de problème. Mais l'évolution à venir ne peut être

prédite avec certitude, ce qui alimente des vues plus sceptiques, soulignant la nécessité de faire rapidement les efforts nécessaires pour ramener le taux d'endettement public à un niveau plus modéré – position qui commence à se faire entendre avec plus d'insistance en Europe du Nord et pourrait bien présager des divergences d'orientation macroéconomique au sein de la zone euro dans les années à venir. Un autre risque est que ce niveau d'endettement très élevé n'empêche *de facto* de relever les taux d'intérêt si le besoin s'en faisait sentir, dessaisissant la politique monétaire de l'un de ses principaux instruments.

Or la réponse à ces questions structurelles n'est pas fixée de manière exogène, elle dépend des politiques mises en place dans l'immédiat. Et, dans le cas des États-Unis, les décisions récentes sont potentiellement porteuses d'un véritable changement de régime. Depuis la crise financière mondiale de 2008, en effet, le pays subit, comme à peu près toutes les économies avancées, une croissance molle bridée par l'insuffisance de la demande, tandis que la faiblesse des taux d'intérêt et les politiques de rachats d'actifs menées par la Réserve fédérale (Fed) ne parviennent pas à ramener l'inflation à proximité de sa cible de 2 %. La politique budgétaire beaucoup plus expansionniste de l'administration Biden vise à sortir de cet équilibre de basse pression, pour remettre l'économie américaine sur une trajectoire où le soutien au revenu des ménages alimenterait l'optimisme sur les perspectives de croissance, dont les investissements publics en infrastructures seraient un adjuvant et les investissements privés la confirmation, au travers des gains de productivité dont ils sont porteurs. Ce n'est rien de moins qu'un nouveau cercle vertueux, autant dire un nouveau régime de croissance, que recherche ce « choc Biden ». Ce programme a d'autant plus de force qu'il peut s'appuyer sur un changement de doctrine de politique monétaire. En réponse à son incapacité chronique à atteindre sa cible d'inflation, la Fed a en effet annoncé à la fin de l'été 2020 qu'elle révisait son objectif d'inflation, pour le porter à 2 % « en moyenne au cours du temps », en acceptant explicitement que l'inflation dépasse cette cible modérément « pendant un certain temps » lorsqu'elle lui a été précédemment inférieure de manière persistante. Ce changement annonce une politique monétaire plus accommodante vis-à-vis du risque d'inflation, susceptible de permettre au plan de relance en cours de se déployer sans être contrecarré par un resserrement prématuré des conditions financières.

Conjointement, ces virages budgétaire et monétaire peuvent changer beaucoup de choses, comme l'a déjà montré la hausse du rendement des bons du Trésor. Dans l'immédiat, ils suscitent de vives controverses, en particulier concernant une possible résurgence durable de l'inflation, du fait de l'importance massive du programme de relance, qui dépasserait nettement l'ampleur de l'écart de l'activité économique à son potentiel. Les opinions divergent à la fois sur le constat et sur l'impact d'une possible surchauffe de l'économie, dans un contexte où la réalité du lien entre faible chômage et reprise de l'inflation n'a plus rien d'une évidence (voir le chapitre iv). De fait, l'inflation américaine a atteint 5 % en rythme annuel en mai 2021, mais ce chiffre reflète avant tout un fort effet de base (les prix étant comparés aux niveaux très bas de mai 2020) et la poussée des prix des matières premières, deux composantes temporaires. L'incertitude reste entière sur l'évolution à plus long terme.

Étant donné le rôle central des États-Unis, ces politiques sont porteuses de répercussions mondiales. Pour les Européens, le contraste est flagrant par rapport aux options qu'ils ont retenues jusqu'ici. La décision de juillet 2020 de mettre en œuvre un plan de relance de 750 milliards d'euros financé par l'émission d'une dette commune est historique par sa signification symbolique, qui pourrait augurer d'une véritable politique budgétaire commune, mais son ampleur pâlit en comparaison des États-Unis. Quant à la Banque centrale européenne (BCE), elle révisé elle aussi sa cible d'inflation, en la définissant désormais comme « symétrique » autour de 2 %, et non plus « proche mais inférieure » à ce niveau : il s'agit bien d'un assouplissement de principe, mais il est moins net que celui de la Fed puisqu'il ne prévoit pas la possibilité de périodes de rattrapage, au cours desquelles une inflation supérieure à 2 % serait durablement tolérée. L'ensemble dessine pour l'Europe la menace, si la politique américaine porte ses fruits, de prendre un retard de croissance significatif. En avril 2021, les prévisions de PIB à l'horizon 2025 donnaient ainsi en moyenne les États-Unis 1 à 2 points au-dessus de ce qui était prévu avant la crise, tandis que les pays européens se situaient plutôt 1 à 3 points au-dessous [OCDE, 2021]. Ce constat laisse également craindre une aggravation des déséquilibres macroéconomiques, la relance américaine creusant un déficit courant déjà élevé, tandis que la prudence européenne abonderait au contraire un surplus dont l'ampleur est déjà problématique pour ses partenaires.

Cette relance vigoureuse pourrait soutenir les prix des matières premières, une bonne nouvelle potentielle pour les économies émergentes et en développement qui en sont exportatrices nettes. Mais elle pousse également à la hausse le cours du dollar et les taux d'intérêt sur les marchés internationaux, ce qui pourrait aggraver certaines vulnérabilités financières, sur fond d'endettement accru.

Sur les marchés financiers, enfin, une remontée des taux d'intérêt pourrait avoir des effets importants sur des prix d'actifs qui ont été gonflés par une décennie d'assouplissement quantitatif, tandis que les entreprises seront plus exposées aux coûts afférents du fait de l'alourdissement de leur endettement pendant la crise. Ce contexte pourrait être générateur d'instabilité, en particulier pour les institutions financières non bancaires, comme les gestionnaires d'actifs par exemple, qui restent insuffisamment régulées, mais aussi pour les banques dont les exigences prudentielles ont été relâchées le temps de la crise.

La communauté internationale au défi de la solidarité

Une crise aussi cruelle, subite et inégalitaire est inévitablement source de tensions internationales, d'autant qu'elle est survenue dans un climat de rivalité croissante entre les États-Unis et la Chine et de déstabilisation du cadre multilatéral. Ce fut, par exemple, le cas autour des restrictions imposées de droit ou de fait par de nombreux pays sur les exportations de produits de santé nécessaires pour lutter contre l'épidémie : principalement focalisées sur les masques dans un premier temps, ces tensions ont porté sur les vaccins à partir de décembre 2020. Elles sont néanmoins restées sous contrôle, les mesures les plus problématiques étant retirées relativement rapidement et les marchés internationaux continuant à fonctionner. Le minimum indispensable de coordination internationale a donc été maintenu, mais la pandémie met le monde au défi de la solidarité : l'immunité collective ne sera possible que lorsque l'étendue de la vaccination limitera suffisamment la circulation du virus pour atténuer la fréquence de ses mutations et leur dangerosité. En somme, personne n'est durablement protégé tant que tout le monde ne l'est pas, si bien que la solidarité internationale n'est pas seulement un devoir moral, elle est aussi une condition de l'efficacité de l'action publique.

La crise sanitaire en cours concentre les caractéristiques de notre époque : des défis communs majeurs, sur fond d'interdépendances étroites mais aussi de tensions croissantes. Le défi commun le plus évident est la lutte contre le changement climatique, mais la liste des biens communs mondiaux menacés est loin de s'y limiter, qu'il s'agisse de la biodiversité, des ressources halieutiques ou d'équilibre des écosystèmes, et il faudrait y ajouter la lutte contre la pauvreté, ainsi que la garantie d'une concurrence équitable entre des systèmes différents, n'entravant pas leur capacité à répondre aux besoins de leurs populations respectives. Quant aux interdépendances, elles sont rendues inévitablement étroites par les facilités d'échange et de transport, même si l'intensité des interactions varie – et elles sont encore en cours de consolidation dans certains cas, comme le montre la signature en novembre 2020 d'un accord commercial (dit « RCEP ») couvrant l'essentiel de l'Asie de l'Est et du Sud-Est et de l'Océanie.

L'élection de Joe Biden à la présidence des États-Unis, à défaut d'apaiser la rivalité avec la Chine, laisse espérer qu'une coopération soit possible sur certains sujets. L'accord sur la taxation des multinationales, signé par 130 pays début juillet 2021 sous l'égide de l'OCDE, en est la matérialisation la plus tangible, qui pourrait changer la donne en limitant la concurrence fiscale et en cassant le modèle économique sur lequel ont prospéré les paradis fiscaux (voir le chapitre VII).

Mais l'enjeu central, existentiel de la coopération internationale est désormais la lutte contre le changement climatique. Le retour des États-Unis dans l'Accord de Paris, décidé par Joe Biden dès son entrée en fonction, lève de ce point de vue un obstacle majeur. La fixation par Xi Jinping d'un objectif de neutralité carbone pour son pays à l'horizon 2060 est une étape importante pour relever les ambitions, tandis que la Commission européenne a clairement affiché au travers de son plan *NextGenerationEU* son objectif d'accélérer la transition vers une économie bas carbone. Son projet de mécanisme d'ajustement carbone à la frontière, dévoilé en juillet 2021, sera un test de la capacité de faire des relations économiques internationales un levier plutôt qu'un obstacle dans ce combat : condition de l'acceptation et de l'efficacité de politiques ambitieuses au sein de l'Union, il est vu avec méfiance, quand ce n'est pas avec hostilité, par nombre de ses partenaires. L'urgence est pourtant pressante et le défi existentiel.

La pandémie est loin d'être sous contrôle et il faudra probablement vivre avec pendant longtemps encore. Mais attendre l'après-Covid n'est pas une option : c'est dès maintenant que la communauté internationale doit produire des résultats tangibles, dans la lutte contre le changement climatique comme dans les autres défis communs auxquels elle fait face.

Repères bibliographiques

- BELLORA C., BOIS C. et JEAN S. [2020], « Le commerce européen dans la crise sanitaire : des problèmes de dépendance plus que de vulnérabilité », *La Lettre du CEPIL*, n° 412, novembre.
- BLANCHET M. *et al.* [2021], « Perspectives mondiales au printemps 2021 : une reprise inégale à l'horizon », *Trésor-Éco*, n° 281, Direction générale du Trésor, mars.
- BRI [2021], *Annual Economic Report*, Banque des règlements internationaux, juin.
- FAO, IFAD, UNICEF, WFP et WHO [2021], *The State of Food Security and Nutrition in the World 2021. Transforming Food Systems for Food Security, Improved Nutrition and Affordable Healthy Diets for All*, Food and Agriculture Organization of the United Nations, juillet.
- FMI [2021a], *Perspectives de l'économie mondiale*, Fonds monétaire international, avril.
- [2021b], *Fiscal Monitor*, Fonds monétaire international, avril.
- JORDÀ T., SINGH S. et TAYLOR A. [2020], « Longer-run economic consequences of pandemics », *Covid Economics*, n° 1, p. 1-15.
- OCDE [2021], *Perspectives économiques de l'OCDE*, OCDE, Paris.

