

I/ Vue d'ensemble : l'économie mondiale évitera-t-elle le précipice ?

*Thomas Grjebine**

Une guerre au cœur de l'Europe, une inflation comme on n'en avait plus connu depuis des décennies, une baisse des salaires réels, un risque de fort ralentissement de la croissance, un resserrement de la politique monétaire, des turbulences sur les marchés boursiers, une crise énergétique inédite, des pénuries alimentaires : les perspectives de l'économie mondiale se sont considérablement assombries en 2022. L'histoire semble s'accélérer. Il y a encore quelques mois, beaucoup espéraient une reprise solide, portée par des plans de relance massifs et par une sortie progressive de la pandémie. La politique très expansionniste du président Biden devait en effet remettre l'économie américaine sur une trajectoire de forte croissance, rompant avec des années de « stagnation séculaire ».

Le déclenchement du conflit en Ukraine en février 2022 a douché tous ces espoirs et nous a fait basculer dans une nouvelle ère. La guerre est avant tout une tragédie humanitaire. Mais elle est aussi un révélateur et un amplificateur des tendances économiques apparues avant son déclenchement, qui semblaient alors transitoires, ou insuffisamment puissantes pour faire dérailler l'économie mondiale. C'est le cas de l'inflation, qui a atteint des niveaux record. Avant même l'invasion russe, de larges pressions sur les prix avaient poussé plusieurs grandes

* Thomas Grjebine est économiste au CEPII, responsable du programme scientifique « Macroéconomie et finance internationales ».

banques centrales à resserrer leur politique monétaire, avec pour conséquence une forte volatilité des prix des actifs depuis le début de l'année. La guerre a encore augmenté les prix des produits de base et intensifié les ruptures d'approvisionnement. Elle a surtout aussi accéléré le basculement vers un régime d'inflation plus forte.

Ainsi, en quelques mois, l'espoir d'une reprise solide a cédé la place aux craintes liées à un retour de la stagflation, une période de faible croissance et d'inflation élevée semblable à celle des années 1970. Cette période s'était achevée au début des années 1980, avec un resserrement monétaire brutal aux États-Unis, une récession mondiale, une réduction de l'inflation, et une vague de crises de la dette dans les pays en développement. Dans le contexte actuel, la situation pourrait être aggravée par les niveaux d'endettement et la financiarisation des économies, beaucoup plus élevés qu'ils ne l'étaient à l'époque. Les inquiétudes sur la gestion des dettes publiques sont particulièrement élevées dans la zone euro. La crise énergétique qui menace l'Europe pourrait également être très déstabilisatrice.

Ces défis considérables à court terme pourraient bouleverser l'ordre des priorités pour les gouvernements, avec le risque que la transition écologique soit reléguée au second plan. Les tensions politiques, internes et internationales, pourraient également être exacerbées dans un contexte où (géo)politique et économie devraient être encore plus intimement liées.

Des espoirs de reprise au plongeon dans la stagflation

Les espoirs douchés d'une reprise solide

La pandémie avait plongé l'économie mondiale dans une crise d'une ampleur historique, sans équivalent en temps de paix au moins depuis la Grande Dépression des années 1930. La paralysie de l'activité en 2020 avait conduit les gouvernements à prendre des mesures jugées inenvisageables quelques semaines plus tôt. Aussi spectaculairement que l'économie s'était arrêtée en 2020, elle avait rebondi en 2021. Les stigmates de la pandémie semblaient alors cicatriser très rapidement.

L'espoir d'une reprise solide était conforté par la volonté du président Biden de remettre l'économie américaine sur une trajectoire de forte croissance pour sortir de la stagnation

séculaire qui la caractérisait depuis des années. Depuis la crise financière de 2008, le pays subissait en effet une croissance molle bridée par l'insuffisance de la demande. La crise sanitaire avait renforcé cette tendance, en engendrant une épargne plus élevée des ménages qui exacerbait la faiblesse de la demande. En dépit de taux d'intérêt faibles, voire négatifs, l'investissement ne parvenait pas à absorber l'épargne privée. De ce point de vue, le choc Biden semblait initier un véritable changement de régime de croissance: la politique très expansionniste visait à sortir de cet équilibre de basse pression pour remettre l'économie américaine sur une trajectoire de plus forte croissance. L'accélération de l'inflation est venue percuter ces attentes et doucher les espoirs d'une reprise solide de l'activité.

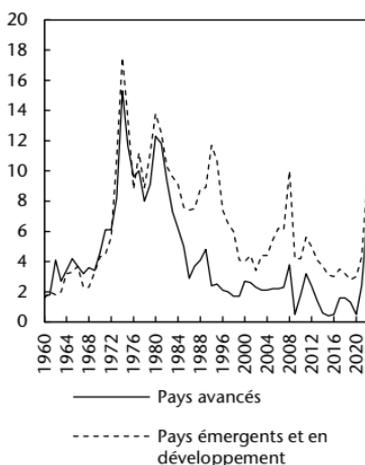
Le retour de l'inflation...

La guerre en Ukraine a aussi anéanti l'espoir d'une dissipation rapide de la poussée inflationniste observée dans de nombreux pays en 2021 et au début de 2022. Plus de la moitié des économies avancées (y compris les États-Unis et la zone euro) avaient des taux d'inflation supérieurs à 5 % avant même le début des hostilités (graphique 1a). Les pénuries de carburant et de denrées alimentaires causées par la guerre ont ainsi poussé à la hausse une inflation qui accélérât déjà. En décembre 2021, la croissance moyenne sur deux ans des prix de l'énergie était déjà de 45 % et celle des prix alimentaires de 40 % (graphique 1b).

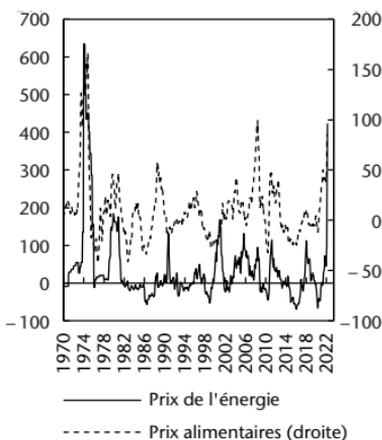
L'inflation en 2021 provenait de la conjonction d'une forte reprise de la demande et de contraintes sur l'offre. C'est aux États-Unis que la relance de la demande a été la plus spectaculaire, avec le plan de relance budgétaire de 900 milliards de dollars à la fin de l'année 2020, suivi d'un plan de 1 700 milliards de dollars en mars 2021 (voir chapitre II). Mais cette forte augmentation de la demande a buté sur des difficultés d'ajustement de l'offre provoquées par les perturbations des chaînes d'approvisionnement, à la suite des mesures de confinement, que les goulets d'étranglement dans les chaînes de valeur mondiales ont ensuite aggravées, mettant en lumière la fragilité de ces réseaux de production complexes, disséminés dans le monde entier pour réduire les coûts. L'accumulation de stocks de précaution, par les entreprises et les États, est venue accentuer ces difficultés. La Chine détenait ainsi en 2021 et dans la première moitié de 2022 près de 50 % des réserves mondiales de blé [Gouel, 2022].

Graphique 1. Inflation

a) Prix à la consommation



b) Prix de l'énergie et alimentaires



Note : pour l'année 2022, les séries sont calculées jusqu'au mois de mai.

Note : variation en % des indices mensuels des prix de l'énergie et des prix alimentaires sur une période de vingt-quatre mois.

Source : Banque mondiale.

La guerre en Ukraine n'a pas seulement provoqué un regain d'inflation. Elle a aussi retourné la perception qu'il s'agissait d'un phénomène transitoire. Des facteurs durables pourraient en effet conduire à sortir du régime de basse inflation que les pays occidentaux ont connu depuis trente ans (voir chapitre III). La mondialisation, qui permettait de tirer les prix vers le bas, pourrait être durablement affectée, notamment par les tensions géopolitiques. Le réchauffement climatique et la transition écologique pourraient eux aussi être une source durable de hausse des prix. Par ailleurs, si la croissance des salaires a été jusque-là modérée en dehors des États-Unis, les tensions sociales et les demandes d'augmentations salariales se multiplient. Les anticipations d'inflation pourraient finir par décrocher si des dispositifs institutionnels tels que l'indexation automatique et les ajustements du coût de la vie venaient à être mis en place.

... affecte le pouvoir d'achat et la croissance

Avec l'accélération de l'inflation et ses conséquences sur le pouvoir d'achat, les espoirs d'une reprise solide se sont évanouis

et la croissance a fortement baissé depuis le début de l'année 2022.

La croissance des salaires horaires réels est désormais négative dans la plupart des pays de l'OCDE, ce qui affecte fortement le pouvoir d'achat et la consommation. Les salaires réels devraient ainsi baisser en 2022 de près de 7 % en Grèce, de plus de 4 % en Espagne, de près de 3 % en Allemagne ou en Italie [OCDE, 2022]. Les hausses des prix alimentaires et de l'énergie touchent de manière disproportionnée les ménages les plus pauvres, qui ont peu de marge de manœuvre pour compenser cette hausse. L'OCDE [2022] anticipe pour 2022 une croissance mondiale de 3 %, soit 1,5 point de moins que ce qui était prévu en décembre 2021, et de 2,8 % en 2023. À plus long terme, la Banque mondiale prévoit que sur la décennie 2020 la croissance sera inférieure de 0,6 point de pourcentage à ce qu'elle était en moyenne sur les années 2010, déjà marquées par de nombreux chocs, et notamment la crise des dettes souveraines de 2010-2012 en Europe.

Ce ralentissement provient notamment des inquiétudes concernant la croissance chinoise. Le pays a représenté une part importante de la croissance mondiale – environ un quart – au cours des deux dernières décennies. Or le moteur semble se gripper. Pas seulement du fait de la politique zéro-Covid de cette année, mais parce que des facteurs structurels menacent la croissance chinoise. La population en âge de travailler a atteint un pic au début des années 2010 et devrait encore diminuer dans les années à venir. La croissance de la productivité du travail ralentit au fur et à mesure que la Chine se développe et rattrape son retard par rapport aux économies les plus avancées – une situation comparable à celle qu'ont connue le Japon et la Corée du Sud au cours des décennies précédentes. L'économie chinoise pourrait à plus court terme être affectée par de nouvelles mesures sanitaires très strictes (stratégie zéro-Covid) et par un retournement de son marché immobilier (voir *infra*).

Une forte incertitude en Europe, avec le risque d'une crise énergétique majeure

La croissance est également très incertaine en Europe du fait de sa forte exposition à la guerre en Ukraine. Les effets du conflit pourraient être plus lourds que prévu, en raison d'une interruption brutale, à l'échelle de toute l'Europe, des exportations de gaz russe, qu'elle soit le résultat des sanctions ou d'une réaction de

la Russie. Les sanctions juridiques, commerciales, financières et technologiques, imposées par trente-huit gouvernements d'Amérique du Nord, d'Europe et d'Asie, ont considérablement entravé l'accès de la Russie aux marchés mondiaux. Depuis les années 1930, aucune économie de la taille de la Russie n'avait été soumise à un tel éventail de sanctions [Mulder, 2022]. En outre, contrairement à l'Italie et au Japon des années 1930, eux aussi lourdement sanctionnés, la Russie est un exportateur majeur de pétrole, de céréales et d'autres produits de base, et l'économie mondiale est beaucoup plus intégrée.

Un des risques majeurs est l'arrêt complet des exportations d'énergie russe vers l'Europe. Si l'effet d'un tel choc est difficile à quantifier, il pourrait être considérable s'il devait prendre la forme d'une interruption brutale, alors que les stocks n'auraient pas encore été reconstitués et que les possibilités de passer rapidement à d'autres sources d'approvisionnement sont limitées. Selon les estimations de l'OCDE [2022], il conduirait à une baisse de la production européenne dans les secteurs de l'industrie manufacturière et des services marchands de près de 3 % (un choc comparable à la récession qu'a connue la France en 2009, à la suite de la crise financière). L'OCDE précise que ces estimations sont très incertaines, et les effets sur la production pourraient être sous-estimés, notamment si les entreprises arrêtaient complètement leur production plutôt que de la réduire proportionnellement. Les possibilités de substituer les ressources énergétiques pourraient de leur côté être surestimées, avec des conséquences d'autant plus lourdes que les pénuries se prolongeraient.

C'est en Allemagne que le débat sur l'effet des sanctions a été le plus virulent, notamment à la suite de l'étude de Bachmann *et al.* [2022] qui trouvait un effet moyen très faible sur le produit intérieur brut (PIB : - 0,3 %) d'un arrêt des importations d'énergie russes. Cette étude a été très critiquée par le gouvernement allemand. Le chancelier Olaf Scholz a ainsi affirmé qu'il était « irresponsable de s'appuyer sur des modèles qui ne fonctionnent pas » alors qu'un arrêt brutal des importations d'énergie pourrait représenter un changement structurel pour l'économie allemande. Le ministre de l'Économie Robert Habeck parle de son côté de conséquences massives pour les ménages et l'industrie, avec le risque d'effets en chaîne pour toute l'économie allemande. De nombreuses industries, notamment les plus consommatrices

d'énergie, comme la métallurgie, pourraient faire faillite. D'autres évaluations ont, par la suite, trouvé des effets plus importants. Krebs [2022] évalue qu'un arrêt total des importations de gaz russe pourrait conduire à une baisse du PIB allemand entre 3 % et 8 %.

L'Europe fait face au risque d'une pénurie énergétique historique à l'hiver 2022. Si le risque d'une cessation totale des livraisons de gaz russe devait se concrétiser, un rationnement en électricité et chauffage des ménages et des entreprises ne pourrait être exclu.

Une situation qui risque d'aggraver la pauvreté et les pénuries alimentaires

La guerre en Ukraine accentue également les risques de pénuries alimentaires dans de nombreuses économies en développement, très dépendantes des exportations agricoles russes et ukrainiennes. Avant le conflit, la Russie et l'Ukraine représentaient à elles deux 30 % environ des exportations mondiales de blé, 20 % des exportations de maïs, d'engrais minéraux et de gaz naturel, et 11 % des exportations de pétrole [OCDE, 2022]. Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement menacent plus particulièrement les économies à faibles revenus, qui sont très dépendantes de ces deux pays pour leurs produits alimentaires de base. L'arrêt des exportations de blé pourrait se traduire par de graves pénuries : plus de 80 % des importations de blé en Égypte, au Liban ou au Soudan proviennent de Russie et d'Ukraine (source : CEPII-BACI).

Avant même le déclenchement de la guerre, la hausse de l'inflation avait conduit à des risques importants pour la sécurité alimentaire des pays les plus pauvres, avec des augmentations des prix alimentaires très fortes : les prix mondiaux des aliments ont augmenté de 28 % en 2020, de 23 % en 2021, avant de bondir de 17 % en un seul mois, entre février et mars 2022 (indice FAO des prix des produits alimentaires). Les conséquences d'une telle augmentation des prix alimentaires sont d'autant plus dévastatrices qu'un ménage dans un pays à faibles revenus consacre environ deux tiers de ses ressources à la nourriture contre 25 % en moyenne dans un pays riche. Avec des finances publiques déjà mises à rude épreuve par la pandémie, les gouvernements pourraient avoir des difficultés à approvisionner leurs populations en produits alimentaires à des prix abordables, s'exposant ainsi à des risques de famine.

Le risque d'un domino financier

Le retour de l'inflation augmente aussi très fortement les vulnérabilités financières. Le parallèle avec la stagflation des années 1970 ne pousse pas à l'optimisme. Pour casser l'inflation, les dirigeants de l'époque avaient relevé fortement les taux d'intérêt, avec pour conséquences une récession mondiale et une série de crises de la dette dans les pays en développement. Une situation qui pourrait être aggravée dans le contexte actuel par le niveau d'endettement élevé et la financiarisation des économies. La zone euro pourrait être particulièrement vulnérable.

Un durcissement de la politique monétaire...

Depuis le début de l'année 2022, les conditions financières se sont considérablement durcies dans la plupart des pays. Dans les pays avancés, le resserrement est notable depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Pariant fin 2021 sur un phénomène transitoire, les banquiers centraux ont été surpris par la persistance de l'inflation qui a atteint, en juin 2022, 8,6 % dans la zone euro et 9,1 % aux États-Unis. C'est ce qui peut expliquer que les taux d'intérêt corrigés de l'inflation soient restés accommodants dans la plupart des pays: les taux réels ont même baissé à mesure que l'inflation augmentait. Les hausses de taux sont pour l'instant limitées par rapport au durcissement monétaire de la fin des années 1970: entre 1979 et 1981, la Réserve fédérale (Fed) avait augmenté son taux d'intérêt de 9 points de pourcentage.

Mais les banquiers centraux, misant désormais sur une hausse durable des prix, pourraient bien durcir fortement leur politique monétaire. « Je ne pense pas que nous allons revenir à un environnement de faible inflation », a ainsi affirmé Christine Lagarde fin juin 2022. La lutte contre l'inflation est même devenue en quelques mois la priorité absolue, au risque de déclencher une récession. Selon le directeur général de la Banque des règlements internationaux, Agustín Carstens, « assurément, il serait préférable d'avoir un atterrissage en douceur [de l'économie], mais même si ce n'est pas le cas, la priorité doit être de combattre l'inflation ».

... qui pourrait entraîner des effets en cascade sur les marchés financiers

Les hausses des taux nominaux ont d'ores et déjà provoqué des secousses sur les marchés financiers. Après une longue période de

taux d'intérêt exceptionnellement bas, les marchés ont réagi à la fois au durcissement de la politique monétaire et à la dégradation de la situation économique. Sur les six premiers mois de 2022, les grands indices boursiers ont connu des baisses très importantes. Le CAC 40 a plongé de plus de 15 % entre début janvier et fin juin 2022. Le choc a été plus violent encore pour la Bourse américaine. L'indice S&P 500 a chuté de près de 20 % et le Nasdaq de 29 %. Il s'agit de la plus forte baisse de l'histoire pour l'indice des valeurs technologiques (-25 % en 2002, -14 % en 2008).

Cette chute des cours expose par jeu de domino les institutions financières, notamment les fonds d'investissement qui ont eu massivement recours à l'effet de levier, c'est-à-dire à l'endettement pour accroître leurs capacités d'investissement, profitant des taux bas. C'est le cas des fonds alternatifs (*hedge funds*): la recherche du rendement a pu pousser certains de ces fonds à des prises de risque excessives dans un contexte de valorisations en hausse. Or, en cas de retournement du marché, ces fonds peuvent être amenés à déboucler rapidement des positions importantes (pour limiter leurs pertes) et se trouver dans l'incapacité de payer ou de refinancer leur dette vis-à-vis de leurs contreparties bancaires. Avec le risque que des faillites individuelles se transforment en perturbations plus systémiques. L'effondrement du fonds à effet de levier Archegos Capital Management en avril 2021 et les perturbations boursières qui l'ont accompagné sont symptomatiques de ce risque. Non seulement le capital d'Archegos a été largement anéanti, mais plusieurs banques, qui lui fournissaient des services de courtage, ont également subi des pertes importantes. Si les conséquences ont finalement été contenues, cette faillite souligne le risque posé par des intermédiaires financiers à fort effet de levier, logés dans des recoins peu réglementés du système financier (*shadow banking*).

Ces vulnérabilités au sein des intermédiaires financiers pourraient exposer les banques (bien que ces expositions soient relativement opaques). Les perspectives macroéconomiques sont également une source significative de risque à moyen terme pour les établissements bancaires, car les pertes de crédit pourraient être importantes, notamment si les taux d'intérêt devaient augmenter fortement (une brusque remontée des taux pourrait en effet fragiliser la qualité des créances). Les expositions directes des banques à l'évolution de la situation en Russie sont en

revanche relativement faibles [BRI, 2022]. Les banques françaises sont les plus exposées, avec des prêts qui représentaient avant le conflit près de 25 milliards de dollars.

La hausse des taux d'intérêt a aussi provoqué une crise des cryptomonnaies. De novembre 2021 à juin 2022, la valeur du bitcoin a presque été divisée par trois. Sur la même période, la capitalisation de l'ensemble du secteur est passée de 3 000 milliards de dollars à moins de 950 milliards. Les effondrements en mai de la *stablecoin* Terra (dont le cours était censé suivre le dollar) et de sa sœur jumelle Luna ont entraîné un mouvement de panique dans tout le secteur. Ces développements ont mis en lumière la nature profondément spéculative de ces actifs et leurs défauts structurels qui les rendent inadaptés pour servir de base à un système monétaire au service de la société [BRI, 2022].

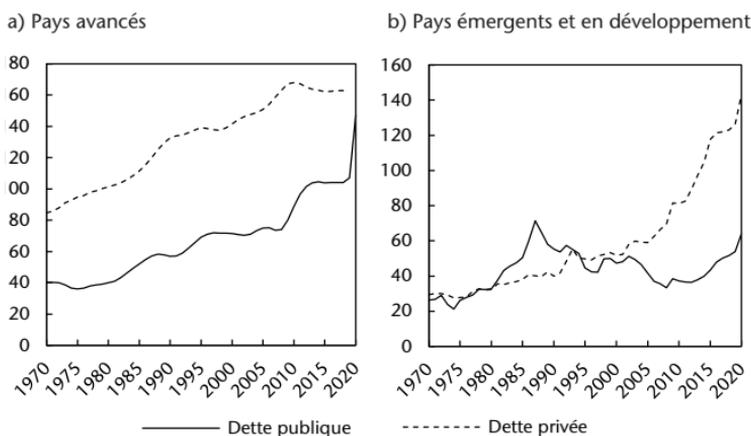
Le resserrement des conditions monétaires pourrait même fragiliser des actifs traditionnellement plus sûrs. Les obligations ont constitué une valeur refuge pour les investisseurs dans l'environnement de faible inflation de ces dernières décennies. Lors des crises, les baisses des taux d'intérêt pour relancer l'activité tendent à faire grimper les prix des obligations. Un phénomène inverse se produit actuellement : avec le retour de l'inflation et la hausse des taux directeurs des banques centrales, les investisseurs se détournent de la dette des États, provoquant une hausse de leurs coûts d'emprunt. De janvier à juin 2022, les taux sur les obligations souveraines américaines à dix ans sont ainsi passés de 1,5 % à 3,2 %, et le rendement de l'obligation assimilable du Trésor (OAT) française de même maturité de 0,2 % à 2,1 %, des niveaux inédits depuis 2014.

Des risques multiples de crises de la dette

Le resserrement des conditions monétaires pourrait également avoir des conséquences significatives sur la gestion des dettes, publiques et privées. L'économie mondiale a connu depuis 2010 la vague d'endettement la plus importante, la plus rapide et la plus synchronisée de ces cinquante dernières années. Plus d'une décennie de conditions financières exceptionnellement accommodantes a laissé les ménages, les entreprises et les États de nombreux pays très endettés (graphique 2).

Les tensions les plus fortes sont susceptibles de se produire dans les pays où les prêts à taux variable – sensibles à une hausse des taux directeurs – sont plus courants. À cet égard,

Graphique 2. Dette en % du PIB



plusieurs économies sont particulièrement exposées du fait de l'endettement immobilier des ménages. Les crédits immobiliers à taux variables représentaient ainsi sur la période 2016-2020 près de 65 % des nouveaux crédits en Suède, 54 % au Japon, 39 % en Espagne, 30 % en Italie [BRI, 2022]. Un retournement du marché immobilier pourrait également être une menace très sérieuse en Chine car sa croissance économique est très dépendante du secteur immobilier, qui représente près de 30 % du PIB chinois [Rogoff et Yang, 2020]. Les autorités chinoises ont introduit en 2021 un certain nombre de mesures visant à freiner l'endettement des promoteurs et à ralentir le marché immobilier. Elles ont néanmoins dû faire machine arrière, en assouplissant ces mesures, dès le début de l'année 2022, alors qu'un ralentissement du marché menaçait dangereusement la croissance.

Concernant les entreprises, le resserrement des conditions de financement et le démantèlement progressif des mesures de soutien liées à la pandémie, telles que les garanties de crédit, suscitent des préoccupations, même si les vulnérabilités sont restées limitées jusqu'à présent. Les taux d'intérêt moyens sont encore à des niveaux historiquement bas et les entreprises tendent à emprunter à long terme et à taux fixe, reportant ainsi les effets d'une hausse des taux. La capacité des entreprises à se (re)financer pourrait cependant être réduite par la baisse de la

valeur de leurs collatéraux (notamment en cas de retournement des marchés immobiliers).

L'augmentation des dettes publiques représente un danger plus sérieux dans de nombreux pays. Le risque concerne en particulier les pays endettés en devises étrangères. C'est le cas dans la zone euro car la devise européenne est comme une monnaie étrangère pour les pays membres, qui s'endettent dans une devise qu'ils ne contrôlent pas. L'inquiétude concerne principalement les pays du sud de l'Europe. Avec des niveaux de dette publique de plus de 200 % du PIB en Grèce, plus de 150 % en Italie, 123 % en Espagne, et des marges de manœuvre réduites pour la Banque centrale européenne (BCE), une fragmentation de la zone euro n'est plus à exclure. Le retour de l'inflation complique en effet la tâche de la Banque centrale, qui peut difficilement contrôler les *spreads* (les écarts entre les taux d'emprunt des États européens) tout en annonçant l'arrêt de son programme de rachat d'actifs et une hausse des taux. Les marchés testent la détermination de la BCE à lutter contre cette fragmentation. L'écart de rendements des obligations souveraines à dix ans entre l'Italie et l'Allemagne est ainsi monté jusqu'à 250 points de base mi-juin, 100 points de plus que début janvier.

L'endettement en devises étrangères est également une fragilité dans les pays émergents et en développement, où cette dette représente près de 25 % de la dette publique (contre 15 % en 2009). Des crises de la dette pourraient survenir dans ces pays d'autant plus rapidement que le durcissement des conditions monétaires dans les pays avancés conduira à une fuite des capitaux, à une dépréciation des devises, et ainsi à des difficultés accrues pour financer cette dette en devises étrangères. C'est ce qui s'était produit en 2013 lorsque la Fed avait augmenté ses taux (*taper tantrum*). De même, le resserrement de la politique monétaire américaine en 1979 (pour endiguer l'inflation) avait été le déclencheur d'une série de crises de la dette en Amérique latine, après le défaut de paiement du Mexique en 1982, qui s'était soldé pour ces pays par une « décennie perdue » [Bensidoun *et al.*, 2021]. Dans la situation actuelle, les pays émergents et en développement risquent de faire les frais d'une « fuite vers la sécurité », avec cependant une différenciation entre les pays importateurs et exportateurs de matières premières. Jusqu'à présent, les flux de capitaux ont été moins perturbés que lors des épisodes précédents, mais la guerre et les conséquences de

la pandémie pourraient mettre des économies sous pression. Au fur et à mesure que les conditions de financement mondiales se resserrent et que les monnaies se déprécient, le surendettement, auparavant limité aux économies à faibles revenus, pourrait s'étendre aux pays à revenus moyens.

La dette privée des économies en développement est une autre fragilité importante de l'économie mondiale. Les années 2010 ont été marquées par une très forte vague d'accumulation de dettes dans ces pays qui les rend très vulnérables à un resserrement des conditions financières. La dette privée est ainsi passée de 82 % du PIB en 2009 à 142 % en 2020 (graphique 2b). Il s'agit d'un danger spécifique par rapport à la situation qui prévalait à la fin des années 1970, où elle ne représentait que 32 % du PIB.

Menaces sur la transition écologique, tensions sociales et prééminence de la géopolitique

Une transition écologique reléguée au second plan ?

Alors que les décideurs s'efforcent de relever les défis urgents à court terme, le risque est de reléguer au second plan les enjeux fondamentaux de long terme, et notamment la transition écologique. Ce n'est pas la voie que semble avoir choisie la BCE, qui a confirmé son tournant vert en annonçant des critères environnementaux à partir d'octobre 2022 pour les obligations d'entreprises qu'elle achète ou qu'elle accepte en garantie. Plusieurs gouvernements pourraient en revanche être tentés de revoir l'ordre de leurs priorités. La réduction de la dépendance vis-à-vis d'acteurs jugés hostiles et la crise énergétique peuvent en effet conduire à revenir sur des politiques publiques adoptées ces dernières années en faveur de la transition écologique. Confronté à une pénurie de gaz, le gouvernement fédéral allemand prévoit ainsi de recourir davantage au charbon. Un projet de loi, qui devrait entrer en application en juillet 2022, autorise l'augmentation de la production d'électricité à partir du charbon jusqu'en mars 2024, en accroissant la production des centrales à charbon actives, en retardant la fermeture d'installations censées s'arrêter en 2022 et 2023, ou en réactivant certaines centrales fermées récemment. Même si elle n'est que provisoire, cette solution d'urgence va à l'encontre des objectifs climatiques de l'Allemagne. Le président Biden a, de son côté, annoncé en

avril 2022 sa décision de relancer la production de pétrole et de gaz aux États-Unis, en contradiction avec l'une de ses promesses de campagne. Une victoire des Républicains aux élections de mi-mandat en novembre 2022 relèguerait encore davantage la transition écologique au second plan.

La transition écologique pourrait être d'autant plus menacée que les tensions sociales risquent de s'exacerber avec le retour de l'inflation. Les mesures environnementales, comme les taxes sur les émissions de CO₂, sont encore plus difficiles à prendre dans un contexte de baisse du pouvoir d'achat. Il en va de même des mesures visant à interdire les véhicules les plus polluants, qui peuvent être jugées pénalisantes pour les ménages modestes.

Au-delà de leurs effets sur la transition écologique, les fortes hausses de prix peuvent menacer la cohésion déjà fragile de nos sociétés avec des risques d'embrasement – le souvenir du mouvement des Gilets jaunes n'est pas loin. Et ce d'autant que les périodes d'inflation sont des périodes d'exacerbation des tensions sociales. La flambée des prix des denrées alimentaires et la hausse brutale des prix mondiaux des carburants pourraient être particulièrement déstabilisatrices dans les pays émergents, qui disposent de marges de manœuvre limitées et dépendent fortement des importations d'énergie pour leur consommation de base. Historiquement, les flambées des prix alimentaires ont conduit à d'importants mouvements sociaux et politiques.

Remodelage géopolitique

Si la cohésion interne de nos sociétés est menacée, les tensions géopolitiques sont aussi exacerbées par la guerre en Ukraine et par les dépendances qu'elle révèle. La sécurité énergétique et alimentaire, et la sécurisation des minerais et métaux stratégiques sont devenues des enjeux économiques et géopolitiques considérables [Bonnet *et al.*, 2022]. La Chine en a eu conscience avant les autres pays, mais les économies occidentales essaient de rattraper leur retard, notamment en tentant de diversifier leurs approvisionnements, de constituer des stocks stratégiques, ou en renforçant leurs investissements à l'étranger.

La pandémie et la guerre en Ukraine vont, à n'en pas douter, changer le visage de la mondialisation. Les entreprises sont incitées à diversifier leurs sources d'approvisionnement pour réduire la dépendance à l'égard de pays jugés hostiles. Dans cette nouvelle mondialisation, marquée par des tensions politiques

plus fortes, la géopolitique pourrait devenir un déterminant plus important de la structure des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les tensions géopolitiques menacent également les règles qui ont régi les relations économiques internationales depuis la Seconde Guerre mondiale, avec la perspective de rivalités de plus en plus tendues entre les grandes puissances. Cela pourrait faire dérailler les efforts internationaux en faveur de la lutte contre le changement climatique et saper les efforts multilatéraux visant à améliorer les cadres de résolution des dettes. La crise sanitaire illustre l'importance d'une coopération internationale avec des défis communs majeurs, sur fond d'interdépendances étroites. À la place se profilent des tensions internationales accrues qui pourraient déstabiliser tout le cadre multilatéral. D'ores et déjà, la guerre en Ukraine a entraîné une augmentation des dépenses de défense en Europe et dans d'autres régions. C'est outre-Rhin que cette hausse est la plus spectaculaire, avec l'annonce d'un fonds de 100 milliards d'euros pour renforcer l'armée allemande.

La guerre a aussi rappelé l'importance géopolitique du système monétaire international, en particulier la puissance conférée au pays émetteur de la devise clé. La capacité des États-Unis et de leurs alliés à geler une grande partie des réserves en devises de la Russie montre ce que signifie ce pouvoir. Les avoirs chinois en dollars, qui représentent près de 40 % des 3 100 milliards de dollars des réserves en devises étrangères de l'empire du Milieu, pourraient ainsi être bloqués du jour au lendemain par les États-Unis si jamais les tensions entre les deux pays se dégradaient.

Le retour de l'inflation bouleverse l'économie mondiale. Est-il pour autant de nature à entraîner un changement durable du régime de croissance? Pour Lawrence Summers [2022], une fois l'inflation sous contrôle, un retour de la stagnation séculaire ne peut être exclu. Selon lui, les taux d'intérêt pourraient revenir à un niveau bas du fait de l'augmentation de l'épargne résultant du vieillissement de la population et de l'incertitude qui viendrait pénaliser l'investissement. Mais un autre scénario est possible si les gouvernements investissaient massivement en faveur de la transformation verte. La Commission européenne estime à 1 600 milliards d'euros (environ 9 % du PIB de l'Union européenne) les investissements annuels nécessaires pour parvenir, d'ici à 2030, à réduire les émissions de gaz à effet de

serre d'au moins 40 %. Si de tels investissements étaient réalisés, l'excédent d'épargne trouverait à se résorber, la stagnation séculaire serait écartée et l'environnement préservé [Arquié, 2021]. Ce scénario pourrait cependant être sérieusement compromis si la guerre en Ukraine, au lieu d'accélérer la transition écologique, venait la reléguer au second plan.

Repères bibliographiques

- ARQUIÉ A. [2021], « La stagnation séculaire : inéluctable, évitable ou... acceptable ? », in CEPII, *L'Économie mondiale 2022*, La Découverte, « Repères », Paris, p. 57-72.
- BACHMANN R., BAQAEI D., BAYER C., KUHN M., LÖSCHEL A., MOLL B., PEICHL A., PITTEL K. et SCHULARICK M. [2022], « What if? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia », *EconPol Policy Report*, Ifo Institute, vol. 6, n° 36.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (BRI) [2022], *Annual Economic Report 2022*, BRI, juin.
- BENSIDOUN I., ENZO et JEAN S. [2021], *La Folle Histoire de la mondialisation*, Les Arènes, « Les Arènes BD », Paris.
- BONNET T., GREKOU C., HACHE E. et MIGNON V. [2022], « Métaux stratégiques : la clairvoyance chinoise », *La Lettre du CEPII*, n° 428, juin.
- GOUEL C. [2022], « Chaos in world trade ? », Le Club du CEPII, 28 juin.
- KOSE M. A., NAGLE P., OHNSORGE F. et SUGAWARA N. [2021], *Global Waves of Debt. Causes and Consequences*, Banque mondiale, Washington, DC.
- KREBS T. [2022], « Economic consequences of a sudden stop of energy imports: the case of natural gas in Germany », *ZEW Discussion Paper*, n° 22-021, juillet.
- MULDER N. [2022], « The sanctions weapon », FMI, *Finance & Development*, juin.
- OCDE [2022], *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2022, n° 1, juin.
- ROGOFF K. et YANG Y. [2020], « Peak China Housing », *NBER Working Paper*, n° 27697, août.
- SUMMERS L. [2022], « Inflation and secular stagnation », discours prononcé à Londres, février.