

I/ Vue d'ensemble : état de choc

*Sébastien Jean**

La pandémie de Covid-19 a plongé l'économie mondiale dans une crise d'une ampleur historique, sans équivalent en temps de paix au moins depuis la dépression des années 1930. En amenant la plupart des gouvernements à prendre des mesures généralement jugées inenvisageables quelques semaines plus tôt, elle a brutalement paralysé l'activité économique à une échelle sans précédent. Même si beaucoup d'incertitudes demeurent, à commencer par celles concernant les aspects sanitaires, cet épisode apparaît d'ores et déjà comme un accident économique majeur à l'échelle mondiale. L'impact économique est atypique autant que spectaculaire : immédiat et durable, réel et financier, mondial et hétérogène. Il offre un éclairage unique sur le fonctionnement de l'économie mondiale et sur ses vulnérabilités, qu'il faut attentivement analyser pour en tirer les leçons, à défaut de pouvoir en prédire les conséquences. Car, au-delà des chiffres incertains mais impressionnants de ses répercussions, cette crise est suffisamment profonde pour altérer substantiellement les grands équilibres économiques mondiaux et laisser des stigmates qui seront longs à cicatriser.

Pire qu'une crise, un désastre

Les sujets de préoccupation ne manquaient pas à l'orée de l'année 2020 sur l'activité mondiale et ses conséquences, pour

* Sébastien Jean est directeur du CEPII.

des raisons purement économiques (risque de retournement de la conjoncture aux États-Unis, ralentissement structurel de la croissance chinoise, crises dans des pays comme l'Argentine et la Turquie), mais également en raison de tensions géopolitiques croissantes et d'une déstabilisation des cadres de coordination internationale, sur fond d'urgence environnementale toujours plus pressante. Mais la crise sanitaire a brutalement interrompu le cours de l'activité mondiale à partir des mesures de confinement de la région de Wuhan, décidées le 23 janvier et étendues dans les jours suivants à l'essentiel de la Chine. Moins de deux mois plus tard, ce qui venait d'être officiellement reconnu comme une pandémie flambait en Europe, avant de s'abattre sur les Amériques et de s'étendre notamment en Asie du Sud, aucun pays au monde n'étant véritablement épargné, même si la contagion restait limitée en Afrique et en Océanie, en tout cas jusqu'au début de l'été.

D'après les estimations du BIT, fin mars 2020, près de 90 % des travailleurs dans le monde vivaient dans un pays recommandant ou imposant des mesures de fermeture des lieux de travail [BIT, 2020]. Ces mesures de confinement, prises pour endiguer une contagion galopante, ont paralysé l'activité économique de plusieurs manières : la limitation stricte des déplacements des personnes et la fermeture de nombreux lieux de production, d'échange ou de rassemblement ont empêché beaucoup d'entreprises de maintenir leur activité, tandis que la consignation à domicile des personnes limitait leur consommation au strict minimum. C'est donc à la fois l'offre et la demande qui ont été frappées de manière concomitante, par une cause extérieure à la sphère économique. Les conséquences ont été spectaculaires puisque la plupart des pays appliquant des mesures de confinement ont vu leur activité économique baisser de l'ordre de 25 % à 35 % par rapport à son niveau habituel ; l'Insee estimait ainsi que l'activité productive en France au mois d'avril 2020 était inférieure de 29 % à son niveau « normal », tandis que la consommation était diminuée de 31 %, des ordres de grandeur proches de ceux donnés par l'OCDE pour les pays du G7 (– 25 % à – 30 % dans la plupart des cas pour l'activité productive, – 30 % à – 35 % pour la consommation privée) et cohérents avec les chiffres disponibles pour les économies émergentes appliquant des mesures de confinement strictes, comme l'Inde et la Chine, la baisse estimée du nombre d'heures travaillées atteignant même 45 % au Mexique

[Insee, 2020 ; OCDE, 2020a]. Dès lors qu'il est apparu que les périodes de confinement nécessaires seraient longues, de l'ordre d'une dizaine de semaines le plus souvent, et que le retour à la normale serait progressif, ces chiffres impliquaient que les conséquences économiques seraient de très grande ampleur, faisant de cet épisode non pas une crise économique parmi d'autres, mais un événement d'une gravité rare : un désastre macroéconomique, pour reprendre le terme popularisé par Robert Barro [2006].

Les activités les plus touchées ont été celles tributaires de la mobilité des personnes et de la capacité de les rassembler, à commencer par l'hôtellerie-restauration, le transport, le tourisme, les spectacles et divertissements, mais la fabrication de matériels de transport a été également très affectée, à la fois en raison de fermetures de sites et de l'effondrement des ventes, et beaucoup d'autres secteurs industriels ont souffert, tout comme le commerce de détail non alimentaire (excepté sa composante « en ligne »). À l'inverse, la production agricole et agroalimentaire a généralement été maintenue, tandis que celle de produits de santé montait en flèche pour lutter contre la pandémie. L'impact est donc très inégal, mais les dégâts économiques sont massifs, une grande partie des entreprises et des travailleurs indépendants se retrouvant confrontés à un tarissement brutal de leurs recettes. À court terme, la question reste de savoir s'ils seront capables de faire face à leurs charges, et pour combien de temps ; mais le défi va bien au-delà, puisqu'il s'agit de s'adapter à une conjoncture qui risque de rester durablement déprimée.

Tant que l'épidémie a pu paraître contenue à la Chine, ses répercussions financières sont restées pour l'essentiel limitées à ce pays, avec des tensions sur les marchés financiers qui sont restées maîtrisées et une chute des cours de Bourse de l'ordre de 15 % à la suite du confinement. Lorsque la menace d'une contagion plus large s'est précisée, en revanche, elle a brusquement inversé l'optimisme relatif qui prévalait sur les marchés financiers, alors que la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine semblait marquer une pause, matérialisée par l'accord dit « de phase 1 » signé le 15 janvier 2020 à Washington. Dans les semaines qui ont suivi le 20 février, les risques ont été fortement réévalués à la hausse par les acteurs des marchés financiers, provoquant des ventes massives de tous les actifs considérés comme risqués et une recherche effrénée de liquidités et de sécurité. Les marchés boursiers se sont effondrés (le CAC 40 et le Dow Jones perdant

40 % de leur valeur en un mois), dans un contexte de poussée de volatilité et de doublement des écarts de rendement entre les obligations d'entreprises et les titres souverains, ces derniers baissant fortement. Sur les marchés internationaux, ce qu'il faut bien appeler une panique s'est traduit par la sortie de presque 100 milliards de dollars des économies émergentes dans le mois qui a suivi le 20 février. Ces retraits massifs ont naturellement provoqué une hausse du dollar, de 6 % vis-à-vis de la moyenne des partenaires des États-Unis au cours de ce même mois.

Dans ces différentes dimensions, le choc sur les marchés financiers s'est révélé plus brutal encore que celui de la crise financière qui avait suivi la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 [Ortmans et Tripier, 2020]. Il faut dire que la recherche de rendements, dans un contexte de politiques monétaires accommodantes et donc de taux d'intérêt très faibles sur les dettes souveraines, avait nourri une prise de risque croissante des acteurs financiers, matérialisée aussi bien par la hausse du crédit en devises à des entreprises des pays émergents que par le développement de prêts à haut rendement, non intermédiés par les banques [Aglietta et Khanniche, 2020]. De fait, l'endettement total (public et privé) avait considérablement augmenté depuis la crise financière, passant de 250 % du PIB en 2008 à 268 % en 2019 pour les économies avancées, et de 119 % à 189 % pour les pays émergents, avec une dynamique particulièrement forte pour les entreprises des économies émergentes (en Chine notamment), dont la dette a augmenté de 80 % au cours de cette période.

Une intervention massive des gouvernements et des banques centrales

Face à un tel cataclysme économique, la nécessité d'une intervention puissante des gouvernements et des banques centrales était une évidence qui n'a guère souffert de contestation. La nature très particulière du choc, suspendant temporairement une grande partie de l'activité économique, a également induit une large convergence sur les objectifs à poursuivre. Dans un premier temps, il était vain d'essayer de limiter le ralentissement puisque le confinement imposait des contraintes physiques à l'activité économique, l'important était de protéger les entreprises pour limiter les faillites et soutenir le

revenu des ménages qui étaient empêchés de travailler. L'aide aux entreprises est principalement passée par des reports et annulations de charges fiscales et de cotisations sociales, par le soutien à leur trésorerie au travers des mesures de politique monétaire, d'assouplissement des contraintes réglementaires et de prêts garantis par l'État, et dans certains cas par une prise de participation ou des nationalisations partielles. Quant au soutien aux ménages, plus disparate et hétérogène, il s'est essentiellement appuyé sur des transferts directs (de façon plus ou moins ciblée, les États-Unis les étendant par exemple à l'ensemble des ménages dont le revenu annuel était inférieur à 75 000 dollars), sur des mesures de subventionnement du chômage partiel (massives en Europe) ou d'extension de l'assurance chômage, voire sur des mesures d'assistance sociale. Dans un second temps, une fois passé la phase de confinement proprement dite, c'est la relance de l'économie qui est devenue la priorité, l'expérience montrant qu'elle n'est que progressive, risquant d'ajouter une dépression durable de la demande à la paralysie initiale de l'activité.

L'échelle des interventions budgétaires a été sans précédent : au mois de juin 2020, les mesures annoncées représentaient un total mondial de près de 11 000 milliards de dollars, correspondant pour moitié à des dépenses effectives ou à des recettes abandonnées, pour moitié à des prêts, garanties ou apports en capital, dont le coût effectif pour les budgets publics dépendra de la mesure dans laquelle les bénéficiaires feront défaut [FMI, 2020]. Dans ces conditions, le FMI estime que la somme des déficits publics devrait atteindre 13,9 % du PIB au niveau mondial en 2020, un niveau sans précédent en temps de paix, plus de trois fois supérieur à celui de 2019 (3,9 %). Cette explosion des déficits, conditionnée de fait par la capacité d'intervention des États, est significativement plus marquée dans les économies avancées (16,6 % du PIB) que dans les économies émergentes (10,6 %) et les pays en développement à faible revenu (6,1 %).

Les banques centrales ont elles aussi pris des mesures exceptionnelles, aussi bien par leur ampleur que par leur nature, pour éviter une crise de liquidités, stabiliser les marchés et restaurer un minimum de confiance. En Chine, ces interventions ont pris des formes variées pour maintenir des taux bas et fournir des liquidités, mais elles sont restées relativement prudentes. La contagion en zone euro a rapidement concentré l'attention sur l'Italie, ajoutant aux inquiétudes sur la trésorerie des entreprises

des craintes sur les conditions de financement de certains États membres. Le 12 mars, l'annonce par la BCE d'une extension de 120 milliards d'euros de son programme d'achat d'actifs et de mesures visant à faciliter le crédit, accompagnée d'une déclaration maladroite de sa présidente laissant planer un doute sur son engagement à limiter les écarts entre les taux sur les dettes des États membres, n'a pas réussi à dissiper ces craintes, au contraire ; pour y parvenir, la BCE a dû tenir en urgence une nouvelle réunion de son conseil le 18 mars, au terme de laquelle elle a notamment annoncé un nouveau programme d'achat d'actifs (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) de 750 milliards d'euros d'ici fin 2020, assorti d'assouplissements réglementaires permettant notamment de lever les contraintes pesant sur la répartition par pays et de diversifier les actifs concernés et de déclarations clarifiant la volonté de son conseil de faire plus si cela se révélait nécessaire pour restaurer la confiance. Ce programme a été porté à 1 350 milliards d'euros le 4 juin. L'échelle de ces interventions est massive, puisqu'elles ont fait passer le bilan de l'Eurosystème de 4 702 milliards d'euros le 6 mars à 6 322 milliards le 17 juillet, soit déjà près de 60 % du PIB de la zone euro.

L'intervention de la Réserve fédérale américaine a été plus radicale encore. Ayant précédemment fait savoir qu'elle augmenterait d'au moins 500 milliards de dollars ses détentions de bons du Trésor et de 200 milliards de dollars ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires, elle annonçait le 23 mars qu'elle interviendrait sans limitation de montant, une première, pour restaurer un fonctionnement apaisé des marchés, tout en dévoilant des programmes d'achats de titres de dette d'entreprises, un pas qu'elle n'avait jamais franchi jusque-là. Illustrant une nouvelle fois son rôle de prêteur en dernier ressort dans la finance internationale, la Fed annonçait également la mise à disposition de lignes de swap pour quatorze banques centrales étrangères, leur garantissant un accès à la liquidité en dollars.

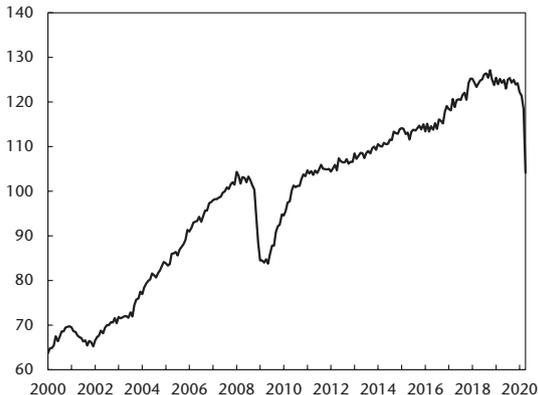
Ces interventions sont marquantes, parce qu'elles ont amené les banques centrales à tenir véritablement le marché à bout de bras, c'est-à-dire à soutenir son fonctionnement en jouant leur rôle traditionnel de prêteur en dernier ressort de façon très active (y compris avec une grande attention portée à l'accès effectif de petites et moyennes entreprises à la liquidité), mais également en allant plus loin pour assurer celui d'acheteur en

dernier ressort. C'est seulement lorsque les banques centrales des économies avancées et émergentes ont annoncé un ensemble de mesures sans précédent, allant bien au-delà de celles mises en œuvre lors de la crise financière mondiale de 2008, que les marchés se sont stabilisés [BRI, 2020]. Début juin, les conditions du marché s'étaient améliorées au point de paraître à beaucoup déconnectées de l'économie réelle.

La réaction des échanges et des marchés internationaux

En perturbant gravement l'activité économique dans la plupart des pays, la crise sanitaire a évidemment bouleversé la situation commerciale internationale, les pays prenant des mesures de confinement voyant le volume de leurs échanges chuter de 10 % à 30 % dans la plupart des cas. L'impact sur les échanges mondiaux de marchandises, qui stagnaient déjà en volume depuis le début 2018, a donc été brutal et massif (graphique 1). Dans la mesure où le commerce international est généralement plus cyclique que le reste de l'activité, on aurait pu s'attendre à une chute

Graphique 1. **Indice mensuel du volume des échanges mondiaux de marchandises**
(2010 = 100)



Note : la dernière observation est celle d'avril 2020.

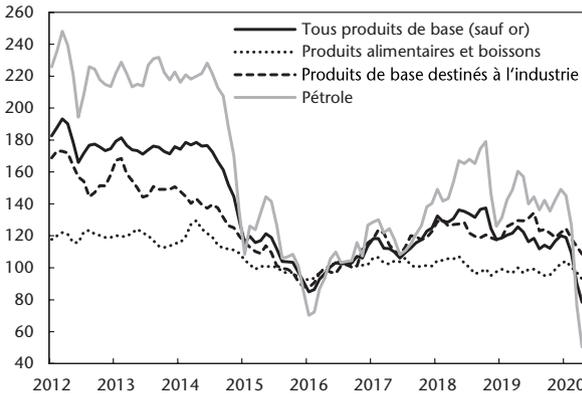
Source : World Trade Monitor, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

plus marquée encore, mais cette crise est également atypique à cet égard, notamment parce qu'elle a très durement frappé des secteurs de services comme le tourisme, l'hôtellerie-restauration ou les spectacles, assez peu liés au commerce international de marchandises. D'après l'OMC, le volume du commerce mondial de marchandises avait régressé de 3,5 % au premier trimestre par rapport à son niveau de 2019, et cette baisse devrait atteindre 18,5 % au deuxième trimestre.

À l'automne 2008, les gouvernements des pays du G20 avaient réagi au contexte de crise aiguë par des déclarations affirmant leur volonté commune de coordonner leurs réponses et de rejeter le protectionnisme. Rien de tel cette fois-ci. Au contraire, c'est le caractère désordonné des réponses qui a été frappant, notamment au travers des multiples restrictions aux exportations mises en œuvre sur les produits utiles à la lutte contre la pandémie, qu'il s'agisse d'équipements de production (masques en particulier), de respirateurs artificiels ou de médicaments, et dans certains cas également sur les produits alimentaires. Fin avril 2020, environ quatre-vingts pays avaient pris de telles mesures, y compris au sein de l'UE.

Naturellement, le coup d'arrêt brutal aux échanges a eu des répercussions fortes sur les prix, tout particulièrement ceux des matières premières (graphique 2). Les produits alimentaires n'ont été que faiblement affectés, leur caractère de première nécessité préservant la demande. Pour les produits de base destinés à l'industrie, en revanche, le repli subit de la demande a provoqué une baisse des prix moyens de 13 % entre janvier et avril. Pour le pétrole, l'effondrement de la demande est survenu sur fond de désaccord entre grands pays producteurs, l'Arabie saoudite ne parvenant plus à convaincre ses partenaires au sein de l'OPEP+, notamment la Russie, de mettre en œuvre une limitation concertée de leur production. Dans ces conditions, l'Arabie saoudite a choisi de pousser sa production sans frein, précipitant une dégringolade spectaculaire : de près de 72 dollars le 6 janvier 2020, le prix du baril de Brent est passé à moins de 16 dollars le 22 avril, le prix de référence aux États-Unis passant même brièvement en territoire négatif [Mignon, 2020]. Même s'il peut paraître rocambolesque, cet épisode pourrait bien laisser une trace profonde sur le marché du pétrole, dans la mesure où la réaction saoudienne apparaît comme une tentative de reprendre la main dans la structuration du marché mondial. Si une telle chute de

Graphique 2. **Indices des prix des matières premières**
(2016 = 100)



Note : indices de prix mesurés en dollars.

Source : FMI.

prix est extrêmement coûteuse pour tous les producteurs, elle est beaucoup plus facilement soutenable par l'Arabie saoudite grâce à ses coûts d'extraction très faibles et ses réserves immenses. Pour la Russie, les conséquences budgétaires seront nettement plus délicates à gérer ; pour beaucoup de producteurs américains de pétrole de schiste, c'est la faillite à court terme. En poussant sa production, l'Arabie saoudite semble avoir fait le pari que ses concurrents importants seraient soit emportés, soit contraints de se rallier à ses propositions de contrôle de l'offre. En somme, alors que l'OPEP ne contrôle aujourd'hui guère plus de 40 % de la production mondiale, il s'agit d'une tentative d'imposer une cartellisation de la production dans un cadre élargi.

Premier bilan et perspectives

Au début de l'été 2020, où sont écrites ces lignes, la situation sanitaire reste très incertaine. La pandémie semble sous contrôle fragile en Asie de l'Est, en Océanie et dans l'Union européenne, mais la situation reste inquiétante en Asie du Sud, au Moyen-Orient, en Afrique du Sud et dans les Amériques, tandis que l'évolution à venir en Afrique est très difficile à anticiper et que

la menace d'une deuxième vague paraît réelle partout. Il est néanmoins possible de tirer un premier bilan économique de cette crise et, à défaut de prévisions précises, de formuler des scénarios pour la suite.

L'année 2020 sera désastreuse pour l'économie mondiale, cela ne fait pas de doute. Les institutions internationales chiffrent le taux de croissance mondial entre -4% et $-7,6\%$, le FMI le prévoyant à $-4,9\%$, après $+2,9\%$ en 2019. Cette chute de revenu est hors normes, la seule croissance négative au niveau mondial depuis quatre décennies ayant été enregistrée en 2009, à $-0,1\%$.

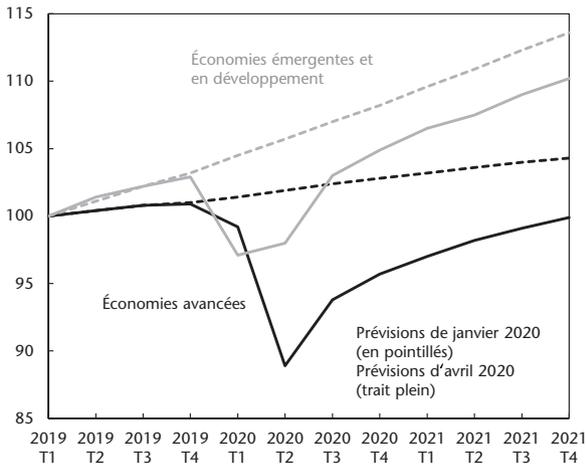
Selon ces prévisions, plus de 90 % des pays subiraient une baisse de leur PIB par tête en 2020, mais les performances seraient très hétérogènes. La chute serait plus marquée dans les économies avancées ($-8,0\%$), la zone euro et le Royaume-Uni étant les plus touchés ($-10,2\%$ dans les deux cas), les États-Unis se situant dans la moyenne. Le Japon, qui a évité un confinement strict généralisé, serait relativement épargné ($-5,8\%$), de même que les autres économies avancées ($-4,8\%$), qui incluent notamment la Corée du Sud, l'Australie, plusieurs pays européens hors zone euro et Singapour. Les économies émergentes et en développement verraient leur PIB chuter de $3,0\%$ dans l'ensemble, les plus touchés étant les pays d'Amérique latine ($-9,4\%$), et dans une moindre mesure l'Arabie saoudite ($-6,8\%$), la Russie ($-6,6\%$) et l'Inde ($-4,5\%$). L'Afrique subsaharienne afficherait une baisse moyenne de $3,2\%$, tirée vers le bas par le Nigéria ($-5,4\%$) et surtout l'Afrique du Sud ($-8,0\%$). C'est finalement l'Asie de l'Est qui s'en sortirait le mieux, les grands pays de l'ASEAN limitant la perte à $2,0\%$ en moyenne, tandis que la Chine serait la seule grande économie à afficher une croissance positive, à $1,0\%$.

Le choc sur l'emploi est massif. L'OCDE estime que le taux de chômage moyen parmi ses pays membres serait passé de $5,3\%$ à la fin 2019, son niveau le plus faible depuis cinquante ans, à près de $11,4\%$ en juin 2020, une hausse trois fois supérieure à celle subie à la suite de la crise financière mondiale de 2007-2008, et qui pourrait bien s'aggraver encore dans les mois qui viennent [OCDE, 2020b]. Encore ces pays sont-ils les mieux à même de mettre en œuvre des mesures de protection de l'emploi et d'atténuation de ses conséquences. La situation est plus dramatique encore dans les économies en développement, où le travail informel, très développé, est frappé de plein fouet. Le BIT estime ainsi

que les travailleurs du secteur informel, 1,6 milliard au total, soit près de la moitié de la force de travail mondiale, sont exposés à un danger immédiat de perdre leur gagne-pain et que les premiers mois de crise ont fait chuter leurs revenus de 60 % en moyenne. Toutes catégories confondues, l'emploi mondial total mesuré en heures de travail aurait chuté de 10,5 % au cours du premier semestre 2020 [BIT, 2020]. Ces chiffres laissent entrevoir l'ampleur du choc, avec des conséquences dévastatrices sur les conditions de vie des plus démunis : d'après la Banque mondiale, la crise pourrait faire glisser 40 à 60 millions de personnes dans l'extrême pauvreté, définie comme un revenu inférieur à 1,9 dollar par jour [Lakner *et al.*, 2020].

À court terme, l'évolution dépendra de la rapidité avec laquelle les économies sortiront de cette ornière. L'hypothèse privilégiée pour l'instant est celle d'une sortie de crise « en profil d'aile d'oiseau », que le FMI retient à la fois pour les économies avancées, émergentes et en développement (graphique 3). Elle reflète un rebond relativement rapide de l'activité dans un premier temps, lorsque la sortie du confinement et le desserrement des contraintes de distanciation permettront de retrouver

Graphique 3. Les prévisions du FMI sur l'évolution du PIB par groupe de pays



Source : FMI.

des conditions d'activité plus proches de la normale. La phase suivante de la récupération sera cependant plus lente, pour plusieurs raisons : d'abord, les mesures de distanciation physique et les opérations de dépistage, suivi, traçage et isolement (DSTI) seront les principaux instruments de lutte contre la diffusion du virus, et elles auront un impact négatif sur la productivité ; ensuite, la crise pourrait durablement peser sur le revenu disponible d'une partie des ménages, freinant la demande, et sur la santé des entreprises, pesant sur l'investissement. La capacité des économies à rebondir dépendra toutefois également de la solidité de leur secteur bancaire. Si les politiques volontaristes des banques centrales semblent prémunir les banques commerciales du risque d'illiquidité, la fragilisation d'un grand nombre d'entreprises pourrait dégrader dangereusement leur bilan et mettre en péril leur solvabilité, malgré l'importance des garanties apportées par les États sur les emprunts dans le cadre de la réponse à la crise [Coupey-Soubeyran *et al.*, 2020].

Le monde macroéconomique d'après

Reste la question de savoir quelles seront les perspectives de croissance à plus long terme, car cette crise laissera des traces profondes à plusieurs égards. D'abord sur la dette publique, dont le FMI estime qu'elle passera, au niveau mondial, de 83 % du PIB fin 2019 à 102 % un an plus tard. Dans les économies avancées, les banques centrales en détiennent d'ailleurs une partie importante, supérieure au quart dans quatorze pays de l'OCDE, et approchant la moitié au Japon [OCDE, 2020c]. Sur le tissu productif ensuite, avec de nombreuses défaillances d'entreprises (qui augmenteraient d'un tiers en 2020 dans le monde par rapport à l'année précédente, selon la COFACE) et un bilan très dégradé pour beaucoup d'autres, qui risque de peser durablement sur l'investissement. Le comportement des agents économiques pourrait également s'en trouver affecté : l'examen des épisodes historiques de pandémies montre ainsi que leurs effets macroéconomiques persistent en moyenne pendant quarante ans. Cette persistance résulte en particulier de taux d'intérêt déprimés, en raison d'une augmentation de l'aversion au risque et de l'épargne de précaution. À la différence des guerres, les pandémies, ne détruisant pas massivement du capital productif, n'ont pas d'effet stimulant sur l'investissement [Jordà *et al.*, 2020].

Ces stigmates pourraient bien renforcer la tendance à la stagnation séculaire qui s'affirme depuis la crise financière mondiale : en dépit de taux d'intérêt faibles, voire nuls ou négatifs, l'investissement ne parvient pas à absorber l'épargne privée, sur fond de demande atone, de pressions déflationnistes et de croissance poussive de la productivité. La chute spectaculaire des anticipations d'inflation observée aux États-Unis au mois de mars 2020, tout comme la baisse de l'inflation des prix de production en Chine à son plus bas niveau depuis quatre ans en avril, entre autres, suggèrent que ce risque est réel. Pour les économies avancées en particulier, le défi sera d'éviter un cercle vicieux de ralentissement, et les politiques de relance joueront un rôle central pour y répondre. En dépit du niveau élevé des dettes publiques, le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt rend la charge de la dette tout à fait supportable, et souvent significativement inférieure à ce qu'elle était avant la crise financière mondiale. Ce contexte permet également de financer des politiques ambitieuses pour réparer le tissu productif et orienter l'investissement vers les immenses besoins créés par l'impératif urgent de lutte contre le changement climatique.

L'augmentation des dettes publiques et le gonflement des bilans des banques centrales posent malgré tout la question de savoir si un risque inflationniste n'est pas à craindre. Les mesures sanitaires nécessaires pour lutter contre la pandémie pourraient en outre peser sur la productivité, renchérissant la production, un effet qui pourrait être renforcé si la crise se traduisait par un repli protectionniste. Ce risque ne peut pas être complètement écarté, notamment si les banques centrales perdent leur crédibilité, mais les tendances observées jusqu'ici sur les anticipations de prix et les taux d'intérêt ne vont pas dans ce sens, et la flambée en cours des taux de chômage le rend improbable à court terme [Blanchard, 2020].

Ce contexte constitue un défi particulier pour l'Union européenne et plus spécifiquement la zone euro, étant donné le cadre macroéconomique particulier de la monnaie unique, et les contraintes budgétaires qui lui sont associées. Dans les années récentes, la succession de la crise financière puis de la crise des dettes souveraines a conféré un rôle décisif à la politique monétaire et à la BCE, seule institution fédérale d'importance de cette architecture. Ses interventions ont de nouveau été décisives au début de la pandémie, mais le déséquilibre par rapport à la faiblesse de

la réponse budgétaire n'en est apparu que plus flagrant. Circonstance aggravante, les réactions confuses et non coordonnées à l'irruption de la pandémie, marquées notamment par la fermeture de nombreuses frontières au sein de l'espace Schengen et par des restrictions temporaires d'exportation de matériel médical, ont sonné comme un échec flagrant de l'édifice européen à faire preuve de solidarité dans une épreuve dramatique. En contestant la légitimité du précédent programme d'achats d'actifs de la BCE, la cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe est venue rappeler, le 5 mai 2020, les limites de cette architecture déséquilibrée. Ce jugement n'est sans doute par pour rien dans la décision prise ensuite par la Commission européenne, sous l'impulsion de l'Allemagne et de la France, de proposer un plan de relance de 750 milliards d'euros, financé par l'émission de dettes communes, contractées par la Commission elle-même. Les modalités précises de ce plan restent à définir, mais il apparaît d'ores et déjà comme une étape importante, et peut-être durablement transformatrice, dans la gouvernance de l'Union européenne et de la zone euro.

Les sorts contrastés des économies émergentes face à l'augmentation de leur dette

Pour les économies émergentes, le défi principal consistera à éviter qu'une crise de la dette ne vienne s'ajouter à la crise économique et sociale qu'elles traversent déjà. Nombre d'entre elles dépendent des marchés internationaux pour le financement de leur économie, et la fuite massive de capitaux observée dans le mois qui a suivi le 20 février est venue rappeler la vulnérabilité que cela suppose. Entretemps, qui plus est, la crise a considérablement fragilisé la position d'une partie de leurs entreprises, tandis qu'elle augmentait l'endettement public, qui devrait passer de 52 % du PIB en moyenne en 2019 à 67 % en 2021 pour les économies émergentes et en développement prises dans leur ensemble, d'après le FMI. Le violent choc négatif subi par les exportations de matières premières et en particulier de pétrole, les remises de fonds des migrants et l'activité touristique, fragilise particulièrement les économies qui en sont étroitement dépendantes.

Depuis que la Fed est intervenue puissamment pour assurer la liquidité du marché financier américain, cependant, les capitaux ont commencé à refluer vers les marchés émergents ; son soutien

au travers des lignes de *swaps* et de dispositifs de refinancement en dollars a par ailleurs conforté la capacité des banques centrales étrangères à assurer la liquidité en dollars sur leur propre marché. De façon remarquable, une douzaine de banques centrales d'économies émergentes se sont par ailleurs mises à pratiquer des politiques d'assouplissement quantitatif, qui avaient jusque-là été l'apanage des économies avancées. Les banques centrales de Pologne, des Philippines, d'Indonésie, d'Afrique du Sud ou de Turquie, entre autres, ont ainsi mis en œuvre des programmes d'achat de titres de dette souveraine, et parfois d'autres actifs, pour soutenir les marchés et l'activité économique. Leur capacité à faire face durablement à cette situation de crise reste à démontrer mais, ajoutées à de fortes baisses des taux d'intérêt, ces innovations montrent que certaines économies émergentes sont parvenues à dégager des marges de manœuvre importantes pour répondre à la situation de crise. Le contraste est frappant avec un grand nombre d'autres pays, plus fragiles, qui ont dû faire appel à l'aide d'urgence du FMI ou de la Banque mondiale : la situation des économies émergentes est aujourd'hui très hétérogène, entre celles parvenant à maintenir une stabilité financière et une solvabilité leur permettant de faire face à la crise dans de bonnes conditions, et celles que leurs fragilités risquent de précipiter dans un cercle vicieux d'endettement et d'instabilité.

Une crise qui fera date

Une crise aussi profonde que celle provoquée par la pandémie de Covid-19 laissera des traces durables, à la fois par ses effets directs sur les tissus productifs, les échanges et les relations internationales, mais aussi par les répercussions induites sur les comportements et les choix politiques. Il est trop tôt pour en faire le bilan complet, alors que la crise sanitaire elle-même n'est pas encore résolue et pourrait durer, mais elle apparaît déjà comme une étape transformatrice pour l'économie mondiale. Les défis à relever sont multiples, pour réparer les conséquences sociales de cette crise, mais aussi lutter enfin efficacement contre le changement climatique, dont la menace se fait toujours plus pressante. Les réponses qui y seront apportées conditionneront la trajectoire à venir pour longtemps.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. et KHANNICHE S. [2020], « La vulnérabilité du capitalisme financiarisé face au coronavirus », *La Lettre du CEPII*, n° 407, avril.
- BARRO R. J. [2006], « Rare disasters and asset markets in the twentieth century », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, n° 3.
- BIT [2020], *ILO Monitor. Covid-19 and the World of Work*, mise à jour du 29 avril.
- BLANCHARD O. [2020], « High inflation is unlikely but not impossible in advanced economies », Blog du Peterson Institute for International Economics, 24 avril.
- BRI [2020], *Annual Economic Report*, juin.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J., PEREGO E. et TRIPIER F. [2020], « Les banques européennes à l'épreuve de la crise du Covid-19 », *CEPII Policy Brief*, n° 32.
- FMI [2020], *Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale*, juin.
- INSEE [2020], *Point de conjoncture*, 17 juin.
- JORDÀ Ò., SINGH S. et TAYLOR A. [2020], « Longer-run economic consequences of pandemics », *Covid Economics*, n° 1, p. 1-15.
- LAKNER C., MAHLER D. G., NEGRE M. et PRYDZ E. B. [2020], « How much does reducing inequality matter for global poverty ? », *Global Poverty Monitoring Technical Note*, n° 13, Banque mondiale.
- MIGNON V. [2020], « On brade le pétrole ! », Blog du CEPII, 29 avril.
- OCDE [2020a], *Evaluating the Initial Impact of Covid-19 Containment Measures on Economic Activity*, mise à jour du 10 juin.
- [2020b], *OECD Employment Outlook 2020. Worker Security and the Covid-19 Crisis*.
- [2020c], *Economic Outlook*.
- ORTMANS A. et TRIPIER F. [2020], « Crise du Covid-19 : l'incertitude économique et financière aux États-Unis », Blog du CEPII, 21 avril.