



De la stagflation à la « slowflation ». Enjeux et perspectives.

Xavier Dupret

Juillet 2022

90.473 signes

Résumé

La remontée de l'inflation alimente les craintes d'un retour à un épisode de stagflation correspondant à une stagnation économique couplée à une inflation à deux chiffres comme dans les années 1970. On verra que cette peur relève largement du fantasme. En cause, la diminution dans la plupart des grands pays de l'OCDE (mais pas en Belgique) de la protection collective des salaires contre l'inflation. En effet, l'élimination de l'indexation automatique des salaires empêche l'autoalimentation de l'inflation puisque les augmentations de prix ne se traduisent pas par des augmentations des salaires, lesquelles suscitent, dans un effet de second tour, une remontée des prix des marchandises.

Ce constat amène les observateurs anglo-saxons à évoquer un scénario de « slowflation » combinant une croissance molle et une inflation supérieure au taux de croissance mais inférieure à 10%, un taux appréhendé comme toxique par les économistes depuis les années 1970. Ce scénario est celui sur lequel mise de fait les banques centrales avec l'actuelle politique de resserrement monétaire et de remontée des taux. En tout état de cause, les entreprises aux Etats-Unis réagissent, depuis peu, de manière différente à l'augmentation du niveau général des prix. Alors que jusqu'à présent, elles géraient l'inflation en augmentant leurs prix pour maintenir leurs marges, il semblerait que depuis la fin du printemps, elles adoptent, pour conserver leur rentabilité, un comportement de réduction des coûts. Ce type de stratégie, vu la réduction de voilure qu'il suppose au sein des procès productifs, corrobore un scénario de *slowflation* puisqu'il présente la double particularité de contribuer à la diminution de la pression inflationniste tout en modérant la croissance.

L'économie belge n'en est visiblement pas encore là puisque l'on doit signaler une remontée des taux de marge des entreprises du pays aux alentours de 38,5% au premier trimestre de cette année. Toutefois, il ne faut pas céder à la facilité intellectuelle et conclure hâtivement à la nécessité de remplacer *illico* les dividendes par des augmentations salariales. Dans une économie caractérisée par une liberté de détermination des prix, ce type de « prescriptions », aussi généreuses sur le plan socio-affectif qu'inconséquentes dans le domaine de l'analyse économique (une saine alphabétisation en la matière ne ferait d'ailleurs pas de tort aux promoteurs de ces dangereux raccourcis), finira par aboutir à une boucle d'autoalimentation de l'inflation typique, elle, des années 1970. Voilà pourquoi il est *a priori* préférable de limiter par des impôts les surprofits dans les secteurs où ils existent.

Il se pourrait cependant que les politiques de retour à davantage d'orthodoxie monétaire se traduisent *in fine* par une récession. Un certain nombre de signes avant-coureurs, parmi lesquels le dégonflement de la bulle immobilière ainsi que l'inversion des taux d'intérêt de court et de long terme aux Etats-Unis, ne permet pas de contester, loin de là, le bien-fondé de ce scénario à court ou moyen terme. En cas de récession, il faudra pointer une contradiction entre les nécessités de l'accumulation de capital et la lutte contre l'inflation. Cette configuration pourrait éventuellement conduire à une modération des marges en rupture avec le corpus dominant de désinflation compétitive et de compression salariale en vogue depuis le

début des années 1980. Une page de l'histoire économique est peut-être déjà en train de se tourner sous nos yeux.

Sommaire

Inflation à tous les étages et dans tous les sens?.....	6
Retour vers le futur	12
La pression	16
Un contexte très différent.....	19
Déconstruire	28

Table des illustrations

Figure 1. Taux annuel inflation. Etats-Unis (%). 2023-2026	8
Figure 2. Taux de croissance du PIB. Etats-Unis (%). 2021-2026.	9
Figure 3. Prévisions des taux d'inflation au Royaume-Uni (%) entre 2022 et 2024	14
Figure 4. Evolution du différentiel des taux d'intérêt sur aux Etats-Unis (taux des bons du Trésor à 10 ans-taux des bons du Trésor à 10 ans)	27
Figure 5. Taux de marge des sociétés non-financières (en %) de la valeur ajoutée en France de 2000 à 2021	30

Inflation à tous les étages et dans tous les sens?

Le retour de l'inflation, depuis la réouverture des économies en configuration post-Covid, fait les gros titres de la presse généraliste autant que ceux des journaux spécialisés. On repérera, au passage, une modification sensible des perspectives en deux ans. Alors que l'inflation, pendant que nous sortions de l'épisode des grands confinements, revêtait un caractère avant tout conjoncturel en lien avec la désynchronisation des chaînes de production et de distribution mondialisées (tous les pays ne sortant pas en même temps et au même rythme de la pandémie de Covid), des goulets d'étranglement pouvaient s'observer aux quatre coins du monde. La raréfaction des marchandises en circulation conduisait à des modifications des prix relatifs au sein de ces chaînes de valeur.

Puisqu'il y avait moins, par exemple, de composants électroniques en circulation au sein de l'industrie automobile, leur prix augmentait et partant, la production de voitures ralentissait, ce qui exerçait une pression à la hausse à la fois sur les prix des voitures neuves mais aussi des véhicules d'occasion. Cette révision à la hausse des prix sur les véhicules neufs traduit, d'ailleurs, une réorientation stratégique majeure dans le chef des firmes du secteur. La fin de la crise des semi-conducteurs était prévue pour juin 2022. Or, comme chacun pourra le constater, il n'en est aujourd'hui rien. La crise en Ukraine est passée par là, entend-on dire de ci de là dans les média hégémoniques. On aura pourtant peine à discerner l'impact sur les semi-conducteurs d'une guerre se déroulant dans un pays dont les principales exportations de biens étaient, en 2020, étaient le maïs (9,29% des exportations de Kiev), le blé (8,76%), les huiles végétales (10,1%) et le minerai de fer (8,1%)¹. Il n'est bien entendu pas illégitime de considérer que l'actuelle remontée de l'inflation est indirectement liée à la guerre en Ukraine puisque les tensions géopolitiques avec la Russie se sont, dit-on, traduites par un renchérissement du prix des matières premières énergétiques. Mais ce dernier n'est pas fixé directement par l'Etat russe et aucune pénurie n'a pu être constatée en Europe occidentale à la sortie de l'hiver 2021-2022. Un certain nombre d'acteurs aux activités clairement spéculatives sont donc passés par là.

On repérera, au passage, un angle mort du discours dominant concernant la résurgence de l'inflation dans le monde. Soyons bien clairs et prenons soin de bien préciser les choses. Les explications qui reposent sur la guerre en Ukraine ou la survenance de nouvelles vagues de Covid à un endroit ou l'autre de la planète ne sont pas fausses. Elles procèdent d'ailleurs d'une description assez précise des mécanismes mis en jeu par la remontée actuellement constatée du niveau général des prix. En revanche, leur pouvoir explicatif est assez limité, un peu à la manière des bulletins météorologiques qui expliquent la survenance de précipitations par l'arrivée d'une zone de basse pression sans chercher à expliquer pourquoi précisément cette modification du temps qu'il fait se produit à de moment-là et pas, au contraire, à un autre.

¹ The Observatory of Economic Complexity (OEC), Ukraine, juin 2022. Url : <https://oec.world/en/profile/country/ukr>. Date de consultation: 14 juin 2022.

Nous aurons l'occasion d'en reparler davantage, et de manière plus systématique, lorsque nous aborderons la question des rapports entre concentration du capital, spéculation financière et stratégies de maintien de leurs marges par les entreprises transnationales (ETN) dans ce contexte de remontée du niveau des prix. Pour l'heure, on se contentera de décrire, à des fins d'introduction et de contextualisation, la manière dont les tendances inflationnistes ont fait leur retour. Pour le Fonds monétaire international (Fmi), les ruptures d'approvisionnement sont avant tout liées à la guerre et aux difficultés d'accès aux systèmes de paiement transfrontaliers suite à l'adoption de sanctions contre la Russie, soit un producteur essentiel de matières premières. Au passage, on remarquera que l'inflation dont il est ici question est l'inflation générale (les auteurs anglo-saxons parlent, à ce sujet, de *headline inflation*) telle que ressentie par le consommateur. Cette dernière, contrairement à la *core inflation*, englobe les prix des aliments et des produits énergétiques.

D'après le FMI, la remontée de l'inflation dépend, en outre, non seulement de la baisse des exportations en raison du conflit et des sanctions mais aussi de l'élasticité de l'offre et de la demande mondiales. C'est ainsi qu'en dépit du fait que le prix du pétrole ait fortement augmenté, la capacité de réaction des autres producteurs que la Russie permettra, à terme, de libérer des barils supplémentaires. Ce mouvement permettra de contenir à moyen terme la pression à la hausse sur le prix de l'or noir. En revanche, la production de gaz nécessite des infrastructures rigides pour transporter le gaz (les pipelines sont plus importants pour le gaz que pour le pétrole, par exemple). Cela signifie que l'offre mondiale de gaz peut s'ajuster moins facilement, augmentant la perspective de prix plus élevés durant une période plus importante que dans le cas du pétrole. L'explication de la remontée de l'inflation proposée par le Fmi tient ici encore à un facteur purement exogène. En l'occurrence, il s'agit d'un facteur politique (les sanctions décidées contre Moscou) qui affecte la capacité de fournitures de matières premières énergétiques alors que dans le secteur du gaz (et pour l'instant, aussi dans celui du pétrole), le délai de réponse des producteurs à l'augmentation des prix prend du temps en raison de la lourdeur des infrastructures mises en œuvre dans le procès de distribution².

C'est donc en raison donc de la pression de ce facteur exogène que le taux annuel d'inflation en juin 2022 se situait au niveau de 6,8% pour la zone euro en moyenne pour 2022 avec un taux de croissance annuel réel du PIB de 2,8%. Il convient cependant de prendre une certaine distance avec ce narratif. En effet, on voit nettement que l'inflation n'atteint pas des niveaux susceptibles de manger la croissance. Depuis la fin des années 1970, on considère classiquement que l'inflation est toxique à partir d'un taux de 10%. Nous n'en sommes pas là dans la zone euro. Autrement dit, cette configuration laisse encore un peu de temps pour faire le gros dos face à l'accélération de la croissance et de l'inflation. Or, on constate que les prévisions de la BCE concernant d'une part, le taux d'inflation annuel et d'autre part, le taux de croissance réel du PIB démontrent une corrélation entre les deux variables. C'est ainsi que pour 2023 et 2024, les prévisions de la banque centrale de la zone euro entrevoient pour les

² International Monetary Fund, WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2022, War Sets Back the Global Recovery, avril 2022, p.8.

Etats membres de la zone euro un taux de croissance réelle du PIB de 2,1% alors que l'inflation devrait baisser au cours des deux prochaines années et sera de 3,5% en 2023 et 2,1% l'année suivante³.

Globalement, rien n'indique, chiffres à l'appui, que l'inflation va se maintenir au sein de la zone euro. Au contraire, avec un taux annuel de l'ordre de 2%, l'inflation, dans deux ans, correspondra complètement à la cible affichée par la BCE. De telles perspectives ne devraient guère inciter au pessimisme mais davantage inviter à la patience. Or, ce n'est pas ce que l'on observe depuis le début de cette année puisque les banquiers centraux des deux côtés de l'Atlantique (nord) se montrent, au contraire, particulièrement déterminés à éliminer les plans d'assouplissement quantitatif et à relever les taux d'intérêt afin de juguler l'inflation. Les volontés les plus nettes de rompre avec l'ordre monétaire accommodant depuis plus d'une dizaine d'années se sont manifestées d'abord au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Si l'on scrute de près les chiffres, on s'aperçoit que l'économie américaine ne peut pas être franchement décrite comme victime non plus d'un sursaut inflationniste incontrôlable.

Pour l'année 2022, le Congressional Budget Office (CBO), soit l'agence du pouvoir législatif alimentant en informations budgétaires et économiques les membres du Congrès, estimait, dans un document du mois de mai, que l'inflation *headline* connaîtra une baisse continue aux Etats-Unis de 2022 à 2024 puisqu'elle devrait progressivement passer à 2,3% en 2023 puis 2,1% en 2024. Un taux annuel moyen de 2% serait, d'ailleurs, à prévoir en 2025 et 2026⁴. De ce côté, on ne voit guère de raisons de pointer un risque de dérapage inflationniste. Le retour spectre de la stagflation des années 70 peut donc être raisonnablement écarté. Pour s'en convaincre, on relèvera que le taux d'inflation annuel moyen, durant la décennie de la grande stagflation de l'économie américaine, a été de 6,85%⁵. Si l'on calcule un taux d'inflation post-pandémie qui va de 2023 à 2026, on obtient une moyenne bien inférieure à ce chiffre.

Figure 1. Taux annuel inflation. Etats-Unis (%). 2023-2026

Année	Taux d'inflation headline
2023	2,3
2024	2,1
2025	2
2026	2
<i>Moyenne</i>	<i>2,1</i>

Source : Congressional Budget Office (CBO), The Budget and Economic Outlook: 2022 to 2032, mai 2022, p.23. Calculs propres.

³ BCE, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, juin 2022, p.3.

⁴ Congressional Budget Office (CBO), The Budget and Economic Outlook: 2022 to 2032, mai 2022, p.23.

⁵ Alan S. Blinder, The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970's in Robert E. Hall, Inflation: Causes and Effects, University of Chicago Press, 1982, p.262.

La reprise post-Covid et les suites de la guerre en Ukraine devraient logiquement donner lieu à un taux annuel moyen d'inflation entre 2023 et 2026 de 2,1%. Nous sommes, chiffres à l'appui, bien en dessous des scores affichés par les années 1970 dans le domaine. Ce chiffre n'a, a priori, rien en soi de fondamentalement bien préoccupant. Au contraire, il s'agit même d'un niveau assez bas pour l'économie américaine. Il conviendra, dès lors, d'interroger ultérieurement les orientations restrictives manifestées actuellement par une majorité de banquiers centraux afin de discerner leur signification réelle par-delà les discours.

Du côté de la croissance, on repérera les tendances suivantes.

Figure 2. Taux de croissance du PIB. Etats-Unis (%). 2021-2026.

2021	5,5
2022	3,1
2023	2,2
2024	1,5
2025	1,5
2026	1,5
<i>Moyenne</i>	<i>2,55</i>

Source : Congressional Budget Office (CBO), The Budget and Economic Outlook: 2022 to 2032, mai 2022, p.23. Calculs propres.

Pour la période 2021-2026, le taux de croissance annuel du PIB aux Etats-Unis sera en moyenne de 2,55%. Il s'agit là d'un taux globalement faible puisqu'il est systématiquement inférieur au taux d'inflation *headline* du pays. On sera donc amené à questionner le bien-fondé d'une politique de relèvement du loyer de l'argent qui plombera davantage encore les possibilités de croissance de l'économie des Etats-Unis. Cet exercice analytique sera également fort utile pour comprendre la situation de l'Europe aujourd'hui puisque cette dernière connaîtra aussi, comme nous l'avons vu, une diminution sensible de la croissance avec une baisse en parallèle de l'inflation. Le risque d'une politique de durcissement de l'accès au crédit, dans un contexte de baisse du dynamisme productif, comporte le danger de fragiliser davantage encore la bonne tenue de la croissance. De ce point de vue, les réactions des Bourses, contrairement à ce que l'on peut entendre au sein de cénacles « alters » plutôt légers (pour ne pas dire nuls) en matière d'analyse des dynamiques de crise, sont intéressantes à décortiquer. En effet, la Bourse en tant que marché des capitaux, dans une économie où la société par actions s'est fortement répandue, nous renseigne sur les anticipations de croissances opérées par les détenteurs de capitaux remplissant une fonction d'investissement.

L'effondrement des marchés boursiers mondiaux prouve que les investisseurs sont aujourd'hui en proie à de nombreuses incertitudes. Concernant le marché des actions aux États-Unis, on peut constater que l'indice S&P 500 a entre le 1^{er} janvier et la mi-janvier 2022 baissé de près de 25%. Au Royaume-Uni, les orientations restrictives de la Banque d'Angleterre commencent d'ailleurs à inquiéter du monde. A la mi-juin de cette année, la Banque

d'Angleterre a propulsé son taux directeur au niveau de 1,25% après une période de plus d'une décennie durant laquelle il n'avait jamais dépassé les 0,75%. Certains analystes estiment, d'ailleurs, que le taux de base de la banque d'Angleterre atteindra les 3% d'ici la fin 2023. Ces mêmes analystes sources relaient d'ailleurs une profonde inquiétude quant à la vilaine tournure que pourrait prendre cette hyperfocalisation de la politique monétaire sur l'inflation au détriment de la croissance⁶.

En ce qui concerne l'inflation, on peut redouter que l'augmentation des coûts d'emprunt au Royaume-Uni, dans la zone euro et aux États-Unis ne soit fondamentalement guère utile pour calmer le mouvement actuel d'augmentation du niveau général des prix. Les observateurs les plus convenus et jouissant, à ce titre, des faveurs des médias, ne disent pas autre chose quand ils avancent à ce propos que l'actuel regain inflationniste s'explique par l'invasion de l'Ukraine, laquelle s'est traduite par des tensions sur les marchés des hydrocarbures. Ils arrivent également que ces Cassandres de plateaux de télévision évoquent, non sans délectation d'ailleurs, de prétendues difficultés de la Chine avec le Covid à la suite de certaines difficultés en matière de développement de vaccins. Cet ensemble de données sanitaires aurait provoqué des blocages à répétition dans les grands ports du pays. Ce faisant, un mouvement de raréfaction des marchandises exportées s'en est suivi avec à la clé une augmentation des prix. Du point de vue de l'étude de ses causes, ce type d'inflation correspond à ce que l'on appelle de l'inflation importée. Cette dernière correspond à un schéma dans lequel une modification des prix relatifs de produits d'importation essentiels pour les procès de production est susceptible d'entraîner une augmentation du niveau général des prix.

Au Royaume-Uni, le Brexit constitue une autre dimension explicative de l'envolée des prix notamment après la limitation de l'immigration en provenance d'Europe centrale qui a réduit le nombre de travailleurs disponibles dans les services en plus des diverses entraves au commerce depuis le rétablissement de droits de douane avec le Vieux Continent. La justification de la remontée des taux d'intérêt par les banques centrales visent de leur propre aveu à éviter une spirale des salaires qui autoalimentera l'inflation. En Grande-Bretagne, cet argument suppose qu'un travailleur lambda, pour éviter une détérioration de son pouvoir d'achat, soit mesuré de négocier un accord salarial qui dépasse les dernières prévisions de la Banque d'Angleterre en matière d'inflation, c'est-à-dire 11%. Après que le gouvernement conservateur se soit engagé à limiter les augmentations salariales dans le secteur public à un maximum de 3% cette année, cela signifie que les augmentations du secteur privé devraient être plus importantes encore, à hauteur donc de 13 ou 14% en moyenne.

A moins de vivre avec Alice au Pays des Merveilles, ces seuils d'augmentation salariale sont absolument irréalistes au Royaume-Uni aujourd'hui. La dérégulation du marché du travail qui caractérise les relations industrielles en Grande-Bretagne depuis des décennies a laminé le rapport de forces des organisations syndicales. Pourtant, la Banque d'Angleterre va de l'avant sur le chemin du rétablissement de ses taux directeurs. Pour relancer la croissance, Rishi

⁶ Phillip Inman, We face a global economic crisis. And no one knows what to do about it, The Guardian édition mise en ligne du 18 juin 2022.

Sunak, l'actuel chancelier de l'Échiquier (l'équivalent, chez nous, du poste de ministre des Finances), multiplie les invitations à destination des compagnies multinationales en insistant sur le faible niveau d'imposition des dividendes et des bénéficiaires en vigueur en Angleterre.

Dans le même ordre d'idées, le gouvernement Johnson a remis au goût du jour les vieilles recettes thatchériennes qui visent à accroître l'offre de travail en obligeant davantage de personnes bénéficiant d'une allocation de remplacement à retourner sur le marché de l'emploi. Le but de la manœuvre est clair. En augmentant l'offre de travail, le gouvernement britannique vise à faire pression à la baisse sur les salaires selon un schéma néoclassique bien connu. A ce stade du débat notionnel, on peut se demander si le Royaume-Uni sert aujourd'hui, comme cela fut déjà le cas dans le passé, de laboratoire pour la mise en œuvre de politiques de l'offre. Pour rappel, ces dernières se caractérisent par une forte réduction des taux d'imposition marginaux, c'est-à-dire la charge fiscale sur les foyers fortunés, les bénéficiaires des sociétés ainsi que les revenus d'investissement de façon à inciter les détenteurs des moyens de production à produire davantage. Il est attendu que l'orientation débouche sur une augmentation de l'offre de biens et partant, une stimulation de l'activité économique par le truchement d'une remontée des investissements⁷.

Il est attendu que ce sursaut productif profite d'abord aux catégories les plus aisées puis progressivement finisse par ruisseler vers le bas. L'hypothèse d'un Royaume-Uni, modèle d'une future restauration de l'économie de l'offre, prend d'autant plus de sens que récemment, Boris Johnson a encore changé d'avis en ce qui concerne la politique fiscale de son gouvernement. Après avoir fait l'apologie en 2019 d'une réforme fiscale qui aurait davantage sollicité les foyers fiscaux du premier décile mais sans jamais avoir réalisé rien de bien concret en la matière, force est de constater qu'en deux ans depuis l'éclatement de la crise Covid, le retour aux fondamentaux thatchériens est clairement de mise dans les rangs conservateurs avec « à la clé une stratégie pour lutter contre l'inflation dissimulée de la part du gouvernement consistant en une période de dépenses publiques rabotées »⁸. Il s'agit bien entendu d'éléments de contexte qui favorisent la mise en œuvre de politiques de l'offre, lesquelles s'accompagneront de choix délibérés de redistribution fiscale comme ce fut historiquement le cas jusqu'à présent. La chose est déjà anticipée par la presse spécialisée. Le secteur de la gestion de patrimoine, qui combine la gestion d'actifs avec la planification et les conseils financiers, devrait augmenter de 67%, passant de 137 milliards de dollars en 2021 à près de 230 milliards de dollars dans le monde d'ici 2030. En cause, le fait que les riches deviennent plus riches, dixit le Financial Times peu suspect, par ailleurs, de gauchisme atavique⁹.

⁷ Reiff, Mark R. « The Difference Principle, Rising Inequality, and Supply-Side Economics: How Rawls Got Hijacked by the Right », *Revue de philosophie économique*, vol. 13, no. 2, 2012, pp. 119-173.

⁸ Robert Shrimsley, *Tax cuts are the only tactic left for Boris Johnson*, Financial Times, édition mise en ligne du 11 mai 2022.

⁹ Financial Times, *Wealth management booms as the rich get richer but markets get choppy*, édition mise en ligne du 11 juillet 2022.

Retour vers le futur

Faisons le point. Nous avons repéré jusqu'ici une volonté des grandes banques centrales en Occident de revoir à la hausse le loyer de l'argent et de se désengager du marché secondaire des dettes publiques. En coupant le robinet du crédit, la croissance risque de trinquer dans les années à venir et ce alors, que l'inflation serait, en fait, susceptible de baisser. Pour comprendre la signification de cette contradiction, il convient d'interpréter la décrue de l'inflation telle que prévue par l'OCDE pour ses Etats membres.

On commencera à scruter ce mouvement de baisse anticipée de l'inflation en prenant la mesure de la protection du pouvoir d'achat que constitue l'échelle mobile des salaires plus connue en Belgique sous le vocable d'indexation automatique. En consultant le site de la Commission européenne, on peut apprendre que des mécanismes d'échelle mobile des salaires concernant l'ensemble ou, du moins, la majorité des salariés sont actuellement d'application dans quatre pays de l'Union européenne. Il s'agit de la Belgique, de Chypre, du Luxembourg et de Malte¹⁰. On remarquera, au passage, leur taille limitée par rapport au grand ensemble européen. Ailleurs, que s'est-il passé? On doit, en la matière, plutôt pointer une tendance à la disparition organisée des systèmes de préservation du pouvoir d'achat.

La lutte pour le maintien du niveau des salaires faisait intégralement partie du package des mesures keynésiennes adoptées aux lendemains de la Deuxième Guerre mondiale. Pour s'en convaincre, se livrer à un petit exercice d'histoire économique n'a rien de superflu, loin de là. En compulsant la littérature spécialisée, on peut ainsi apprendre qu'un mécanisme d'échelle mobile a été adopté en Italie à l'occasion de l'élimination de la dictature fasciste de Mussolini en 1943 et avant même que le pays n'ait été réuni sur le plan administratif puisque le fascisme a continué à subsister jusqu'en 1945 dans le nord du pays. L'indexation automatique à l'italienne consistait, à l'origine, à faire varier en fonction de l'importance du coût de la vie « une indemnité spéciale, dénommée « indemnité de contingence », qui avait été établie en 1945 par accord interconfédéral entre organisations patronales et ouvrières »¹¹.

Au fil du temps, l'échelle mobile des salaires italienne va finir par couvrir la totalité de la rémunération après de nombreux épisodes de tensions des relations industrielles. C'est en 1975 que cette garantie de protection du pouvoir d'achat sera arrachée après l'accord signé entre Giovanni Agnelli, dirigeant de Fiat, patron des patrons italiens de l'époque, et Luciano Lama, alors dirigeant de la CGIL (le syndicat communiste italien). En raison du niveau atteint par l'inflation dans la Péninsule durant la deuxième moitié des années 1970, l'échelle mobile a été profondément contestée par le patronat et c'est ainsi que le 14 février 1984, le président « socialiste » du Conseil Bettino Craxi a fixé par décret un plafond au taux d'indexation des

¹⁰ FICHE THEMATIQUE DU SEMESTRE EUROPEEN, ÉVOLUTION ET SYSTÈMES DE FIXATION DES SALAIRES, 10 juin 2017, p.9.

¹¹ Poncet, Jacques, « L'échelle mobile des salaires en Italie » in Etudes et conjoncture. Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), n°8, 1957 (12^e année), p.836.

salaires¹². Finalement, l'échelle mobile a été purement et simplement abrogée le 31 juillet 1992 sous le gouvernement de Giuliano Amato.

En France, l'alignement des salaires publics et privés sur l'évolution des prix a été supprimé en 1983 à l'occasion du tournant de la rigueur opéré sous François Mitterrand. Depuis ce tournant ô combien majeur, on peut constater que les salaires français n'augmentent que « de 0,5-0,6 » quand l'inflation « augmente de 1 » selon Eric Heyer, directeur du Département Analyse et Prévision de l'OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques)¹³. Aux Etats-Unis, ce sont les contrats de travail qui définissent l'éventuelle existence de clauses d'indexation selon les branches. On se situe donc aux antipodes des mécanismes plus centralisés que l'on retrouve dans le domaine en Europe. On constate qu'avec le temps, les mécanismes d'indexation, outre-Atlantique, ont concerné un nombre de plus en plus restreint de travailleurs. En Belgique, le système d'indexation automatique des salaires tient bon, encore et toujours comme vu précédemment. Mais depuis le retour de l'inflation, la FEB fait pression pour une révision en profondeur du mécanisme. A y regarder de plus près, on note depuis les années 1980 dans les grandes nations industrialisées une pression constante, du fait des organisations patronales, à la mise en œuvre de formules de détermination des salaires plus décentralisées et plus individualisées¹⁴. Il va de soi que cette vague de fond était radicalement incompatible avec l'existence de mécanismes centralisés et uniformes de fixation et d'indexation automatique des salaires.

La chose ne posait, au demeurant, guère problème puisque les politiques monétaires s'étaient assignées comme objectifs, dès cette époque, de mater l'inflation. C'était l'époque de la « Grande modération ». Cette période de l'histoire économique désigne le moment durant lequel les politiques macroéconomiques visaient à la fois de faibles variations conjoncturelles de la croissance, de l'inflation et des taux d'intérêt grâce à l'alignement des banques centrales sur les exigences de la finance de marché et la flexibilisation des marchés du travail. On notera, au passage, que dans cette reconfiguration du cadre macroéconomique, les profits n'étaient pas appelés à être modérés. Il en a résulté un partage capital-travail plus fondamentalement défavorable à la part des salaires mesurée par rapport au PIB.

D'après l'OCDE, la part dédiée à la rémunération du travail a diminué dans la presque totalité des Etats membres. On repère une nette diminution de la valeur médiane de la part des salaires qui est passée de 66,1% au début des années 90 à 61,7 % à la fin des années 2000. Dans certains pays, note toujours l'OCDE, « ce fléchissement s'était amorcé plus de 30 ans plus tôt »¹⁵. C'est notamment le cas de la Belgique et de la France. D'un point de vue géoéconomique, cette modération s'est accompagnée d'une grande vague de délocalisations

¹² Alain Wasmès, L'échelle mobile des salaires italienne va disparaître, Les Echos, édition publiée le 13 décembre 1991. Url: <https://bit.ly/3HL4tRO>. Date de consultation: 19 juin 2022.

¹³ Les Echos, faut-il revoir l'indexation des salaires et des retraites, édition mise en ligne le 25 mars 2022. Url : <https://bit.ly/3uceP7C>. Date de consultation: 28 mars 2022.

¹⁴ Francesco Drudi, Raffaella Giordano, « Wage Indexation, Employment and Inflation », The Scandinavian Journal of Economics Vol. 102, No. 4 (Dec., 2000), p.645.

¹⁵ OCDE (2012), « Partage de la valeur ajoutée entre travail et capital : Comment expliquer la diminution de la part du travail ? » in Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2012, Éditions OCDE, p.118.

de la production industrielle vers des pays à bas salaires nouvellement industrialisés. Le bouclage production-demande finale, dans ce modèle, reposait en grande partie sur l'endettement des ménages. Cette boucle de rétroaction production-consommation s'est effondrée depuis la crise des subprimes en 2007-2008. Dès cette époque, et pendant près d'une quinzaine d'années, c'est plutôt la faiblesse de l'inflation qui inquiétait les banquiers centraux.

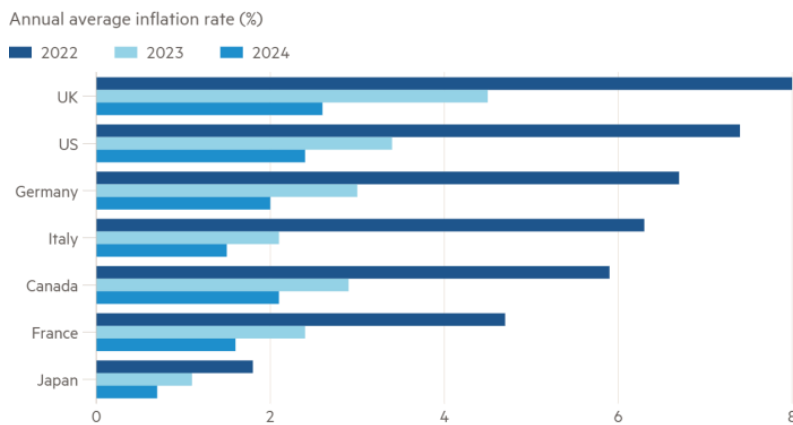
Et puis vint le Covid. Les désynchronisations et désajustements constatés sur les chaînes de valeurs mondialisées ont favorisé l'apparition de goulets d'étranglement dans certains secteurs. Les prix ont eu tendance à grimper.

Et puis vint l'Ukraine et les tensions (largement, spéculatives jusqu'à présent) sur les prix des produits énergétiques qui ont fini par enfoncer le clou.

L'inflation, pour l'heure, se déchaîne mais cela ne durera pas toujours. Ces tendances ne se maintiendront pas éternellement de telle sorte qu'il faut continuer à marteler, quitte à jouer un peu à contretemps, que les tendances lourdes de l'économie mondiale ne sont pas, à moyen terme, aussi inflationnistes qu'on ne veut bien l'écrire dans les gazettes. Par exemple, le Royaume-Uni se débat, pour l'heure, avec une inflation, comme nous avons déjà pu le voir, proche des deux chiffres. Néanmoins, il existe un consensus parmi les économistes de l'autre côté du Chunnel pour situer le taux annuel d'inflation légèrement au-dessus des 2% en 2024.

Figure 3. Prévisions des taux d'inflation au Royaume-Uni (%) entre 2022 et 2024

Economists expect the UK to have the highest inflation in the G7 through to 2024



Source: Consensus Economics
© FT

Source : Financial Times, édition du 9 juin 2022.

Et c'est ici qu'il faut, au passage, en terminer avec le fantasme du retour aux années 1970 et de la grande vague de stagflation. La stagflation des années 1970 correspondait à un phénomène d'auto-entretien de l'inflation selon un mouvement de va-et-vient entre les salaires et les prix. Nous sommes loin aujourd'hui de ce type d'évolutions en Europe occidentale. En réalité, nous sommes tous devenus un peu britanniques sur le Vieux Continent

depuis quelques décennies. Nous allons donc voir, un peu partout au sein des pays de l'OCDE, une forte inflation se déchaîner sur des populations salariées dont les protections contre les pertes de pouvoir d'achat ont été profondément démantelées.

Au passage, on rappellera que de ce point de vue, la Belgique fait clairement figure d'exception. Voilà pourquoi cet exercice de comparaisons internationales n'avait rien d'inutile. La chose permettra de comprendre pourquoi un climat de désinflation mondiale finira par s'imposer à notre pays. Les données de la Banque nationale sont, en la matière, les suivantes pour notre pays. L'inflation en Belgique s'élèvera à 3,5% l'année prochaine et 1,8% en 2024. Elle va donc indéniablement revêtir un caractère transitoire. Nous sommes, en fin de compte, très loin d'une décennie de forte inflation. Dans deux ans, l'inflation sera inférieure à 2% en Belgique. Nous serons donc en-deçà de la cible visée par la BCE.

Ailleurs au sein des pays industrialisés, des ménages au pouvoir d'achat rabaissé auront été entretemps contraints d'opérer des choix de consommation. Des quantités inférieures d'un produit X pour maintenir un certain volume de produit Y, cela ne favorise guère le dynamisme de la production au final. Voilà pourquoi les chiffres de la croissance seront particulièrement bas à l'avenir dans les pays de l'OCDE. Pour les Etats-Unis, on obtient un taux de croissance annuel réel du PIB de l'ordre de 1,5% entre 2024 et 2026. Pour les années 2027 à 2032, on note une légère amélioration avec un taux annuel de croissance réelle du PIB de 1,7%. Immédiatement, après la sortie de la Grande récession en 2010 et jusque 2019, le taux de croissance réel annuel moyen des Etats-Unis a été de 2,3%. Autrement dit, au cours de la prochaine décennie, la croissance du PIB réel US sera inférieure de 26,1% à ce qu'elle fut au cours des années 2010¹⁶. On note une tendance similaire pour la zone euro. La croissance en volume du PIB a été de 1,4% en moyenne annuelle pour la période 2010-2019¹⁷. Cette comparaison rejoint les observations qui, dans le passé, situaient les performances en termes de croissance en volume du PIB de la zone euro un point de pourcentage en-dessous des Etats-Unis. En outre, les projections d'Eurostat ne sont pas spécialement optimistes pour l'avenir de la zone euro du point de vue de la croissance. Si l'année 2023 semble exceptionnelle avec un taux de croissance du PIB en volume de 2,8% (fait exceptionnel, ce taux sera très supérieur à celui des Etats-Unis à la même époque), cette bonne nouvelle fait un peu office de chant du cygne puisque l'année suivante, le taux de croissance réel du PIB retombera à 1,6%¹⁸. Au terme de ce parcours un peu rapide, une hypothèse prend corps. L'inflation va peser sur le pouvoir d'achat de populations occidentales moins protégées aujourd'hui qu'il y a 50 ans. Par conséquent, la demande connaîtra une forme de pression à la baisse. La chose permettra à l'inflation de diminuer, en même temps que la croissance du PIB. En prolongeant le débat, il nous reste à comprendre pourquoi en dépit de ces perspectives qui devraient inviter à ne pas trop durcir les politiques monétaires, on constate une telle pression à la hausse du loyer de l'argent du côté des banques centrales.

¹⁶ CBO, op.cit.

¹⁷ Eurostat, Taux de croissance du PIB réel - en volume. Url : <https://bit.ly/3bhAiFD>. Date de consultation: 21 juin 2022.

¹⁸ Banque centrale européenne, Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, 10 mars 2022.

La pression

En attendant, faisons le point. Cela permettra de fixer, si nécessaire, un certain nombre de notions importantes. Confrontées au désarroi palpable de leurs bases et à une difficulté réelle, depuis plusieurs années, à se faire entendre des gouvernements partout en Europe, les organisations syndicales multiplient les prises de position devant le tsunami inflationniste qui s'abat sur un monde du travail, préservé pendant fort longtemps d'une telle dégradation de son pouvoir d'achat. La Belgique n'est évidemment pas en reste.

C'est ainsi qu'une carte blanche a été publiée récemment afin d'attirer l'attention de l'opinion publique de chez nous¹⁹. Sa thèse repose, en partie, sur une série de paralogismes et de références tronquées s'inscrivant parfois en complet décalage par rapport à la réalité sociale belge. Par exemple, affirmer en citant une étude, fort sérieuse, au demeurant, de l'Economic Policy Institute (EPI)²⁰ (soit un *think tank* américain plutôt marqué à gauche, proche du mouvement ouvrier et appartenant, du point de vue de l'analyse socioéconomique, aux courants keynésiens et post-keynésiens) que l'inflation, telle que mesurée aux Etats-Unis, repose principalement sur les augmentations tarifaires des entreprises non-financières n'a absolument rien d'incorrect. La chose est exacte et a d'ailleurs été confirmée, du moins pour le premier semestre 2022, par des sources clairement conservatrices²¹. En revanche, en tirer tel quel des conclusions pour notre pays s'avère pour le moins hardi. Cela revient à ignorer, par exemple, qu'aux Etats-Unis, l'indexation des salaires est, comme nous l'avons vu, bien moins généralisée qu'en Belgique qui, pour le coup, ferait presque figure de paradis social²². Or, faire l'impasse sur ce « détail » dans la démonstration équivaut tout simplement à renier les fondements théoriques à la base des recherches conduites par l'EPI.

L'analyse (post-)keynésienne rapporte, en effet, l'origine de l'inflation à un phénomène de conflit de répartition. Selon cette grille de lecture, les causes d'une poussée inflationniste sont principalement dues à un choc exogène qui modifie profondément la structure des prix relatifs (par exemple, l'énergie qui devient beaucoup plus coûteuse comme c'est le cas en Europe en ce moment). Les entreprises dominantes, dans ces conditions, ont tendance à vouloir préserver leurs taux de marge en augmentant le prix de leurs productions et services. De leur côté, les travailleurs, qui sont aussi des consommateurs, exigent, en retour, des augmentations salariales. Ces dernières finissent par se convertir en nouvelles augmentations des prix vu la volonté des grandes entreprises de protéger leurs marges. Et le serpent de se mordre dangereusement la queue²³.

Ce petit exposé théorique explique précisément pourquoi l'EPI n'exige PAS que les marges des entreprises aux Etats-Unis soient converties en salaires mais que leurs profits soient limités par des impôts exceptionnels. La chose est écrite en toutes lettres dans la source citée.

¹⁹ L'Echo, *L'inflation a déjà rapporté des milliards aux entreprises*, édition du 21 juin 2022.

²⁰ Josh Bivens, Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond?, Economic Policy Institute, Url: <https://bit.ly/3n7HMxy>. Date de consultation: 22 juin 2022.

²¹ Wall Street Journal, Companies Start to Lean More on Cost Savings Amid Persistent Inflation, 30 mai 2022.

²² Francesco Drudi, Raffaella Giordano, op.cit.

²³ Marc Lavoie, *Post-keynesian Economics*. New Foundations, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2022.

Autrement dit, l'EPI ne se reconnaîtrait pas complètement dans la tribune parue dans L'Echo au sujet des milliards qu'aurait rapportés l'inflation aux entreprises belges. Le think tank états-unien pencherait davantage du côté de la Banque nationale (dont le gouverneur est pourtant notoirement proche du parti libéral) qui a, il y a peu, marqué son accord avec le projet d'imposition des surprofits du secteur de l'énergie en Belgique.

On retiendra donc de ce développement au sujet des fondements théoriques proposés l'école post-keynésienne que les travailleurs-consommateurs sont moins protégés que durant les années 1970 face à l'inflation. Leur capacité collective à faire coller les salaires avec le niveau général d'augmentation des prix a été plus ou moins annulée.

Par conséquent, les comparaisons avec les années 1970 s'avèrent peu fécondes pour comprendre la question du retour de l'inflation en 2022. Pour mieux appréhender la nature de l'inflation contemporaine, les experts anglo-saxons ont forgé un néologisme particulièrement intéressant. Ils évoquent une « slowflation » qui combine une croissance faible et une inflation qui lui est supérieure sans pour autant franchir la barre des 10%. Il s'agit là d'un scénario qui est anticipé et salué par la banque suisse UBS dans la mesure où il s'avère globalement plus favorable aux actions et aux marchés financiers qu'une période de franche stagflation²⁴. Dans ce cas de figures, l'inflation mangera moins les revenus liés à la détention de capitaux alors que le ralentissement économique permettra de relancer les profits en raison de la modération salariale. Nous voilà donc prévenus.

A la base de cette augmentation des taux, on retrouve donc en fin de compte un plan de soutien au secteur financier devenu incontournable depuis la Grande Récession et l'épisode des faillites bancaires de l'automne 2008. L'actuelle politique de remontée des taux et de sortie des plans d'assouplissement quantitatif rejoint finalement l'objectif de tous les grands épisodes de resserrement du crédit. Lorsque ce resserrage de vis eut lieu à la fin des années 1970 et au début des années 1980, le but de la manœuvre, sous couvert de lutte contre l'inflation, consistait à faire pression sur le marché du travail, donc à faire grimper le chômage. On repèrera l'intérêt de la manœuvre en repassant du côté de la théorie marxiste et du concept d'« armée de réserve industrielle ».

Cette dernière désigne une population surnuméraire de travailleurs, produite directement par l'accumulation capitaliste, donc « une population plus grande que celle des besoins moyens nécessaires à la valorisation du capital, et donc un surplus de la population ». Il s'agit, d'après Marx toujours, « de l'intérêt absolu de chaque capitaliste de s'appuyer, pour une quantité donnée de travail, sur le plus petit nombre de travailleurs, plutôt que sur un plus grand nombre, si le coût est sensiblement le même ». Et d'ailleurs, « plus étendue est l'échelle de production, plus fort est ce motif »²⁵.

²⁴ Zahra Tayeb, The US will avoid stagflation and will suffer milder 'slowflation' instead, because inflation has already peaked, Markets Insider, édition mise en ligne du 29 juin 2022. Url: <https://bit.ly/3ntRKcH>. Date de consultation: 1er juillet 2022.

²⁵ Karl Marx, Le Capital, Livre premier, VIIème section : Accumulation du capital, Chapitre XXV : Loi générale de l'accumulation capitaliste, (III) Production croissante d'une surpopulation relative ou d'une armée industrielle

On convoquera utilement comme preuve du bien-fondé théorique de cette notion pour comprendre l'augmentation du niveau réel des taux d'intérêt en Europe au cours des années 1980 le fait suivant. En Europe, les banques centrales ont continué à appliquer une politique de loyer élevé de l'argent longtemps après que l'inflation à deux chiffres ait disparu. En France, par exemple, la politique du franc fort correspondait, à partir de 1989 et durant toute une décennie jusqu'à l'arrivée de l'euro, à un taux d'inflation de l'ordre de 10%, alors même qu'il oscillait autour de 3%. La chose fut, en son temps, dénoncée, en des termes quasiment marxistes d'ailleurs, par l'économiste keynésien Jean-Paul Fitoussi (1942-2022)²⁶.

La baisse des salaires réels, qui a correspondu cette remontée des taux, a permis, des deux côtés de l'Atlantique, de relancer les profits et la dynamique d'accumulation de capital et il semble de plus en plus probable que cette pièce s'apprête à être rejouée. En effet, la gestion de la pression inflationniste par les grandes firmes semble de plus en plus emprunter le chemin d'une modération des coûts de production. Le Wall Street Journal signalait, à ce propos, qu'après avoir misé principalement sur les hausses de prix, les dirigeants d'entreprises cherchent actuellement d'autres manières de maintenir leurs marges bénéficiaires. Les plans de réduction des coûts devraient, par conséquent, se multiplier, outre-Atlantique, au cours des trois prochains mois en réponse à l'inflation d'après une étude de la société de consultance Gartner Inc. qui a sondé les intentions des responsables financiers de plus de 180 grandes entreprises US dont le chiffre d'affaires annuel était compris entre 500 millions et 100 milliards de dollars²⁷. Ce nombre serait, d'ailleurs, susceptible de doubler au quatrième trimestre si les niveaux d'inflation actuels devaient persister. Il va de soi que ce type de scénario cadre bien avec un schéma de diminution des pressions visant à une revalorisation salariale via l'augmentation de l'armée de réserve industrielle. Tout se passe donc en fin de compte comme si certains acteurs avaient été un peu trop gourmands du côté de la protection de leurs marges au début du mouvement de hausse du niveau général des prix, c'est-à-dire avant que ce dernier ne s'emballe du fait de la généralisation de cette stratégie de protection des taux de profit. Voilà pourquoi les entreprises ne vont plus pouvoir s'appuyer sur des augmentations de prix mais des diminutions de coût pour protéger leurs taux de marge. On observe déjà cet état de choses aux Etats-Unis. Le chômage « slowflationniste » fera donc son apparition afin de mieux garantir le niveau de rentabilité des entreprises. Cette bifurcation sera, n'en doutons pas un seul instant, également repérable en Europe dans les mois à venir.

Le scénario est donc bien installé. Nous nous dirigeons désormais vers une période de politique monétaire plus orthodoxe. Mais il se pourrait que le succès escompté, du moins du point de vue du capital et de son accumulation, ne soit pas complètement au rendez-vous.

de réserve. Disponible en ligne : <https://www.marxists.org/francais/marx/works/1867/Capital-I/kmcapI-25-3.htm>.

²⁶ Jean-Paul Fitoussi, *Le débat interdit : monnaie, Europe, pauvreté*, Paris, Arléa, 1995.

²⁷ Kristin Broughton, *Companies Start to Lean More on Cost Savings Amid Persistent Inflation*, Wall Street Journal, édition du 30 mai 2022.

Un contexte très différent

C'est que la conjoncture actuelle s'avère, à y regarder de plus près, très différente de celle qui prévalait à la sortie des Trente Glorieuses. Par exemple, les niveaux d'endettement du secteur privé culminent, de nos jours, à des niveaux très supérieurs à ceux des années 1970-1980. Les chiffres sont, de ce point de vue, pour le moins explicites. En 1980, les niveaux d'endettement des entreprises non-financières au sein des grandes économies européennes étaient beaucoup plus faibles qu'aujourd'hui. Il y a quarante ans, la dette des entreprises non-financières états-uniennes représentait 45% du PIB. En Allemagne, c'était 40%. En 1995, la dette privée des entreprises non-financières en France était de 30%, tout comme au Royaume-Uni²⁸.

Au quatrième trimestre 2021, ce taux d'endettement équivalait, aux Etats-Unis, à 157,4% du PIB. Pour la France, nous en étions à 148,9%. C'est un peu plus que le Royaume-Uni où l'endettement des entreprises privées non-financières était, à cette même époque, de 143,4%. Pour la zone euro, le taux d'endettement du secteur privé non financier (SPNF) s'établissait, fin 2021, à 123,8% du PIB²⁹. Au Japon, la troisième grande économie de l'OCDE, à côté de l'Union européenne et des Etats-Unis, était de 172,1% du PIB³⁰ à la fin de l'année dernière contre 40% en 1980³¹. Que pourrait signifier, dans ce contexte de fort endettement, une remontée des taux et un resserrement des politiques monétaires?

Au cours de la décennie écoulée, la diminution des taux d'intérêt et l'afflux de liquidités en provenance des banques centrales a conduit les entreprises non-financières à augmenter leur endettement pour se porter acquéreurs de titres financiers présentant un rendement annuel supérieur au taux d'intérêt débiteur. Ce mouvement, désigné sous le nom de *carry trade* dans la littérature spécialisée, n'est pas sans risques en cas de baisse de l'écart existant entre les taux débiteurs et le rendement des actifs. L'hypothèse d'une généralisation des stratégies de *carry trade* en Europe a été confirmée récemment par l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) pour la France. Il existe, en effet, une forte corrélation entre la progression de l'endettement des entreprises multipliant les investissements financiers et l'accumulation par ces mêmes entreprises de réserves disponibles suggérant un état de surliquidité³². Il s'agit là d'un premier élément de fragilisation. Ce n'est, loin de là, pas le seul. Des difficultés sont, en effet, à signaler du côté du capital financier.

Il se chuchote pourtant un peu partout dans les pages de la presse hégémonique que les banques seraient aujourd'hui plus solides que lors de l'ouragan de 2007-2008³³. Ce n'est pourtant pas l'avis de la BCE. Cette dernière envisageait, le 30 juin de cette année, d'exiger des grandes banques de réexaminer leurs stratégies de versement de dividendes en raison

²⁸ Benjamin Carton, Dette et croissance in L'économie mondiale 2014, Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2013, p.25.

²⁹ Banque de France, Taux d'endettement des agents non financiers. Comparaisons internationales 2021(T4), Texte mis en ligne le 24/05/2022. Url : <https://bit.ly/3OArJV2>. Date de consultation: 1er juillet 2022.

³⁰ Banque de France, Ibid.

³¹ Benjamin Carton, op.cit.

³² Marie-Baïanne Khder, Clément Rousset, Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France?, Note de conjoncture INSEE, décembre 2017.

³³ Le Figaro, Test de résistance de la Fed réussi pour 34 banques américaines, édition mise en ligne du 23 juin 2022. Url : <https://bit.ly/3a67CPL>. Date de consultation: 2 juillet 2022.

principalement du risque de récession en Europe, spécialement si les approvisionnements en gaz russe devaient cesser dans les semaines qui viennent³⁴. Ce n'est, de surcroît, pas la seule menace qui pèse en ce moment sur le secteur financier.

La politique d'augmentation, progressive et cependant vigoureuse, des taux par la Fed a débouché sur une remontée des taux d'intérêt des prêts hypothécaires aux Etats-Unis. A la mi-juin de cette année, le taux hypothécaire fixe moyen sur 30 ans a atteint son plus haut niveau depuis 2008. A cette occasion, les experts du secteur immobilier US pointaient une série de signes avant-coureurs constituant une épée de Damoclès pour l'économie du pays. Il est vrai que le niveau plancher des taux d'intérêt, depuis maintenant une dizaine d'années, a débouché sur une nouvelle bulle immobilière aux Etats-Unis. Pendant la majeure partie du boom de l'immobilier depuis 2011-2012, les prix des maisons ont évolué à une vitesse record tandis que l'inflation connaissait son rythme le plus lent depuis 1945. De 2011 jusqu'à la fin 2021, la valeur « nominale » totale des maisons américaines a augmenté d'environ 120% pour atteindre environ 43.000 milliards de dollars. Or, l'inflation totale durant cette décennie n'a été que de 23%. Il en résulte un enrichissement important des ménages propriétaires qui ont effectivement encaissé 97% de gains « réels » mesurés en tenant compte de l'inflation. Evidemment, en cas de retournement de ces paramètres, la population américaine s'appauvrira, avec à la clé, une diminution de la consommation et de la croissance. La détérioration des données de l'emploi, dans ce type de configurations, est parfaitement susceptible de conduire à des défauts de paiement, lesquels vont inexorablement fragiliser le secteur bancaire et partant, l'octroi de crédits au sein de l'économie.

Une nouvelle bulle immobilière est donc aujourd'hui sur le point d'exploser. C'est ainsi que les demandes de prêts hypothécaires aux États-Unis ont chuté de 6,5 % au cours de la première semaine de juin. Il s'agit de leur niveau le plus bas depuis 22 ans. Par conséquent, les maisons restent plus longtemps sur un marché qui a perdu de son dynamisme. Or, cette atonie peut faire craindre le pire.

En effet, un des éléments les plus probants permettant de pointer un éventuel état de surchauffe du marché immobilier aux Etats-Unis réside dans l'écart existant à une période donnée entre les prix médians des maisons familiales et l'indice des prix à la consommation (IPC). En 2005, lors du dernier épisode durant lequel la bulle de l'immobilier américain commençait à montrer des taux de faiblesse, l'écart entre le prix des maisons et l'IPC était alors de 35%. Un mouvement de correction subséquent a alors permis que les prix chutent pour rejoindre le niveau de l'IPC au cours des sept années qui suivirent. Ensuite, la FED a conduit une décennie de politique monétaire accommodante. Cet épisode s'est soldé par une divergence à nouveau très significative des prix de l'immobilier par rapport à l'IPC. Cet écart est aujourd'hui de 44%. En imaginant que le dégonflement de la bulle immobilière ne porte que sur la moitié de la valeur des actifs immobiliers concernés, l'économie américaine devrait faire face à un effet d'appauvrissement de l'ordre de 22% dans le chef des ménages propriétaires aux Etats-Unis. Il s'agit là d'une chute vertigineuse de la valeur réelle du

³⁴ Le Figaro, La BCE met les banques en garde sur les dividendes face au risque de récession, édition mise en ligne le 30 juin 2022. Url : <https://bit.ly/3a7D53Q>. Date de consultation: 2 juillet 2022.

patrimoine de ces agents de près d'un quart³⁵. Une telle décapitalisation, typique d'une diminution du niveau de vie moyen des ménages états-uniens, ne pourra évidemment rester sans conséquences fâcheuses pour l'économie américaine en termes de destruction de capital.

On aurait tort de se croire à l'abri de telles vicissitudes en Europe. C'est ainsi que depuis le 16 février de cette année, chaque citoyen de l'Union européenne est officiellement prévenu par la BCE d'un risque très concret de déséquilibres sur le marché immobilier du Vieux Continent. Ce dernier présenterait de très lourdes vulnérabilités structurelles. Cet état de choses constitue, par ailleurs, une menace pour les banques de la zone euro avec à la clé, un effet déprimant pour l'économie européenne. La BCE a, pour le coup, abandonné la langue de bois technocratique (et il convient, d'ailleurs, de saluer cet exercice de parler vrai) : « Si les prix du marché baissent, la valeur des garanties des banques baissera également. Cela signifie des ratios prêt/valeur plus élevés et, par conséquent, peut obliger les banques à augmenter leurs provisions pour couvrir le risque de crédit ». Nous voilà donc mis en garde et la chose n'a rien n'anodin. Afin de mieux apprécier la portée réelle de ces considérations, on prendra soin de préciser qu'un risque de crédit signifie que des débiteurs ne sont plus en mesure de rembourser leurs emprunts auprès des établissements bancaires créanciers. Le choc sur le bilan comptable de ce dernier peut être d'une telle violence qu'il ne sera plus en mesure de garantir la totalité des dépôts. Or, quiconque a ouvert un compte auprès d'une banque commerciale a prêté de l'argent à celle-ci et est son débiteur.

La liste des difficultés auxquelles cette période de remontée des taux doit nous préparer n'est hélas pas terminée. Là encore, on ne citera guère des sources particulièrement subversives. C'est ainsi que la BCE estimait, au printemps de cette année, que les inconnues concernant la sécurité d'approvisionnement énergétique du Vieux Continent plaçaient le système bancaire de l'Euroland face à un risque de crédit. Le raisonnement est le suivant. En cas de rupture d'approvisionnement de l'Union européenne en gaz russe, les revenus des négociants dans ce secteur tomberaient à zéro ou presque. Dès lors, leur solvabilité poserait question. Or, dicit Andrea Enria, président du Conseil de Supervision bancaire de la BCE, « un tiers du volume actuel des prêts en cours aux sociétés de négoce de matières premières, au niveau mondial provient de prêteurs de la zone euro »³⁶.

Pour la Belgique, le moins que l'on puisse dire est que la Banque nationale est sur la même longueur d'ondes que la BCE. « Même si l'impact effectif du contexte actuel sur le risque de crédit du secteur financier ne peut pas encore être mesuré de manière précise, le secteur financier doit se tenir prêt, si nécessaire, à enregistrer des provisions de manière conservatrice pour les pertes liées aux effets potentiellement matériels de deuxième tour mais également à offrir de façon proactive et bilatérale des solutions "sur mesure" aux emprunteurs confrontés à

³⁵ Andrea Riquier, Rachel Witkowski, "The Housing Market Just Hit The Brakes. What Happens Now?", édition mise en ligne le 28 juin 2022. Url: <https://bit.ly/3ugVlyQ>. Date de consultation: 2 juillet 2022.

³⁶ Cité par le magazine Paperjam (Luxembourg), Une rupture de gaz russe fragiliserait les banques, édition mise en ligne du 29 avril 2022. Url: <https://bit.ly/3nwQDsO>. Date de consultation: 2 juillet 2022.

des problèmes de liquidité ou de remboursement de prêts existants » recommandait la BNB au début du mois de juin de cette année³⁷.

On pourra toujours se rassurer en répétant à souhait le mantra de la solidité retrouvée des banques. Aux Etats-Unis, la FED statuait, à l'été 2022, que les plus grandes banques disposaient de fonds propres suffisants leur permettant d'absorber plus de 600 milliards de dollars de pertes. On évitera de sortir trop rapidement les trompettes thébaines à l'annonce de ces chiffres. De nos jours, que représentent encore 600 milliards de dollars pour le système bancaire ? Bien peu de choses, en définitive. Pour s'en convaincre, on convoquera les chiffres de la dernière grande crise financière aux Etats-Unis. Certes, à cette époque, les banques américaines ont enregistré des pertes de 77 milliards de dollars, ce qui est effectivement très inférieur au niveau de 600 milliards de dollars cité précédemment. Pour autant, il ne faut pas oublier que face aux nouvelles contraintes réglementaires, le capital financier a trouvé une parade lui permettant de continuer à prendre du risque.

C'est ainsi que le *shadow banking* (ou finance de l'ombre) s'est particulièrement développé au cours de la décennie écoulée. La finance de l'ombre désigne des institutions et des marchés menant des activités bancaires classiques sans pour autant appartenir à la catégorie des établissements de crédit. Cette situation les place en marge des régulations en vigueur permettant d'éviter l'apparition de crises financières de grande ampleur. Le point commun à toutes les structures de la finance de l'ombre est qu'elles agissent toutes dans le domaine de l'intermédiation entre des acteurs demandeurs de financement et des apporteurs de fonds. Or, c'est là une activité bancaire tout-à-fait classique. Attention, toutefois, dans le cas de l'intermédiation menée par des agents de la finance de l'ombre, la prise de risque est beaucoup plus importante. On relèvera notamment des effets leviers plus importants que dans le secteur bancaire traditionnel.

En cas de recours à l'effet levier, un acteur s'endette en vue d'une augmentation de la rentabilité de ses fonds propres. Pour que la stratégie d'effet levier porte ses fruits, il est impératif que le taux de rentabilité du projet financé par la dette soit supérieur au taux d'intérêt. Au printemps 2008, les banques d'investissement états-uniennes présentaient des effets leviers moyens de 1 pour 30. Cela signifie que pour un dollar de capitaux propres, elles avaient emprunté 30 dollars. Cette configuration était particulièrement instable car une institution qui a un effet de levier de 30 pour 1 voit ses fonds propres être complètement effacés avec une baisse de 3,33% (soit 1/30) de la valeur des actifs acquis. Pour le dire plus simplement, une institution qui présente de gros effets leviers marche en permanence sur le fil du rasoir.

Pour prendre la pleine mesure du phénomène de la montée du *shadow banking*, on mentionnera les chiffres suivants. Selon le Conseil de stabilité financière, les volumes gérés par la finance de l'ombre au sens large s'élevaient, à l'échelle mondiale, à environ 92.000 milliards de dollars en 2015. A cette époque, cette somme équivalait à la moitié de la masse

³⁷ Trends-Tendances, La guerre en Ukraine présente des risques potentiellement significatifs pour la stabilité financière en Belgique, édition mise en ligne le 7 juin 2022.

bilantaire du système bancaire traditionnel. En limitant la perspective aux seules activités de shadow banking impliquant un risque systémique, ces dernières représentaient 34.000 milliards de dollars, soit près de la moitié du PIB mondial de l'époque.

Le système financier international est donc bien loin d'avoir été assaini et restabilisé après la crise financière de 2007-2008. Afin de saisir la montée en puissance de la finance de l'ombre, on rappellera qu'en 2012, le Conseil de stabilité financière estimait le volume d'actifs *sensu lato* gérés par la finance de l'ombre à 71 trillions de dollars, soit 24 % du système financier mondial³⁸. Entre 2012 et 2015, donc juste trois petites années, le volume des actifs détenus par la finance de l'ombre a donc augmenté de près de 30%. Il existe donc un lien très important entre la croissance de ce secteur et la mise en œuvre des plans des banques centrales consistant à assurer quoiqu'il en coûte la liquidité du système bancaire. Au passage, on prendra soin de préciser que le secteur de la finance de l'ombre ne peut plus être appréhendé comme un épiphénomène mais doit, au contraire, être assimilé à la base même du système bancaire et financier contemporain. C'est ainsi que le *shadow banking* influe de manière fondamentale sur l'action et le fonctionnement des acteurs les plus importants de la vie économique (par exemple, les banques centrales) de manière à en assurer la viabilité, mais aussi paradoxalement la fragilité³⁹.

Le cloisonnement entre, d'une part, le secteur bancaire traditionnel et d'autre part, la finance de l'ombre est loin d'être complètement étanche. Voilà pourquoi, par exemple, une augmentation dans les exigences réglementaires concernant les fonds propres des banques traditionnelles déplace de nombreuses transactions vers le système bancaire parallèle du shadow banking⁴⁰. Autrement dit, les efforts de régulation et de moralisation de ces quinze dernières années ont conduit le secteur bancaire à déporter une partie de son activité dans les arcanes de la finance de l'ombre. Donc en cas de dépréciation des actifs inscrits au bilan des acteurs à l'œuvre dans les zones d'ombre du *shadow banking*, les banques classiques sont susceptibles d'être durement touchées. Compte tenu du fait que le volume des actifs systémiques de ce segment particulier du secteur financier est de l'ordre de 34.000 milliards de dollars et que ses effets levier sont très importants, on ne sera guère rassuré par la capacité de résistance des banques américaines évaluée par la Fed à 600 milliards de dollars. Pour s'en convaincre, on mentionnera qu'avec un effet levier de 1 pour 20 et une baisse de 5% des actifs systémiques détenus par les acteurs du shadow banking au niveau mondial, les banques, au niveau mondial, devront enregistrer des pertes pour 1.700 milliards de dollars. On est, comme ont dit, bien peu de choses.

En ce qui concerne l'Europe, la situation n'est finalement guère plus brillante. La zone euro compte 8 banques systémiques (dont quatre pour la France). Une banque systémique désigne un établissement de crédit qui s'il faisait faillite serait à lui seul susceptible de provoquer un

³⁸ Ginsburger, Maël. « Le Shadow banking : quand la finance joue avec les règles » in Regards croisés sur l'économie, vol. 14, no. 1, 2014, p.140.

³⁹ Tadjeddine, Yamina. « Le shadow banking : forme structurelle du capitalisme bancaire financiarisé » in Revue d'économie financière, vol. 142, no. 2, 2021, p.49.

⁴⁰ Kashyap, Anil K.; Stein, Jeremy C.; Hanson, Samuel G., A Macroprudential Approach to Financial Regulation, Journal of Economic Perspectives, 25, 2011, pp.3-28.

effondrement du système financier international. Or, en moyenne, l'effet levier des banques systémiques reste très élevé. C'est ainsi que la valeur des actifs de ces banques est 14 fois plus élevée que le niveau de leurs fonds propres⁴¹.

En fin de compte, il n'est donc guère besoin d'un choc énorme pour que ces colosses aux pieds d'argile se retrouvent au bord de la faillite. Or, le retour à une réalité monétaire plus classique dans laquelle emprunter coûte vraiment de l'argent est en train de plomber sérieusement les marchés. Avec la Fed qui a relevé de manière particulièrement musclée ses taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, le paysage monétaire a radicalement changé aux Etats-Unis. Au mois de juillet de cette année, le Nasdaq, soit la bourse des valeurs technologiques, a chuté de 30% et le S&P 500, soit l'indice boursier basé sur les 500 plus importantes compagnies cotées en bourse aux États-Unis, a accusé une baisse de plus de 20%. Quant au Dow Jones Industrial Average, l'indice qui retrace l'évolution des 30 plus grandes sociétés des Etats-Unis, il a accusé une baisse de plus de 15 % depuis le début de l'année.

Et c'est précisément ici que le bât blesse pour le scénario de *slowflation* constituant l'objectif d'atterrissage privilégié par les banques centrales. Si au détour des expérimentations monétaires en cours, une récession pointe à l'horizon, les niveaux d'endettement des acteurs privés risquent vite de peser lourdement sur la viabilité d'un grand nombre de structures dans les mois à venir. Mesurés par rapport au PIB mondial, les niveaux d'endettement privés et publics sont nettement plus importants de nos jours qu'il y a une vingtaine d'années. A cette époque, ils représentaient 200% du PIB mondial. L'année dernière, ils s'élevaient à 350% de la richesse mondiale. Il ne faut, dès lors, pas être grand clerc pour deviner que les politiques de normalisation monétaire et les hausses du loyer de l'argent qui les accompagneront conduiront, aux quatre coins du monde, des particuliers, des entreprises, des institutions financières et des gouvernements aujourd'hui fortement endettés à connaître de gros soucis de solvabilité.

Derrière ces chiffres forcément toujours un peu abstraits, il y a des hommes, des femmes et des peuples. Le moins que l'on puisse dire est que si ces perspectives de crise se matérialisent, un drame risque de se rejouer dans les Etats présentant des profils importants d'endettement public. Ce sera le cas dans ce que l'on appelait autrefois le Tiers-monde mais aussi chez nous en Europe. C'est ainsi que les pays de la zone euro présentant un profil de solvabilité défavorable (spécialement, l'Italie et l'Espagne) risquent d'être sanctionnés par les investisseurs.

Les mesures d'assouplissement quantitatif appliquées par la BCE depuis 2015 consistaient en des rachats d'obligations publiques sur les marchés secondaires. En faisant émerger, il y a sept ans, un surcroît de demande pour les obligations publiques des pays méditerranéens, la BCE garantissait à Rome et Madrid un niveau d'intérêt soutenable sur leurs dettes publiques. En effet, il existe une relation inverse entre d'un côté, le prix et de l'autre, le taux d'intérêt d'une obligation (publique comme privée). Autrement dit, en boostant la demande pour les

⁴¹ Jézabel Couppey-Soubeyran, "Nos banques présentent encore un vrai risque systémique", Capital, édition mise en ligne en date du 17 avril 2019. Url: <https://bit.ly/3ujpqO2>. Date de consultation; 6 mars 2022.

obligations publiques espagnoles et italiennes, la BCE a poussé à la hausse leurs prix et donc, le niveau de l'intérêt exigé des gouvernements de ces pays était en quelque sorte artificiellement comprimé. Puisque ce soutien reposant sur une stratégie de monétisation des dettes semble, pour l'heure, voué à une complète disparition, on risque de se retrouver de nouveau confronté à une série de situations qui caractérisaient les marchés des obligations publiques européennes au plus fort de la crise de l'eurozone.

C'est ainsi qu'à la mi-juin, le taux d'intérêt italien était fixé à 3,92% contre 1,58% pour le taux allemand. Autrement dit, le différentiel (dans le jargon, on parle de *spread*) entre le taux d'intérêt de la dette italienne et celui des obligations du Trésor allemand s'élevait à 234 points de base. On n'avait plus noté une différence aussi importante depuis la fin de l'année 2013. Un an auparavant, ce *spread* n'atteignait même pas les 100 points de base.

Les obligations correspondant aux contrats d'endettement du gouvernement allemand sont réputés être les plus sûrs de la zone euro. Par conséquent, la dette publique de l'Etat allemand fait l'objet d'une prime de risque finalement faible, ce qui se traduit par un taux d'intérêt limité. Plus l'écart entre le taux d'intérêt de la dette allemande et celle d'un autre Etat européen est important, plus les investisseurs considèrent qu'il y a un risque de crédit à prêter de l'argent à ce pays plutôt qu'aux Allemands. L'approfondissement du *spread* de rendement entre Berlin et Rome doit donc être interprété comme un signe de méfiance des marchés financiers à l'égard des finances publiques de la Péninsule. A la même époque, le différentiel de rendement entre l'Espagne et l'Allemagne s'était également creusé et atteignait les 135 points de base (2,93% pour une obligation publique espagnole à 10 ans contre 1,58% pour le même genre de titre émis par les autorités allemandes).

Face à cette menace, la BCE n'est pas restée inactive. Elle continuera à acheter des dettes italiennes, espagnoles, portugaises et grecques en échange du revenu reçu des dettes allemandes, françaises et néerlandaises. Le but de la manœuvre consiste évidemment à éviter que les écarts de rendement entre les dettes publiques européennes ne soient pas trop élevés. Pour procéder à ce délicat exercice de rééquilibrage, la BCE a divisé les 19 Etats membres de l'eurozone en trois groupes : les donateurs, les bénéficiaires et les neutres sur la base de la profondeur et de la progression de leurs spreads avec les obligations publiques allemandes.

La BCE orientera en direction des Etats bénéficiaires une partie des liquidités correspondant au revenu des obligations achetées aux pays dits "donateurs" dans le cadre du programme de *quantitative easing* décidé au moment de la pandémie de Covid-19. Les listes de pays seront actualisées trimestriellement. Le produit des obligations des pays donateurs ne suffira cependant pas à rassurer les marchés. En guise de réponse à cet épineux problème, la BCE se borne, pour l'heure, à plancher sur un outil supplémentaire qui rendra possibles des opérations d'achat ciblées sur des pays particulièrement en difficulté. A l'heure où ces lignes étaient écrites (1^{er} juillet 2022), on ne sait pas encore qui concrètement identifiera les pays en posture délicate. Il se pourrait que ce soit la Commission. Dans ce cas, il n'est pas impossible que les Etats périphériques se retrouvent une fois de plus sur la sellette puisque la Commission évaluera la position des Etats en fonction de ses recommandations budgétaires et

économiques. Dans ces conditions, l'austérité sera assez rapidement de retour au sud de la zone euro.

Il se pourrait également que ce soit la BCE qui effectue ce travail d'identification. Ce serait, disons-le tout net, l'option la plus souhaitable car la banque centrale de la zone euro travaillera, dans ce cas de figures, sur la base de critères exclusivement monétaires à partir d'une évaluation de la viabilité de la dette des pays attaqués. Un plan de rachat de dettes devra alors décidé sans pour autant imposer *ipso facto* de trop importantes cures d'austérité à des pays encore fragiles.

On remarquera que la première option s'opposerait à l'indépendance de la BCE à l'égard tant des Etats membres que des autres composantes institutionnelles de l'Union européenne. Dans le second cas de figures, on imagine aisément qu'outre-Rhin, les partisans les plus inconditionnels de la discipline budgétaire ne manqueront pas de faire observer que les dirigeants de banques centrales du sud de la zone euro se montrent trop solidaires des intérêts de leurs gouvernements respectifs et donc, ne sont pas indépendants. On ne pouvait imaginer plus mauvais départ pour un mécanisme de stabilisation puisqu'au lieu de rassurer les marchés, les polémiques précédemment décrites ne feront qu'inquiéter les investisseurs quant à la pérennité de l'opération. C'est une mauvaise nouvelle pour les peuples situés en périphérie de l'Euroland. Et ce n'est, hélas, pas tout.

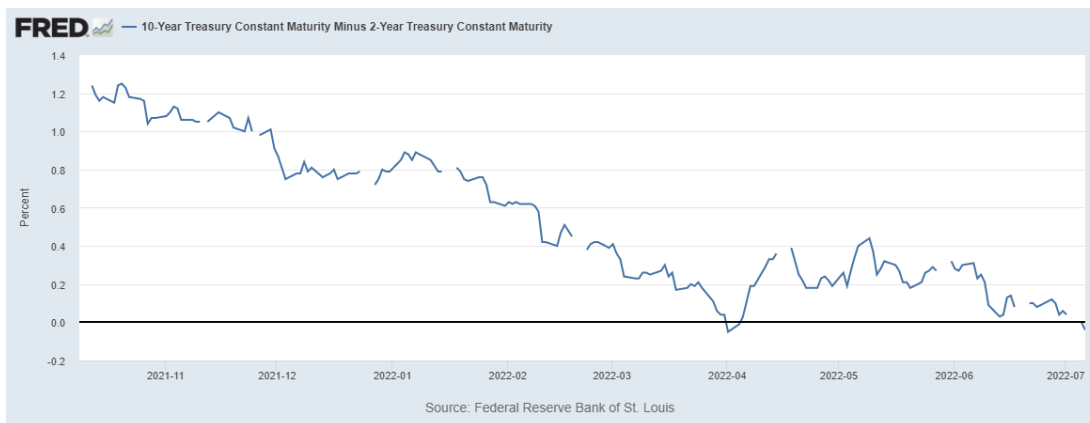
En définitive, la possibilité qu'une crise monétaire d'envergure éclate au sein de la zone euro est aujourd'hui plus importante qu'il y a sept ans quand la Grèce était en proie à de terribles difficultés. Pour rappel, la dette publique grecque représentait 2% du volume total des dettes publiques de l'Euroland. Aujourd'hui, c'est l'Italie qui est dans le collimateur de la finance de marché. Tant le niveau d'endettement de la Péninsule que son profil de croissance inquiètent le capital financier. Il convient, au passage, de prendre la pleine mesure de cet état de choses. Alors que la dette de la Grèce représentait, en avril de cette année, 288,7 milliards d'euros, celle de l'Italie équivalait, à la même période, à 2.678 milliards d'euros. Or, on ne pariera pas qu'il sera facile de trouver un consensus magique qui fera en sorte que les Etats de la zone euro mettent plus de 2.000 milliards d'euros dans un pot commun pour aider Rome. Il va évidemment de soi que si une crise de la zone euro éclatait, les perspectives de croissance pour le Vieux Continent ne seraient pas améliorées, et ce alors qu'une récession semble poindre à l'horizon.

En outre, la dépréciation continue de l'euro face au dollar ne va évidemment pas améliorer la facture énergétique du Vieux Continent (et partant, l'inflation). L'hypothèse d'une *slowflation* douce (évitant donc le scénario récessif) n'en sera évidemment que plus improbable. Pour comprendre pourquoi l'Europe est à ce point en posture délicate, on signalera qu'elle est très (trop ?) dépendante de l'extérieur pour ce qui est de ses importations de produit énergétique. Dès lors, le règlement de la facture s'effectue en dollars. Or, la Fed s'est montrée, jusqu'à présent, beaucoup plus résolue dans le mouvement de resserrement monétaire et de remontée des taux. Par conséquent, on enregistre une préférence des marchés pour les placements en dollars. Voilà pourquoi le billet vert est si fort face à l'euro par les temps qui courent.

En tout état de cause, l’atterrissage « slowflationniste » en douceur promu par la Fed et la BCE pourrait mal se passer. La probabilité d’une sortie de piste récessionniste augmente, d’ailleurs, de jour en jour. En l’espace d’à peine un trimestre, la crainte des marchés, qui portait à l’origine exclusivement sur le niveau de l’inflation, a dorénavant changé d’objet. Aujourd’hui, c’est la perspective d’une récession qui fait peur. C’est ainsi que les analystes d’UBS estimaient, à la fin du mois de juin, que les États-Unis auraient désormais 69% de chances d’entrer en récession au cours des 12 prochains mois. Ils situaient cette probabilité au niveau de 2% à la mi-avril. Au passage, on remarquera une progression aussi évidente qu’inquiétante.

Ce scénario est d’autant plus plausible que l’on observe un phénomène particulièrement intéressant sur les marchés américains. Le différentiel entre les taux d’intérêt à long terme (10 ans) et ceux de court terme (2 ans) des Bons du Trésor diminue de manière continue depuis le mois d’octobre 2021. Il était même négatif (ce qui signifie que les taux d’intérêt de court terme étaient supérieurs à ceux de long terme) le 6 juillet 2022.

Figure 4. Evolution du différentiel des taux d’intérêt sur aux États-Unis (taux des bons du Trésor à 10 ans-taux des bons du Trésor à 10 ans)



Or, puisque la durée du risque sur le long terme est, c’est une évidence sur le plan logique, plus élevée qu’à court terme, il est anormal qu’un taux d’intérêt de long terme soit moins élevé qu’un taux d’intérêt de court terme. La variable « risque » n’est cependant pas la seule à influencer le niveau des taux d’intérêt. Ce dernier est également déterminé par les possibilités d’accumulation du capital. Or, s’il y a anticipation d’une diminution de la croissance, il y aura *ipso facto* diminution de l’inflation. Si les taux à long terme baissent, c’est donc parce que les acteurs économiques tablent, en fin de compte, une baisse de la croissance, et partant, de l’inflation à moyen terme (l’échéance habituellement retenue est de 24 mois).

Voilà pourquoi cette inversion de la courbe des taux constitue un fort indice de survenance d’une récession dans un futur proche. La chose a déjà fait dans le passé l’objet de tests

empiriques concluants du point de vue de l'analyse économétrique⁴². On retiendra donc au premier chef un comportement traduisant une peur manifeste du risque de la part des investisseurs parmi les éléments conférant un caractère particulièrement vraisemblable au scénario d'une récession aux Etats-Unis. Au Royaume-Uni, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, a, d'ailleurs, prévenu l'opinion publique de ce que les perspectives pour l'économie s'étaient fortement détériorées. Les prévisions de la Federal Reserve Bank pronostiquent une baisse annualisée de 2,1 % de la production pour les Etats-Unis. Une enquête menée au début du mois de juillet 2022 par l'Institute for Supply Management concernant le secteur manufacturier américain a, d'ailleurs, pointé une baisse des nouvelles commandes et de l'emploi, ravivant les inquiétudes quant à l'état de santé de l'économie états-unienne⁴³. Dans ce cas de figures, le modèle de modération salariale « slowflationniste » décrit auparavant pourra être contesté politiquement et cette entreprise de déconstruction devra porter sur plusieurs champs.

Déconstruire

On commencera, tout d'abord, par pointer le rôle des banques centrales et leur alignement sur les intérêts de la finance de marché depuis une quinzaine d'années. Il s'agit évidemment d'un problème majeur. Souvenons-nous. A la fin des années 1990, les projets de création d'une banque centrale indépendante responsable de l'émission de l'euro heurtaient, spécialement en France et en Italie, les partisans d'une institution plus « politique » pour l'euro. La position dominante de l'Allemagne au sein de l'économie européenne a fini par imposer un modèle de banque centrale « indépendante » pour la zone euro.

Le moins que l'on puisse dire est que la BCE n'est indépendante qu'à l'égard du Politique. Pour les acteurs de marché, les choses sont nettement moins compliquées. Par exemple, lors de la restructuration de la dette grecque en 2012, « la réalité est que les créanciers privés ont obtenu un accord très avantageux alors que la plupart des pertes réelles et futures ont été transférées aux créanciers publics [du pays]. (...) La plupart des gains dans les périodes fastes (...) ont été privatisés alors que la plupart des pertes ont été socialisées. Les contribuables des pays créanciers de la Grèce, et non les acteurs privés, finiront par payer la plupart des pertes découlant de l'insolvabilité passée, actuelle et future de la Grèce»⁴⁴.

Cette savoureuse citation d'un économiste de renommée internationale (en l'occurrence, Nouriel Roubini) permet de pointer la profonde supercherie intellectuelle que représente le concept de banque centrale indépendante. Soit une banque centrale est indépendante à l'égard du Politique et se montre plutôt compréhensive à l'égard des doléances du capital financier, soit elle s'émancipe de celui-ci et se retrouve dans le giron de la puissance publique. Avant que le lecteur un peu superficiel ne hausse les épaules en ne voyant dans ce postulat qu'une pénible resucée des poncifs de la gauche, on proposera l'étude de cas de la Banque de France.

⁴² Luca Benzoni , Olena Chyruk , David Kelley, Why Does the Yield-Curve Slope Predict Recessions?, Chicago Fed Letter, N°404, 2018.

⁴³ Financial Times, édition du 5 juillet 2022.

⁴⁴ Nouriel Roubini, Greece's private creditors are the lucky ones, Financial Times, édition mise en ligne du 7 mars 2012. Url : <https://on.ft.com/3yfM8ba>. Date de consultation: 3 juillet 2022.

Celle-ci a été nationalisée par le général de Gaulle (pas précisément un marxiste) en 1946. Pourtant, lors de sa création en 1800, la Banque de France était une institution privée. A vrai dire, de Gaulle, en 1946, achevait un processus entamé en 1936 sous le Front populaire et qui visait à renforcer le contrôle par le gouvernement des affaires monétaires⁴⁵. Depuis le milieu des années 1990, ce contrôle s'est quelque peu relâché. Et pour cause, la mise en œuvre du système monétaire européen a été opérée, comme nous l'avons vu précédemment, à partir de banques centrales indépendantes à l'égard de leurs gouvernements respectifs.

La proximité d'un tel agencement institutionnel avec la finance de marché transparait nettement depuis une dizaine d'années. L'entrée en crise de la zone euro ainsi que les séquelles de la Grande Récession entamée à l'été 2007 ont conduit les dirigeants européens à multiplier les plans de soutien monétaire à destination des banques privées. Depuis 2016, on peut pointer, tant aux Etats-Unis qu'au sein de la zone euro, que les plans d'assouplissement quantitatifs, parce qu'ils étaient conçus pour la finance de marché, ont avant tout favorisé les catégories sociales et les individus les plus connectés au système financier et donc, les plus aisés financièrement.

De surcroît, l'impact des mesures de *quantitative easing* sur l'économie réelle s'avère, somme toute, mitigé. En plus de favoriser l'apparition de bulles spéculatives (entre autres choses, dans le secteur immobilier), les plans d'assouplissement quantitatif ont également eu pour autre effet (pervers) d'apporter des munitions aux marchés en quête de bulles spéculatives. Les effets plus qu'incertains de cette stratégie de création monétaire avaient d'ailleurs été pleinement anticipés, dès son inauguration, par bien des spécialistes. Ainsi, Yanis Varoufakis, ancien ministre des Finances grec dans le gouvernement d'Alexis Tsípras (Syriza), se montrait des plus lucidement pessimistes. Il s'avère « difficile d'imaginer comment, dans notre union monétaire fragmentée, l'élargissement de la base monétaire se transformera en une hausse substantielle de l'investissement privé productif. Le Quantitative Easing (QE) n'a pas vraiment permis cette transformation, même dans des économies solides et homogènes comme le Japon, le Royaume-Uni ou les Etats-Unis. Il est certain que ses effets seront encore plus limités dans une zone euro fragmentée où les achats d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE) ne sont pas proportionnels aux écarts de production ou ciblés sur les économies nationales les plus fortement touchées par la déflation. Dans le cas de la BCE, je crains que le découplage entre la base monétaire et l'offre de monnaie (qui est toujours le talon d'Achille du QE) ne débouche sur un effet pire que dans les expériences japonaise, américaine ou britannique »⁴⁶.

A l'heure où la crise climatique devrait engager assez radicalement les pouvoirs publics vers un financement plus substantiel de la transition énergétique, on ne peut que relever le décalage entre la nature des plans d'assouplissement quantitatifs finalement très en ligne avec la financiarisation de l'économie-monde capitaliste contemporaine et les besoins

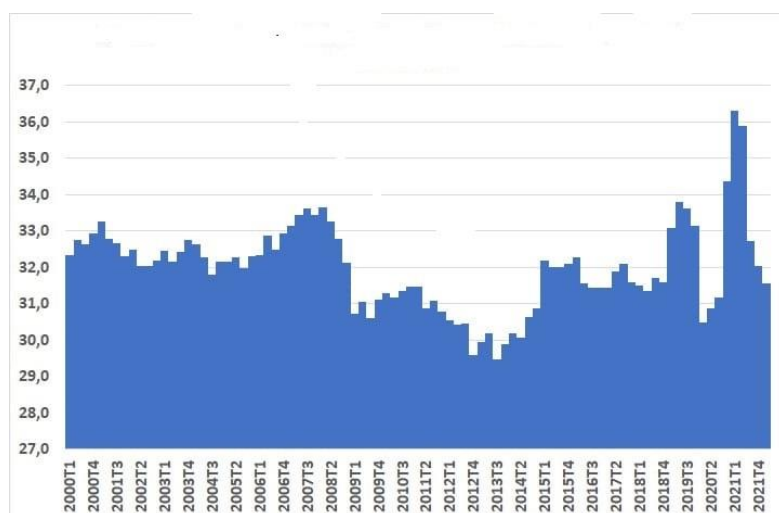
⁴⁵ Duchaussoy, Vincent. « Une Banque publique? 1936 ou la mutation initiée de la Banque de France » in *Revue historique*, vol. 681, no. 1, 2017, pp. 55-72.

⁴⁶ Varoufakis, Yanis (texte traduit par Alexis Toulon, et Sandra Moatti), « Pour un autre "quantitative easing" », in *L'Économie politique*, vol. 66, n°2, 2015, p.21.

d'investissement des sociétés européennes. Bien entendu, il était difficile de pouvoir espérer mieux d'une Union monétaire dans laquelle les surplus des pays excédentaires vers les Etats déficitaires ne font pas l'objet de transferts fiscaux interétatiques mais sont canalisés par le capital financier et les établissements de crédit. C'est cette déficience institutionnelle de la zone qui explique la montée d'une bulle immobilière en Espagne qui a fini par exploser dans la foulée de la crise de 2007-2008 avec les conséquences dramatiques sur le plan social que l'on connaît trop bien.

A titre conclusif, on insistera sur le fait que l'économie européenne sera déjà sans doute en train d'amorcer, dès cet automne, le passage d'une gestion de l'inflation par augmentation des marges à un mouvement de compression des coûts destiné à conjurer le relèvement du niveau des prix. Ce type de transition préfigure clairement la survenue d'une entrée progressive en récession du Vieux Continent. C'est ainsi que l'on observe que les taux de marge des entreprises françaises sont aujourd'hui orientés à la baisse.

Figure 5. Taux de marge des sociétés non-financières (en %) de la valeur ajoutée en France de 2000 à 2021



Source : Insee, mai 2022

On remarque initialement entre la fin de l'année 2020 et le début de 2021 une flambée des taux de marge. Ces derniers se situaient aux alentours de 36%. Un mouvement de diminution va peu à peu s'imposer tout au long de 2021. A la fin de l'année dernière, le niveau des taux de marge moyens en France est revenu au niveau de 32%.

Comment interpréter cette dégrue? Après que les secteurs de l'énergie, de l'agroalimentaire et de la grande distribution aient augmenté leurs marges, la montée des prix a fini par toucher les autres secteurs qui ont eu recours à cette même stratégie de maintien des niveaux de valorisation du capital via l'augmentation du prix de leurs produits. Il en a résulté une augmentation généralisée des coûts de production pour chaque entreprise prise individuellement. Les coûts opérationnels des entreprises ont alors augmenté et ont fini par

obérer les marges bénéficiaires. A terme, des économies sur les coûts (dont les coûts salariaux) seront logiquement mises en œuvre et pourraient déboucher sur une récession.

Pour la Belgique, on a pu observer les tendances suivantes. Au quatrième trimestre 2019, soit juste avant que la crise corona n'éclate, l'excédent brut d'exploitation des entreprises belges était de 39,122 milliards d'euros pour une valeur ajoutée totale de 127,196 milliards d'euros. Ces chiffres correspondent à un taux de marge des entreprises belges de 30,7%. Au deuxième trimestre de l'année dernière, la valeur ajoutée brute de l'économie belge était de 125,866 milliards d'euros et l'excédent brut d'exploitation valait 44,334 milliards, soit un taux de marge de 35,22%. Ce mouvement est absolument comparable à celui que l'on a déjà mis en exergue pour la France.

Par la suite, on observe une diminution à la fin de 2021. A cette époque, le taux de marge des entreprises belges, tel que renseigné la Banque nationale de Belgique, était de 33,13% au quatrième trimestre 2021. Cette tendance à la baisse s'est toutefois interrompue en Belgique puisque le taux de marge est reparti à la hausse chez nous au premier trimestre 2022 et équivalait à 38,51%. On supputera, derrière ce relèvement, l'impact de la crise énergétique et des surprofits dans ce secteur de l'économie nationale suite à la guerre en Ukraine⁴⁷. Quoiqu'il en soit, les surprofits de la filière énergétique finiront bien par peser, en Belgique comme ailleurs, sur la viabilité d'autres branches industrielles. Voilà pourquoi il est souhaitable de limiter la capacité de ponction d'Engie sur les ménages et les entreprises du pays. Toutefois, lorsque l'impact de l'inflation se traduira chez nos voisins et principaux partenaires commerciaux par une diminution des coûts, la Belgique, petite économie ouverte et dépendante de ses exportations, ne fera pas exception. Elle n'en aura, d'ailleurs, guère les moyens.

Si cette stratégie se traduit par une récession, les nécessités de réactivation de la croissance du PIB sur le Vieux Continent se heurteront avec le maintien à leur niveau des taux de marge de 30% tels que nous les connaissons depuis une vingtaine d'années. Pour les années 1960 en France (dont on peut difficilement dire qu'elles correspondaient à une période maussade sur le plan économique), on voit clairement que les taux de marge, à cette époque, se situaient en moyenne entre 25 et 30%, notamment en raison de grands mouvements de grève (principalement, la grande grève des mineurs de 1960 et Mai 68). S'ouvrirait alors un autre régime d'accumulation en rupture avec les politiques de désinflation compétitive et de compression salariale caractéristiques des années 1980, lesquelles ont contribué à un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux entreprises et par conséquent, à une augmentation des taux de marge de ces dernières.

En attendant, les cours des matières premières, que ce soit le maïs, le cuivre ou le pétrole, chutent par rapport à leurs sommets historiques du premier trimestre 2022, alors que les investisseurs s'en détournent en raison des craintes de récession qui s'est emparé, depuis le printemps 2022, des marchés financiers. Techniquement, les choses se passent comme suit. Les marchés anticipent les mouvements d'achats sur cette gamme de produits et estiment, vu

⁴⁷ Banque nationale de Belgique, Compte des secteurs trimestriels détaillés. Date de consultation : 8 juillet 2022.

la faiblesse des commandes enregistrées, une augmentation des stocks disponibles⁴⁸. Evidemment, de telles tendances se situent aux antipodes d'un maintien à haut niveau de la pression inflationniste dans le monde.

Si cette tendance débouche sur une récession, le scénario snowflationniste prendra évidemment du plomb dans l'aile. Pour le surplus, qui vivra verra...

⁴⁸ Financial Times, Commodities slump as recession fears stamp out fierce rally, édition mise en ligne du 6 juillet 2022.