

I/ Vue d'ensemble: l'économie mondiale en phase de reconfigurations

*Isabelle Bensidoun et Thomas Grjebine**

L'économie mondiale a mieux résisté que prévu en 2022. La croissance mondiale a certes été divisée par presque deux entre 2021 et 2022, passant de 6,1 % à 3,4 %, mais avec une guerre au cœur de l'Europe, une inflation comme on n'en avait plus connu depuis des décennies, une crise énergétique avec des prix du gaz européens qui ont atteint des sommets, un resserrement généralisé des politiques monétaires, des turbulences financières importantes... on pouvait craindre un atterrissage plus brutal de l'économie mondiale.

Les perturbations des marchés de l'énergie et de l'alimentation se sont atténuées à la fin de l'année 2022, ce qui a permis à l'inflation de décélérer. Les pressions inflationnistes restent cependant élevées, avec un débat qui fait rage sur le rôle des profits dans ce phénomène. Pour les banques centrales en tout cas, le remède pour freiner cette inflation encore trop forte reste, encore et toujours, de durcir la politique monétaire, pour comprimer la demande et casser les anticipations de hausse des prix. Un diagnostic qui ne va pas de soi, et qui pourrait aggraver une conjoncture économique déjà fragile, sans avoir d'effet notable sur l'inflation. Un tel durcissement des politiques monétaires pose d'autant plus question que les fragilités financières sont

* Isabelle Bensidoun est adjointe au directeur du CEPII et responsable des publications; Thomas Grjebine est économiste au CEPII, responsable du programme scientifique « Macro-économie et finance internationales ».

importantes, et pourraient s'aggraver : des faillites de banques régionales aux États-Unis et d'une banque systémique en Suisse, des risques pour la stabilité financière liés aux institutions non bancaires, des vulnérabilités fortes des pays en développement liées à leurs dettes publiques, un retournement des marchés immobiliers sont autant de symptômes de risques financiers revenus au premier plan.

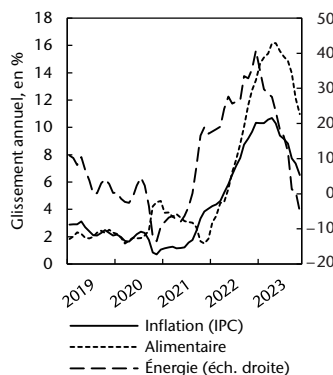
Ces vulnérabilités financières sont aussi révélatrices des fragilités de modèles de croissance à bout de souffle, qui se sont développés depuis les années 1980, en favorisant l'endettement, la croissance *via* les booms immobiliers au détriment de l'innovation et des tissus productifs locaux. L'ancien consensus de Washington, qui privilégiait privatisations et libéralisations, vacille et est en passe d'être remplacé par un nouveau paradigme qui consacre le retour des États dans la gestion économique et où l'ouverture n'est plus considérée comme une fin en soi. Sous l'impulsion de Joe Biden aux États-Unis, priorité est donnée à la politique industrielle, pour retrouver un leadership dans les industries d'avenir, sauver le climat et retrouver la confiance des classes moyennes. Une recomposition de la mondialisation et du cadre international qui fait craindre à certains qu'elle ne soit dommageable aux pays du Sud, alors même que la défiance de ces derniers à l'égard des pays du Nord s'accroît.

Les banques centrales au défi de contrôler l'inflation en évitant un domino financier

L'inflation a décéléré, mais les pressions restent encore élevées

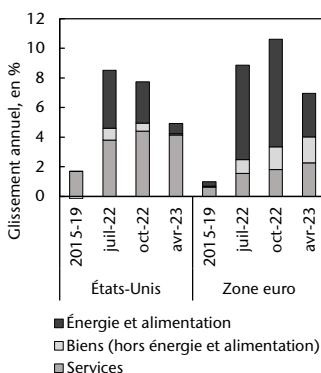
L'inflation a été au cœur des débats de politique économique. Elle est réapparue en 2021 dans les pays avancés, favorisée par la conjonction d'une forte reprise de la demande liée aux plans de relance et des contraintes sur l'offre provoquées par les perturbations des chaînes d'approvisionnement. Si, début 2022, ces facteurs s'étaient estompés, la guerre en Ukraine a anéanti l'espoir d'une dissipation rapide de la poussée inflationniste. L'envolée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires a, jusque fin 2022, nourri la progression de l'inflation. Et comme lors des chocs pétroliers de 1973 et 1979, cela a conduit à un transfert de richesse vers l'étranger. Les termes de l'échange se sont dégradés pour les pays importateurs nets de matières premières (le prix

Graphique 1. Évolution des prix dans les pays de l'OCDE



Source : OCDE.

Graphique 2. Décomposition de l'inflation



Source : BRI [2023].

des produits qu'ils importent a augmenté plus vite que celui de ceux qu'ils exportent). C'était le cas des pays européens : entre début 2022 et début 2023, le transfert de richesse de la zone euro vers le reste du monde a représenté plus de 200 milliards d'euros [Lagarde, 2023].

À partir de fin 2022, les perturbations des marchés de l'énergie et de l'alimentation s'étant atténuées, l'inflation s'est retournée : la hausse observée depuis fin 2021 dans les pays de l'OCDE a atteint un pic en octobre 2022 à 10,7 % et, depuis, l'inflation a décéléré pour revenir à 6,5 % en mai 2023 (graphique 1).

Les pressions inflationnistes restent toutefois élevées, notamment en zone euro où les évolutions des prix de l'énergie et de l'alimentation ont largement plus pesé qu'aux États-Unis jusqu'à fin 2022, et leur persistance en 2023, bien qu'à un niveau plus faible, contribue à une inflation qui reste plus forte qu'outre-Atlantique (graphique 2).

Cette persistance de l'inflation s'est accompagnée, en 2023, d'un débat sur le rôle des profits dans le maintien de l'inflation à un tel niveau. Certaines entreprises ont pu opportunément augmenter davantage leurs prix de vente que leurs coûts de production.

L'analyse de décomposition de l'inflation en zone euro, entre ce qui relève des prix étrangers et ce qui relève des salaires et des profits, réalisée par des économistes du Fonds monétaire

international (FMI) [Hansen *et al.*, 2023], apporte un éclairage intéressant, surtout pour une zone, parmi les économies avancées, où l'influence de l'inflation importée a été plus marquée qu'ailleurs. L'augmentation des profits expliquerait 45 % de la hausse des prix à la consommation (mesurée par le déflateur de la consommation) dans la zone euro entre début 2022 et début 2023, celle des prix importés 40 % et la hausse du coût du travail seulement 25 % (l'évolution de la fiscalité a eu un effet désinflationniste avec une contribution négative de 10 %). Non seulement les hausses de salaires n'ont pas nourri une boucle prix-salaires, mais on a assisté à une baisse brutale et sans précédent des salaires réels de 3,2 % dans la zone euro, entre 2020 et fin 2022, et de 1,4 % aux États-Unis [BRI, 2023]. Concernant la contribution des profits à l'inflation, la présidente de la Banque centrale européenne (BCE), Christine Lagarde, elle-même a souligné la spécificité de ce qui s'était passé en 2022 par rapport aux vingt années précédentes : lors des précédents chocs sur les termes de l'échange dans la zone euro, les entreprises avaient eu tendance à absorber l'augmentation des coûts dans leurs marges, car le ralentissement de la croissance rendait les consommateurs moins disposés à tolérer des hausses de prix. Ce sont tout particulièrement les secteurs les moins concurrentiels, comme l'industrie agroalimentaire en France, qui ont augmenté leurs prix de vente au-delà des hausses de leurs coûts de production [Arquié et Thie, 2023].

Un durcissement rapide et synchronisé des politiques monétaires...

Pour réduire l'inflation, les banques centrales ont fortement durci leur politique monétaire depuis le début de l'année 2022. Il s'agit du resserrement le plus rapide et le plus synchronisé depuis des décennies [BRI, 2023].

Un tel resserrement n'allait pourtant pas de soi, en particulier dans la zone euro, où l'inflation ne résultait pas en 2022 d'une surchauffe de l'économie : si une politique restrictive peut se justifier lorsque la hausse des prix provient d'une demande interne forte, associée à une augmentation de l'activité économique, elle devient problématique lorsque des contraintes d'offre, qui pénalisent déjà l'activité, en sont à l'origine, *a fortiori* lorsque ces contraintes sont mondiales.

Pourtant, cette politique restrictive pourrait être poursuivie et même durcie : c'est le message envoyé par les banquiers centraux réunis à Sintra en juin 2023. Là encore, un tel choix est tout sauf

évident, compte tenu de la forte incertitude qui prévaut sur la vitesse à laquelle l'inflation pourrait diminuer, mais aussi sur les effets des hausses de taux d'intérêt déjà réalisées sur l'activité. Pour la BCE néanmoins, c'est cette incertitude qui justifie une politique monétaire restrictive. Une ligne défendue par Isabel Schnabel [2023], membre du directoire de la BCE, car, selon elle, d'une part les prévisions d'inflation tendent à sous-estimer l'inflation réelle, et d'autre part il est plus facile de revenir sur une politique trop restrictive que de corriger les conséquences d'une inflation trop forte. Dans cette optique, plus l'inflation monte, plus il est socialement coûteux de la réduire, car les anticipations de hausses des prix à des niveaux élevés sont plus difficiles à renverser. La hausse du chômage est alors le canal privilégié pour casser ces anticipations – c'est ce qui s'est passé à la fin des années 1970 quand Paul Volcker, alors président de la Fed, a relevé ses taux directeurs de 11 % en 1979 à 20 % en juin 1981 au prix d'une double récession en 1980 et 1982.

Pourtant, depuis la fin 2022, l'inflation diminue d'elle-même, pas nécessairement en raison du resserrement monétaire, mais parce que les chocs d'offre qui ont poussé les prix à la hausse se sont inversés – permettant ainsi de corriger la détérioration des termes de l'échange qui avait conduit aux fortes dégradations des soldes extérieurs des pays importateurs nets d'énergie.

Le resserrement monétaire pourrait même jouer à contretemps, en aggravant une conjoncture économique déjà fragile, le tout sans avoir d'effet certain sur l'inflation. La politique monétaire affecte en effet l'activité avec un certain retard (l'effet négatif maximal sur le taux de chômage aux États-Unis intervient en moyenne près de deux années et demi après la hausse des taux, selon Romer et Romer [2023]), ce qui pourrait comprimer la demande encore davantage à un moment où l'inflation pourrait être revenue d'elle-même à son niveau cible. L'économie européenne tourne déjà au ralenti, avec une consommation très faible, et une inflation qui a été presque divisée par deux depuis le pic d'octobre 2022 (de 10,6 à 5,5 en juin 2023 dans la zone euro). La consommation a atteint dans la zone euro au premier trimestre 2023 un niveau inférieur de 0,8 % à ce qu'il était fin 2019 – une situation très différente de celle des États-Unis, où la consommation, au contraire, dépassait ce niveau de près de 10 %.

Avec des politiques budgétaires plus expansionnistes outre-Atlantique, l'écart entre l'Europe et les États-Unis risque bien de

se creuser. Le déficit public américain devrait passer de 5,5 % du PIB en 2022 à 6,3 % en 2023 et 6,8 % en 2024, alors que, dans la zone euro, il devrait se réduire (3,8 % du PIB en 2022, 3,7 % en 2023, et 2,8 % en 2024) [FMI, 2023]. En 2023, les États-Unis devraient connaître une croissance de 1,6 %, la zone euro une croissance deux fois moins importante (0,8 %). L'Europe est par ailleurs menacée par un nouveau choc sur les prix de l'énergie qui affaiblirait sa croissance. Si les prix du gaz ont beaucoup baissé début 2023 (l'explosion des prix sur le marché européen du gaz avait atteint en 2022 un niveau dix fois plus élevé que celui qui prévalait début 2021), ils pourraient à nouveau augmenter à l'approche de l'hiver, de même pour les prix de l'électricité. L'Europe reste en effet vulnérable à la volatilité des prix mondiaux du gaz, et ce d'autant que la Chine, qui avait réduit ses achats de gaz naturel liquéfié en 2022 en raison de sa politique anti-Covid, pourrait significativement augmenter ses importations en 2023. L'un des principaux défis en Europe pour 2023 est ainsi de mettre en place des mécanismes de fixation des prix de l'électricité qui soient moins directement dépendants des fluctuations des prix du gaz (voir chapitre II pour une analyse détaillée de ces enjeux).

... qui aggrave les tensions financières

Les resserrements monétaires ont également entraîné des pertes importantes sur les actifs de long terme à revenus fixes. C'est ce qui explique les vives tensions financières survenues au Royaume-Uni à l'automne 2022, qui ont malmené le marché de la dette britannique et fait grimper les taux d'emprunt souverains. Le programme économique de la Première ministre Liz Truss avait en effet suscité la défiance des marchés, avec ses baisses d'impôts et ses dépenses non financées. La flambée des taux d'emprunt de l'État s'est accompagnée d'un plongeon du cours de ces titres, avec pour conséquence une baisse de la valeur d'actifs très présents dans les bilans d'institutions comme les fonds de pension. Ces institutions ont alors subi ce que l'on appelle des appels de marge sur les marchés de produits dérivés, où elles ont l'habitude de gérer leur risque de taux : pour couvrir la dépréciation de leurs actifs, elles ont eu besoin de réinjecter des liquidités et, pour cela, de vendre rapidement une partie de ces actifs, avec pour conséquence une spirale baissière incontrôlée dans un marché où les actifs ne trouvaient plus preneur. Une situation qui a forcé la Banque d'Angleterre à intervenir pour

rompre ce cercle vicieux et éviter une propagation à d'autres acteurs financiers.

Cet épisode est symptomatique du risque que représentent pour la stabilité les institutions financières non bancaires, fonds de pension, compagnies d'assurances, fonds monétaires ou immobiliers, *hedge funds*, etc., qui détenaient fin 2021 près de la moitié des actifs financiers au niveau mondial, et un tiers au niveau français (source : Banque de France). Certains de ces fonds sont exposés à des risques de liquidité élevés sans que la banque centrale puisse toujours jouer son rôle de prêteur en dernier ressort puisqu'elle ne refinance théoriquement que les banques. Comme le montre l'intervention de la Banque d'Angleterre, les banques centrales sont cependant amenées de plus en plus souvent à fournir des liquidités à ces établissements non bancaires. Ces institutions sont souvent moins bien capitalisées et certaines d'entre elles (par exemple, les *hedge funds*) sont moins réglementées et donc moins surveillées que les banques.

Des signes de tension sont également apparus dans le secteur bancaire. Du fait de la hausse des taux, plusieurs banques régionales aux États-Unis ont ainsi fait faillite début 2023 en raison de la combinaison de pertes accumulées sur des titres à longue échéance, principalement des titres d'État, et de fuites de dépôts [Arquié, 2023]. La Silicon Valley Bank, Silvergate et la Signature Bank ont chuté, rejointes par la First Republic Bank, qui a connu l'une des plus importantes faillites de l'histoire bancaire américaine moderne, dont les actifs ont été rachetés par JPMorgan Chase. Sur le continent européen, dans un environnement de confiance fragile, une banque d'importance systémique mondiale, le Crédit suisse, a également fait faillite en perdant brusquement l'accès au marché à la suite de préoccupations de longue date concernant ses activités. Les autorités ont, dans les deux cas, pris des mesures rapides pour éviter la propagation de la crise, mais le système financier reste très vulnérable.

Des vulnérabilités macro-financières, symptomatiques de modèles de croissance à bout de souffle

Les vulnérabilités macro-financières sont aujourd'hui très fortes, avec des niveaux d'endettement – privé et public – et des niveaux de prix des actifs, en particulier ceux de l'immobilier, très

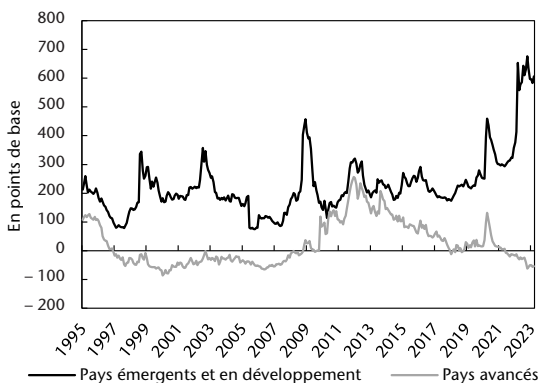
élevés, qui interrogent la soutenabilité de modèles de croissance très dépendants du crédit et de la hausse des prix d'actifs.

Des niveaux d'endettement très élevés

Un des risques liés aux dettes privées provient des prêts à taux variable. Les resserrements monétaires en cours pourraient créer des tensions dans les pays où ce type de prêt – sensible à une hausse des taux directeurs – est plus courant. Les crédits immobiliers à taux variable représentaient ainsi sur la période 2016-2020 près de 65 % des nouveaux crédits en Suède, 54 % au Japon, 39 % en Espagne [BRI, 2022]. En Italie, alors que cette part était inférieure à 20 % en 2020-2021, elle a fortement augmenté en 2022 pour atteindre près de 70 % des nouveaux crédits (source: Banque de France). Dans ces pays, comme la transmission de la politique monétaire est plus rapide, son durcissement affecte plus vite l'économie.

Concernant les dettes publiques, les vulnérabilités sont particulièrement fortes dans les pays pauvres. Une personne sur cinq dans le monde vit dans un pays en situation de surendettement ou risquant de l'être, dont les deux tiers dans des pays à faibles revenus, la plupart en Afrique [Morsy, 2023]. Avec des populations en plein essor et des besoins d'infrastructures très importants, beaucoup de gouvernements ont profité des taux d'intérêt bas des années 2010 pour emprunter massivement sur les marchés financiers internationaux et auprès de la Chine. L'encours de dette des pays africains a ainsi plus que doublé entre 2010 et 2020. Une dette qui est devenue de surcroît plus coûteuse depuis 2020. La crise sanitaire, la guerre en Ukraine et la détérioration des conditions climatiques ont en effet confronté de nombreux gouvernements africains à des dégradations de leur note de crédit, ce qui a rapidement augmenté leurs coûts d'emprunt et rendu prohibitif le recours aux marchés internationaux de la dette. Les fortes hausses de taux de la Fed depuis mars 2022 ont ensuite porté un coup rude à ces pays, dont les emprunts sont principalement libellés en dollars : le coût du service de la dette a augmenté et le taux de change de leurs monnaies en dollars a baissé. Non seulement les coûts de financement ont massivement augmenté, mais les dépenses publiques elles-mêmes se sont fortement accrues pour faire face à la pandémie et aux renchérissements de l'alimentation et de l'énergie. Rien qu'en 2020, la dette publique a augmenté dans les pays à bas revenus de 13 points de pourcentage, selon le FMI.

Graphique 3. Écarts de taux souverains



Note : écarts de taux souverains par rapport aux États-Unis.

Source : FMI [2023].

Au-delà des pays les plus pauvres, les resserrements monétaires pourraient également avoir des conséquences financières sur les pays émergents et en développement dont les fondamentaux sont jugés plus fragiles. Et ce d'autant qu'eux aussi ont subi une forte montée de leurs taux d'emprunt (graphique 3) et que, source de fragilité supplémentaire, leur endettement en devises étrangères a augmenté : cette dette représente 25 % de la dette publique (contre 15 % en 2009) [BRI, 2022]. Tous ces facteurs se combinent pour expliquer le niveau record de défauts souverains dans des pays pauvres et en développement : neuf pays ont subi un défaut entre début 2020 et début 2023 (la Biélorussie, le Liban, le Ghana, le Sri Lanka, la Zambie, l'Argentine, l'Équateur, le Suriname, l'Ukraine) contre treize entre 2000 et 2019, selon l'agence de notation Fitch.

Dans les pays avancés, en revanche, même si la part de dette détenue par les non-résidents peut être une source d'instabilité, le risque d'une crise de la dette souveraine est limité dans la mesure où ils sont peu endettés en devises étrangères et où les banques centrales peuvent toujours décider de racheter les dettes publiques pour contrôler les taux souverains – ce qu'elles ont fait massivement depuis 2014, comme en témoigne la part des dettes publiques détenue par les autorités monétaires des pays avancés, passée de 2 % à 24 % en 2022. En dépit du resserrement

des politiques monétaires et de la fin des programmes d'achats d'actifs souverains, en avril 2023 la Fed détenait encore 24 % de la dette publique, 34 % pour la Banque d'Angleterre, 40 % pour la BCE, 51 % pour la Banque du Japon (l'une des rares banques centrales qui n'aient ni relevé leur taux directeur ni cessé leurs achats d'actifs) [BRI, 2023].

La situation est toutefois plus problématique pour les pays de 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 en raison de leurs niveaux de dette publique : 171 % du PIB en Grèce fin 2022, 144 % en Italie, 113 % en Espagne. Les marges de manœuvre sont, par ailleurs, réduites pour la BCE qui cherche à diminuer la taille de son bilan. En juillet 2022, l'institution avait cessé ses achats nets de titres avec l'objectif de passer graduellement d'un assouplissement quantitatif à un resserrement quantitatif. Le débat porte depuis sur la réduction du stock d'actifs détenus par la BCE. Limiter trop fortement les achats d'actifs pourrait aboutir à une montée des *spreads*, c'est-à-dire des écarts de taux souverains entre pays de la zone, en cas de tensions sur la dette. Si une approche graduelle a été choisie jusqu'à présent, le président de la Bundesbank incite à une diminution plus importante des achats d'actifs afin de réduire plus fortement l'inflation.

Des marges de manœuvre budgétaires très inégales

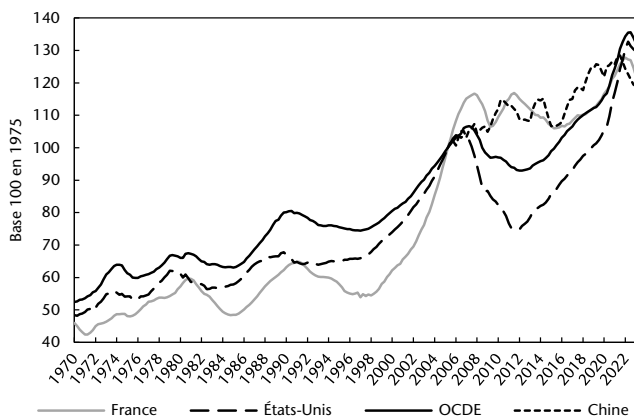
La montée des dettes publiques pose la question des marges de manœuvre budgétaires, en particulier pour financer les politiques industrielles et les investissements nécessaires à la transition écologique (chapitre III). C'est une source de divergence entre les pays de la zone euro, notamment pour le financement des « méga-usines » de puces, batteries, etc. Dix milliards d'euros d'argent public devraient ainsi être déboursés pour construire l'usine de puces d'Intel à Magdebourg (Allemagne) sur un investissement total de 30 milliards, une somme que les pays du sud de l'Europe ne peuvent pas mobiliser. Les conséquences d'une telle divergence de moyens budgétaires sont apparues lors de la crise énergétique : l'Allemagne, faiblement endettée (et fortement exposée au choc gazier), a pu consacrer 265 milliards (7,4 % du PIB) entre septembre 2021 et janvier 2023 à protéger ses ménages et les entreprises contre le choc énergétique, alors que

les mesures pour les ménages et les entreprises n'ont représenté que 3,4 % du PIB en Espagne, 3,7 % en France et 5,2 % en Italie [Bruegel, 2023]. Au-delà de la zone euro, la divergence des marges de manœuvre budgétaires pourrait conduire à un décrochage entre les pays du Nord (et la Chine) et le reste du monde pour répondre au défi de la transition énergétique. Plus de 90 % des investissements dans les énergies décarbonées depuis 2021 ont, en effet, été réalisés dans les pays développés et en Chine, selon l'Agence internationale de l'énergie. Une divergence pourrait apparaître également dans la consommation d'énergies fossiles. La consommation mondiale de charbon, la source d'énergie la plus émettrice d'émissions de gaz à effet de serre, a atteint fin 2022 son plus haut niveau depuis 2014, tirée par la demande en Inde (+4 %) et en Chine (+1 %). De nombreux pays, tout particulièrement la Chine, ont par ailleurs relancé leurs centrales à charbon, qui reste la première source mondiale de production d'électricité. Concernant les pays africains, leurs très fortes vulnérabilités financières risquent d'empêcher beaucoup d'entre eux d'investir dans les infrastructures indispensables pour réaliser la transition écologique. D'où l'importance d'une résolution active du surendettement de ces pays, car s'attaquer aujourd'hui à ces dettes insoutenables sera moins coûteux que de s'attaquer demain à un fardeau environnemental encore plus insoutenable [Morsy, 2023].

Des modèles de croissance à bout de souffle

La montée des vulnérabilités macro-financières interroge aussi la soutenabilité des modèles de croissance, très dépendants du crédit ou des hausses des prix d'actifs, notamment des prix immobiliers. Dans les principales zones économiques, le cycle immobilier a commencé à se retourner dès 2022 du fait du durcissement de la politique monétaire, avec des baisses de prix dans les pays de l'OCDE et en Chine (graphique 4). Il faut dire que, après les booms immobiliers des années 2000 et le retournement de 2007, les prix étaient, depuis 2012, repartis à la hausse dans les pays de l'OCDE, et dépassaient même, au pic de 2022, de 27 % le niveau atteint en 2007. Les prix de l'immobilier ont augmenté depuis dix ans dans les pays de l'OCDE à un rythme plus élevé que les loyers (le ratio prix/loyers a augmenté de 42 % entre début 2013 et début 2023) et que les revenus (le ratio prix/revenus a augmenté de 22 % en dix ans). Avec le retournement du marché

Graphique 4. Prix réels de l'immobilier (corrégés de l'inflation)



Note : pour la Chine, les données sont indisponibles avant 2005.

Source : OCDE

immobilier, c'est un moteur de la croissance qui se grippe, avec des conséquences d'autant plus fortes que la croissance économique est dépendante de la construction. En Chine, par exemple, le secteur immobilier représente près de 30 % du PIB [Rogoff et Yang, 2020].

Au-delà des effets conjoncturels liés à un tel retournement du marché immobilier, c'est un modèle de croissance, fondé sur la hausse des prix de l'immobilier et l'endettement privé, qui se révèle à bout de souffle. De nombreux pays ont mené depuis les années 1980 des politiques de *stop and go* pour faire de la croissance du secteur immobilier un levier de la croissance économique – l'Espagne, de 2000 à 2007, est un cas emblématique de cette croissance par les « bulles immobilières ». La France a également mené ce type de politiques à de nombreuses reprises – dans les années 2010, le gouvernement a, par exemple, cherché à ralentir la hausse des prix à partir de 2012, avant que le marasme de la construction ne le pousse à faire machine arrière fin 2014, avec des dispositifs visant à relancer le marché immobilier. En Chine, les autorités ont aussi opéré un véritable pilotage des prix immobiliers, alternant depuis 2010 mesures restrictives et mesures de relance selon la vigueur du marché immobilier. Alors qu'elles avaient introduit en 2021 un certain nombre de mesures

visant à freiner l'endettement des promoteurs et à ralentir le marché immobilier, elles ont dû faire machine arrière dès le début de l'année 2022 face à un ralentissement du marché qui menaçait dangereusement la croissance et à une vague de faillites touchant les promoteurs. Le gouvernement chinois a dès lors lancé des nouvelles mesures de soutien en novembre 2022, puis en juillet 2023, mais qui ne sont pas, jusqu'à présent, parvenues à relancer le marché immobilier et la construction. En juin 2023, les volumes de ventes des 100 plus gros promoteurs du pays ont chuté d'un tiers en glissement annuel, alors même que les ventes étaient déjà fortement ralenties en juin 2022 [Hale, 2023].

Le retournement du marché immobilier pourrait être l'occasion de remettre en cause des modèles de croissance trop dépendants du secteur immobilier et de l'endettement. Encourager les booms immobiliers permet certes de stimuler la croissance à court terme, mais entraîne des problèmes structurels majeurs (difficultés de plus en plus fortes pour se loger du fait des hausses des prix, inégalités, etc.) et un coût budgétaire de plus en plus important. Pour nourrir la demande, des aides à l'achat ou des dispositifs d'aides à l'investissement locatif sont mis en place, qui alimentent les hausses de prix, et rendent nécessaires de nouvelles aides (pour l'accession à la propriété ou pour aider les locataires dont les loyers augmentent). Le coût budgétaire peut au final devenir très significatif : la France dépensait ainsi en 2021 près de 1,5 point de PIB de plus que l'Allemagne pour les aides à la pierre et les aides personnelles au logement [Ecalte, 2023].

Ces politiques de croissance par l'immobilier et l'endettement ont une autre conséquence majeure : la déformation de la structure de production en faveur de la construction et des services, au détriment du secteur manufacturier, ce qui a d'ailleurs contribué à la désindustrialisation accélérée des années 2000 en France ou en Espagne (chapitre III). En un mot, difficile de vouloir réindustrialiser avec un tel modèle de croissance. C'est ce qui peut expliquer qu'en France, malgré le retournement du marché immobilier, le gouvernement n'a jusqu'à présent pas décidé de relancer la construction par une augmentation des aides à la pierre.

L'enjeu est aujourd'hui de réussir à changer de modèle. Changer de régime de croissance, c'est passer d'une croissance par les bulles à une croissance qui favorise davantage l'innovation *via* l'industrie verte et au final la transition écologique. C'est aussi

et surtout passer à un modèle qui se soucie bien davantage de la menace existentielle que constitue le changement climatique que le sixième rapport du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (Giec) paru en mars 2023 a une nouvelle fois rappelée. L'ordre international en train de se recomposer favorisera-t-il ce changement de modèle ?

Un ordre international en recomposition

Un nouveau consensus de Washington

La mal-nommée loi sur la réduction de l'inflation (IRA, pour *Inflation Reduction Act*) adoptée en août 2022 par le Congrès américain a signé le grand retour des États-Unis dans la lutte contre le changement climatique (chapitre vi). Mais son ambition ne s'arrête pas là. Cette loi a aussi vocation à retrouver la confiance de la classe moyenne et à remettre les États-Unis dans la course des industries de demain. La politique industrielle (chapitre iii) constitue le pilier du nouveau consensus de Washington et, avec elle, c'est à un retour des États dans la gestion économique que l'on assiste, pas seulement pour mettre en œuvre la politique macroéconomique ou pour corriger les défaillances des marchés, mais pour choisir les secteurs à privilégier et soutenir. Ce nouveau consensus se définit en opposition à l'ancien qui reposait sur le retrait des États et sur la recherche d'une libéralisation toujours plus poussée des forces du marché.

Comme le rappelle Jake Sullivan, conseiller à la Sécurité nationale de Joe Biden, dans son discours prononcé en avril 2023, tous les modèles de croissance ne se valent pas, et celui qui a conduit à atrophier la capacité industrielle dans des secteurs essentiels comme les semi-conducteurs a fait, de son point de vue, trop de dégâts pour être poursuivi [The White House, 2023]. L'heure n'est plus à privilégier le libre-échange et à promouvoir l'ouverture, mais à rechercher des alliances avec les alliés dans les domaines stratégiques. C'est la politique du *friendshoring*, popularisée par Janet Yellen en avril 2022. Le constat dressé à la suite de la crise sanitaire était, toutes les activités ne pouvant être rapatriées sur le sol national, qu'il fallait renforcer les liens commerciaux avec les alliés, ceux qui partagent les mêmes valeurs, les amis en quelque sorte. Toutefois, l'IRA a constitué le premier accroc au *friendshoring* et suscité une réaction très vive

des Européens, craignant de voir partir de nombreuses entreprises européennes aux États-Unis pour bénéficier des avantages mis en place. Certaines des incitations fiscales de cette loi, comme les crédits d'impôt pour l'achat de véhicules électriques, reposent en effet sur des clauses de contenu local qui rendent ces incitations conditionnelles à une production locale ou de contenu local de biens utilisés dans la production.

Une mondialisation où sécurité et environnement deviennent la priorité

Le nouveau consensus de Washington signe aussi la fin de la mondialisation telle qu'on l'a connue depuis quatre décennies. Plusieurs épisodes se sont succédé qui ont conduit à faire de la sécurité une nouvelle priorité. La période *post-crise financière* a vu la « mondialisation » s'installer, une période où le taux d'ouverture commercial a marqué le pas, et les doutes sur les bienfaits de la mondialisation gagner du terrain. La *crise sanitaire* a fait prendre conscience à tout le monde des vulnérabilités que les interdépendances occasionnent et aux États de la nécessité de se doter de moyens pour mieux connaître les chaînes d'approvisionnement en produits stratégiques et les sécuriser. La période *post-crise sanitaire*, qui a vu les difficultés logistiques et les ruptures d'approvisionnement menacer des pans entiers de l'industrie, a étendu les craintes, relatives à la sécurité des approvisionnements, des États aux entreprises qui ont compris que, dans ce contexte, le moindre coût n'était pas celui des décennies passées. Dans un monde moins fluide et moins sûr qu'avant, le coût du risque entre davantage dans l'équation. Enfin, la *guerre en Ukraine* est venue mettre à mal les croyances dans la douceur du commerce et sa capacité à faire converger les économies insérées à l'économie mondiale vers le modèle occidental, et raviver la crainte d'un conflit entre la Chine et Taïwan, qui serait bien plus explosif que la guerre en Ukraine en matière de rupture d'approvisionnements. Dans ce contexte, la décision des États-Unis de changer de logiciel pour faire de la réindustrialisation et de la lutte contre le changement climatique leurs priorités, et pour cela d'avoir recours à des mesures protectionnistes, a sonné le glas d'une époque où la libéralisation toujours plus poussée des flux commerciaux et financiers était la norme.

Entre-t-on pour autant dans une période de démondialisation ? Rien n'est moins sûr. La protection des industries naissantes, que ce soit par le biais de droits de douane ou par des subventions

accompagnées de clauses de contenu local, comme c'est le cas aujourd'hui, n'empêche en rien d'être inséré à l'économie mondiale, comme en témoignent les pays asiatiques qui ont suivi ce type de stratégie, que ce soit les Dragons, le Japon ou plus récemment la Chine. Ensuite, les mesures prises concernent des secteurs bien particuliers, ceux de la révolution industrielle en cours pour lutter contre le changement climatique. Aucune économie avancée ne songe à rapatrier sur son sol les industries textiles ou à revenir sur les libéralisations passées. Il ne s'agit donc pas d'un retour en arrière, mais d'une interruption (ou d'une pause) du processus qui consistait à pousser toujours plus loin la libéralisation commerciale. Enfin, les décisions de diversifier les sources d'approvisionnement, d'augmenter les stocks de produits stratégiques ou de changer de partenaires pour assurer la sécurité économique n'ont pas de raison d'entraîner une réduction des flux commerciaux.

La mondialisation commerciale n'est donc pas en recul, mais son cadre est modifié. Certes, une dose de protectionnisme est injectée, mais ce n'est pas la fin de la mondialisation. C'est une forme alternative qui se met en place, moins dogmatique, qui ne fait plus de l'ouverture une fin en soi, mais un moyen pour atteindre des priorités nouvelles, sécurité économique et transition écologique, quitte à revenir sur certains des principes qui régissent l'Organisation mondiale du commerce (OMC). À cet égard, l'Union européenne (UE), avec l'entrée en vigueur cette année de son mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, se trouve également confrontée aux réactions de nombreux pays en développement qui considèrent ce mécanisme comme contraire aux principes de l'OMC.

« Dérisquer » les échanges avec la Chine

L'année qui vient de s'écouler a aussi vu les préoccupations vis-à-vis de la Chine gagner du terrain. Les États-Unis, on le sait, ont été les premiers à s'en soucier, et ce maintenant depuis plusieurs années. Mais l'agenda s'est accéléré, avec la mise en place en octobre 2022, côté américain, de nouvelles restrictions pour limiter la capacité de la Chine à acquérir des semi-conducteurs avancés et la technologie nécessaire à leur fabrication (chapitre IV). Puis avec l'acceptation du Japon et des Pays-Bas de s'engager aux côtés des États-Unis pour restreindre

leurs exportations d'équipements de pointe destinés à la fabrication de semi-conducteurs en Chine.

En reconnaissant la nécessité de « dérisquer » – version correcte de « découpler » – les échanges avec la Chine début 2023, en rejoignant les États-Unis pour intégrer les préoccupations en matière de sécurité économique dans la déclaration du sommet du G7 à Hiroshima en mai, et en proposant une stratégie européenne sur la sécurité économique en juin, les Européens sont loin d'être restés inactifs. Certes, leur approche est moins frontale que celle des Américains, parce que les Européens sont divisés sur ce type d'approche, certains étant plus dépendants économiquement de la Chine ou craignant que la sécurité menace l'ouverture. Mais les craintes sont bien là, comme le souhait de se protéger des risques que « certains flux et activités économiques peuvent présenter [...] pour notre sécurité », que ce soit les risques pour la résilience des chaînes d'approvisionnement ou ceux liés à la sécurité technologique et aux fuites de technologie qui pourraient « renforcer les capacités militaires d'entités susceptibles de les utiliser pour saper la paix et la sécurité, particulièrement [...] les technologies à double usage telles que les semi-conducteurs quantiques, les semi-conducteurs avancés ou l'intelligence artificielle » [Commission européenne, 2023]. Pour le moment, il s'agit surtout de recenser et d'évaluer les risques pour la sécurité économique de l'Union, de s'assurer que le règlement sur le filtrage des investissements directs étrangers est bien mis en œuvre au niveau national et de l'évaluer, d'améliorer l'efficacité du cadre des contrôles à l'exportation des biens à double usage, notamment en mettant en place une action coordonnée au niveau de l'UE, et d'examiner « les mesures envisageables pour faire face aux risques en matière de sécurité liés aux investissements sortants » pour « contrer le risque de fuite de technologie et de savoir-faire ».

Retrouver la confiance des pays en développement

Dans ce contexte de tensions et de recomposition, quelle place pour les pays en développement ?

Beaucoup s'inquiètent que les tournants pris dans les économies avancées ne conduisent à une fragmentation de l'ordre mondial qui ferait perdre aux pays du Sud les bénéfices que la mondialisation leur a procurés jusque-là, notamment en matière

de baisse de la pauvreté [Subramaniam, 2023]. Rappelons trois choses toutefois : *primo*, la Chine n'est pas en reste en matière de recherche d'indépendance pour développer sur son sol des produits que, jusque-là, elle devait importer. En outre, elle a sur ce terrain plutôt une longueur d'avance avec le lancement dès 2015 de son programme *Made in China 2025*. Les économies avancées ne sont donc pas les seules responsables, tant s'en faut, du risque de fragmentation ; *secundo*, la formidable baisse de la pauvreté dans le monde entre 1990 et 2019 – le nombre de personnes vivant avec moins de 2,15 dollars par jour (en parité de pouvoir d'achat de 2017) a été divisé par trois – tient pour beaucoup (à hauteur de 60 %) à la quasi-éradication de la pauvreté en Chine, qui comptait 817 millions de pauvres en 1990, soit 40 % des personnes vivant sous le seuil de pauvreté dans le monde, et plus que 2 millions en 2019 (source : Banque mondiale); *tertio*, les préoccupations des économies avancées en matière de sécurité constituent une opportunité pour certains pays en développement, comme le Vietnam, qui peuvent bénéficier des décisions de diversification des approvisionnements.

Quoi qu'il en soit, le revirement des pays avancés, après avoir pendant des années incité les pays du Sud à se libéraliser, peut être considéré, non sans raison, comme une stratégie peu coopérative, pour ne pas dire autocentrée : les règles de droit international peuvent être modifiées lorsque c'est dans leur intérêt.

Ce ressentiment et la crainte de représailles russes sur des produits essentiels pour eux, comme les denrées agricoles ou les hydrocarbures, ne sont sans doute pas étrangers à la décision de nombreux pays en développement de ne pas adopter les sanctions contre la Russie.

Or, dans le nouvel ordre international en construction, multipolaire, les économies avancées ne peuvent plus agir comme lors de la mondialisation d'hier, lorsqu'elles demandaient aux pays du Sud d'adopter les règles qu'elles édictaient, sur lesquelles un consensus, établi à Washington, s'était formé. Dans un monde multipolaire, il est dans leur intérêt de chercher à se rallier les pays en développement. Pour cela, il va falloir qu'elles fassent en sorte que les bénéfices qu'elles tireront des mesures prises pour faire face au changement climatique bénéficient également aux pays du Sud. Pour Arvind Subramaniam [2022; 2023], la course aux subventions pour les énergies vertes que l'IRA a déclenchée, parce qu'elle devrait stimuler les innovations technologiques

et réduire le coût des énergies renouvelables, est une bonne chose pour les pays en développement, sous réserve que les nouvelles technologies qui en émergeront leur soient accessibles gratuitement. Il souligne d'ailleurs, à rebours des critiques sur les conséquences du caractère protectionniste de l'IRA, que l'approche européenne qui consiste à s'appuyer sur une taxe carbone est plus dommageable pour les pays à bas revenus, parce qu'elle compromet leurs exportations.

Il va aussi falloir que les économies avancées répondent aux frustrations des pays du Sud, nées notamment des engagements toujours pas honorés qu'elles ont pris en 2009 de mobiliser 100 milliards de dollars par an à partir de 2020, pour aider les pays du Sud à diminuer leurs émissions et à faire face au dérèglement climatique, alors même que ce montant est largement insuffisant ; ou des difficultés que les pays du Sud ont eues pour faire accepter que soit créé, lors de la COP27 en 2022, un fonds spécifique consacré aux « pertes et dommages » – ces dégâts irréversibles, provoqués par le changement climatique, subis par des pays qui n'en sont que peu responsables –, fonds dont les contours restent à définir.

Le sommet de Paris pour un nouveau pacte financier mondial, qui s'est déroulé les 22 et 23 juin 2023, avait pour objet de réformer l'architecture de la finance mondiale pour mieux répondre aux défis du réchauffement climatique et de la lutte contre la pauvreté dans les pays du Sud. Tout un programme pour rétablir la confiance entre Nord et Sud. Si de nombreux commentateurs ont regretté qu'il ne débouche que sur peu de mesures concrètes, soulignons toutefois qu'il a permis : 1) de rassembler 32 pays et organisations régionales, 27 organisations internationales et institutions financières, ainsi que 54 représentants de la société civile, un format peu fréquent ; 2) de mettre sur la table différentes propositions qui vont de « clauses de suspension de la dette en cas de catastrophes naturelles, d'ici la fin 2025, et même d'ici la COP28 pour un groupe de précurseurs » [Présidence de la République, 2023a], à un prélèvement sur les émissions de gaz à effet de serre du secteur maritime soutenu par 23 pays et organisations régionales (dont la Barbade, la Corée du Sud, le Danemark, l'Espagne, la France, la Commission européenne, la Nouvelle-Zélande ou le Vietnam), mais pas Washington et Pékin, en passant par des discussions pour mieux coordonner les banques multilatérales de développement ou mobiliser davantage de

ressources financières en provenance du secteur privé; 3) enfin, d'établir une feuille de route pour les mois à venir [Présidence de la République, 2023b]. Le sommet du G20 à New Delhi et celui des Nations unies sur les Objectifs du développement durable en septembre, les assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale à Marrakech à l'automne, ainsi que la COP28 à Dubaï en fin d'année sont autant de rendez-vous qui montreront si la dynamique que le sommet de Paris avait pour ambition d'enclencher débouchera sur des applications concrètes.

Une course mondiale à la réindustrialisation est en cours, inversant des tendances établies de longue date dans de nombreuses économies avancées. Les forces qui animent cette course – concurrence internationale, transition écologique, remilitarisation – sont susceptibles d'avoir des répercussions durables sur la macroéconomie mondiale et pourraient même définitivement éloigner le spectre de la stagnation séculaire. Cette course aux technologies et industries vertes suscite des critiques car elle recourt aux subventions. Mais elle permet également de s'attaquer à deux problèmes mondiaux : la crise climatique et la faiblesse de l'investissement. La course à la relocalisation de la production est aussi un facteur à même de stimuler l'investissement. Elle est motivée par la nécessité d'une plus grande résilience de la chaîne d'approvisionnement dans le sillage de la crise sanitaire, mais aussi par le désir de recréer des emplois pour les classes moyennes, à mesure que les coûts économiques et sociaux de la perte de millions d'emplois manufacturiers dans les économies avancées sont devenus flagrants. Ce regain de l'investissement pourrait être accentué par une remilitarisation du monde. Les tensions géopolitiques, amplifiées par la guerre en Ukraine, ont en effet poussé les gouvernements à réinvestir dans la défense : les dépenses mondiales dans ce domaine ont fortement augmenté en 2022, dépassant les 2 000 milliards de dollars.

Dans ce contexte où la sécurité devient une priorité, où la réindustrialisation l'emporte sur la libéralisation, l'ordre international est bouleversé. Pour éviter la fragmentation ou la constitution d'un bloc autour de pays comme la Chine et la Russie, les pays du Nord vont devoir regagner la confiance des pays du Sud. À cet égard, si les mesures envisagées lors du sommet de Paris ne débouchaient pas dans les prochains mois sur

des avancées concrètes, cela viendrait non seulement conforter les pays du Sud dans leur ressentiment, mais aussi mettre à mal la lutte contre le changement climatique qui ne se règlera pas seulement à Bruxelles et Washington, le climat étant un bien global.

Repères bibliographiques

- ARQUIÉ A. [2023], « La dérégulation bancaire aux États-Unis a-t-elle ressuscité les ruées bancaires ? », *Blog du CEPII*, 31 mars.
- ARQUIÉ A. et THIE M. [2023], « Energy, inflation and market power : excess pass-through in France », *CEPII Working Paper*, n° 16.
- BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX (BRI) [2022], *Annual Economic Report*, juin.
- [2023], *Annual Economic Report*, juin.
- BRUEGEL [2023], « National fiscal policy responses to the energy crisis », base de données, juin.
- COMMISSION EUROPÉENNE [2023], « Communication conjointe au Parlement européen et au Conseil relative à la “stratégie européenne en matière de sécurité économique” », JOIN (2023) 20 final, juin.
- ECALLE F. [2023], « D’où provient l’écart entre les dépenses publiques de la France et de l’Union européenne ? », *Fipeco*, 1^{er} mars.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI) [2023], *Fiscal Monitor*, avril.
- HALE T. [2023], « Beijing struggles to revive China’s paralysed property market », *Financial Times*, 14 juillet.
- HANSEN N., TOSCANI F. et ZHOU J. [2023], « Euro area inflation after the pandemic and energy shock : import prices, profits and wages », *IMF Working Paper*, n° 23/131.
- LAGARDE C. [2023], « Mettre un terme à la persistance de l’inflation », discours, Sintra, 27 juin.
- MORSY H. [2023], « Reforming the global debt architecture », *Project Syndicate*, 3 juillet.
- PRÉSIDENTE DE LA RÉPUBLIQUE [2023a], « Conclusion de la présidence lors du Sommet pour un nouveau pacte financier mondial ».
- [2023b], « Proposition de feuille de route pour inscrire à l’agenda international la mise en œuvre des engagements du Sommet pour un nouveau pacte financier mondial ».
- ROGOFF K. et YANG Y. [2020], « Peak China housing », *NBER Working Paper*, n° 27697.
- ROMER C. et ROMER D. [2023], « Does monetary policy matter ? The narrative approach after 35 years », *NBER Working Paper*, n° 31170.
- SCHNABEL I. [2023], « The risks of stubborn inflation », discours, Luxembourg, 19 juin.
- SUBRAMANIAM A. [2022], « Global cooperation is not necessary to fight climate change », *Project Syndicate*, 10 novembre.
- [2023], « Anti-neoliberalism as if the poor mattered », *Project Syndicate*, 13 juin.
- THE WHITE HOUSE [2023], « Remarks by national security advisor Jake Sullivan on renewing American economic leadership at the Brookings Institution », 27 avril.

