

Economie de guerre et démondialisation. Un tour d’horizon...

Xavier Dupret

Octobre 2022

175.968 signes

Table des matières

Résumé	4
Le Sud, la dette et le Sri Lanka	5
Crise en Chine : de quoi parle-t-on ?.....	21
L'Europe : une récession sur fond de crise énergétique.....	27
Etats-Unis : le calme avant la tempête ?.....	43

Table des illustrations

Figure 1. Identité des créanciers du Sri Lanka en avril 2021.....	9
Figure 2. Evolution des taux d'intérêt de long terme aux Etats-Unis et en Europe (2008-2022).....	10

Résumé

Depuis que le conflit (déjà ancien) entre l'Ukraine et la Russie a pris, au printemps de cette année, une tournure nettement plus tragique, l'Europe occidentale fait l'expérience d'une économie de guerre. Cette dernière se caractérise par une dimension de pénurie, laquelle, chez nous, porte tout particulièrement sur le gaz. Voilà pourquoi, au demeurant, le niveau général de l'inflation est plus élevé sur le Vieux Continent qu'ailleurs dans le monde. Le sursaut de l'inflation au sein de l'OCDE, si l'on scrute de plus près les données, se rapporte aux deux piliers infrastructurels de la mondialisation néolibérale: à savoir la pénurie de produits énergétiques russes au bénéfice de l'Europe occidentale et de marchandises à bon marché en provenance de la Chine. Cet aspect sera analysé spécialement dans le chapitre 3 (pages 27 à 43) consacré à la situation européenne. En Europe comme en ailleurs dans le monde, les banques centrales suivent le rythme de relèvement des taux d'intérêt opéré par la Fed. La chose a peu de chances de déboucher sur une diminution de l'inflation, puisque les investisseurs fuient le risque géopolitique en plaçant leurs capitaux à l'abri du parapluie militaire américain. En d'autres termes, la dépréciation face au dollar ne peut que se poursuivre. En revanche, les partenaires des Etats-Unis, suite à ce choix de renchérissement du loyer de l'argent, sont de plus en plus susceptibles de connaître une profonde récession qui, en tuant la croissance, aura la peau de l'inflation. Chez les émergents, cette dimension de crise économique affecte profondément le remboursement des dettes extérieures. Nous analyserons plus en détail le cas du Sri Lanka avant de dresser des comparaisons plus générales avec le Sud global (pages 5 à 21). Ces difficultés sur le front des dettes pourraient fortement impacter le capital financier à l'échelle globale. Il s'agit là assurément d'un facteur de démondialisation car quand le système financier entre en crise, c'est la fonction de circulation du capital qui en est structurellement perturbée.

On repèrera également que d'après les prévisions de l'OCDE, la Chine sera la seule grande économie de la planète à connaître une amélioration de sa croissance économique l'année prochaine. Ce constat nous conduira à analyser la crise de l'immobilier en Chine pour en relativiser la portée (pages 21 à 27). De surcroît, on notera que si le relèvement du loyer de l'argent pénalise les pays du Sud connaissant de forts taux d'endettement en dollars, les marchés financiers états-uniens ne sont pas à l'abri de soubresauts, spécialement en raison du développement de la finance de l'ombre (pages 43 à 51). Ce type d'hypothèses renforce les scénarios de démondialisation puisque la perspective d'unification du monde autour de la vitalité de Wall Street s'avère radicalement incompatible avec ce type d'occurrences.

Pour terminer, la question de la sortie du néolibéralisme, par le biais des tendances à la démondialisation se manifestant très nettement pour l'heure, sera posée. On prendra soin en la matière de s'éloigner d'un discours trop généraliste typique des médias pour, au contraire, privilégier une approche résolument ancrée dans l'observation des structures économiques, à commencer par les orientations de la nouvelle politique énergétique en gestation sur le Vieux Continent (pages 51 à 53), laquelle se situe aux antipodes des exigences de libéralisation contenues dans les traités européens.

La guerre en Ukraine et les tensions autour du statut de Taïwan alimentent les spéculations au sujet de la poursuite de la mondialisation. La démondialisation, dont il est de plus en plus question dans les médias, correspond moins (ce sera, d'ailleurs, la thèse centrale de ce texte) à un retour à des modèles d'autarcie qu'à une forme de « mondialisation entre amis ». Dans ce nouveau cadre, l'internationalisation des échanges s'effectuera de moins en moins sous l'égide des Etats-Unis, comme puissance hégémonique tutélaire, mais, au contraire, s'appuiera sur une multiplicité de pôles structurants.

En d'autres termes, la mondialisation économique ne sera plus aussi « occidentalocentrée » que jusqu'à présent. Face à cette évolution, pourtant inéluctable, les Etats-Unis seront tentés de jouer la carte du blocage. Pour les Européens, la question de l'approvisionnement en matières premières énergétiques va revêtir un caractère de plus en plus épineux dans les années à venir. A terme, cette équation compliquée pourrait relancer l'intérêt du Vieux Continent pour les ressources naturelles de l'Afrique. Pour autant, le retour de Tintin au Congo ne constituera pas nécessairement une marche triomphale. En effet, la Chine est aujourd'hui très présente dans cette partie du monde. C'est dans ce contexte de compétition entre grands pôles industriels de la planète qu'une crise de la dette est à redouter dans un grand nombre de pays appartenant au Sud global. Nous commencerons par examiner ce point tant il y a lieu de rectifier un certain nombre d'idées reçues concernant l'endettement de pays émergents ou pauvres à l'égard de la Chine. Le cas du Sri Lanka nous servira de porte d'entrée pour analyser cette problématique qui risque de servir de détonateur à bien des mouvements de protestation de par le vaste monde dans les mois qui viennent.

Le Sud, la dette et le Sri Lanka

Les images ont fait le tour de la planète. D'après les médias hégémoniques, le Sri Lanka serait « en faillite ». Comme en Argentine durant la crise de 2001, quand plus rien n'a permis de masquer l'état de profonde insolvabilité de l'économie nationale, des pénuries sont apparues pour les biens importés et des pillages ont éclaté aux quatre coins du pays. L'effondrement économique a débouché sur une forte instabilité politique, laquelle constitue un frein à l'arrivée des touristes cet été.

Or, avant que n'éclate la pandémie de Covid-19, le tourisme représentait 11% du PIB de l'île. Le tarissement de cette source de revenus a coïncidé avec la montée de l'endettement public mesuré par rapport au PIB. En 2019, la dette publique sri lankaise équivalait à 86,8% du PIB contre 107,7% en 2022. Il s'agit là d'une progression de 24,08% (et accessoirement de 20,9 points de pourcentage)¹. Un cycle de grande fragilité institutionnelle semble donc tout près de s'installer à Colombo et la sortie du tunnel n'est pas pour demain. Pour rappel, lorsque l'Argentine entraînait dans une longue phase de défaut de paiement entre décembre 2001, date de déclaration du moratoire sur la dette extérieure, et juin 2005, quand a émergé un premier

¹ COFACE (Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur), Sri Lanka: principaux indicateurs économiques, février 2022. Url : <https://bit.ly/3Q7r9in>. Date de consultation: 2 août 2022. Calculs propres.

accord de renégociation de la dette, cinq présidents se sont succédé à la tête de l'exécutif. Autrement dit, tant qu'un accord clair n'interviendra pas avec tous les créanciers du pays, le Sri Lanka peut encore réserver bien des surprises.

A ce propos, il semble de bon ton, en Occident du moins, de rapporter la crise sri lankaise à un ensemble de causes purement politiques. Selon ce dispositif narratif abondamment relayé par les média hégémoniques, la mauvaise gouvernance du pays, couplée à une dépendance excessive à l'égard des prêts octroyés par Pékin, auraient suffi à faire basculer le pays dans une crise structurelle de ses finances publiques. Donc d'après la Dernière Heure-Les Sports mais aussi Le Soir et Le Monde, il n'y a pas lieu d'inclure dans le périmètre de la critique la finance de marché ni non plus les créanciers occidentaux. Il faut contester ce *storytelling*.

Avant de procéder à cet exercice de rectification, on prendra soin de préciser que le Sri Lanka se débat actuellement avec sa dette extérieure (c'est-à-dire celle qui a été libellée en dollars). C'est cette catégorie particulière de la dette publique qui pose régulièrement problème pour les Etats du Sud. Pour expliquer d'un point de vue théorique la permanence dans le temps de ce facteur de crise récurrent, on aura utilement recours à la catégorisation de l'économie-monde à partir de la vieille (mais toujours d'actualité) subdivision « Centre versus Périphérie ». Dans cette optique, la production mondiale est divisée entre les pays fournisseurs de biens et services à haute valeur ajoutée et ceux qui sont davantage spécialisés dans les matières premières ou les services à faible valeur ajoutée (comme le tourisme). Dans ce schéma fonctionnel, les « périphériques » doivent à tout prix acquérir les devises des « centraux » (le dollar et jusqu'au moment où la guerre en Ukraine a éclaté, l'euro) pour pouvoir s'offrir les biens et services qu'ils produisent. Pour ce faire, un pays périphérique doit disposer de réserves de change lui permettant de financer ses importations de biens et services à haute valeur ajoutée. Le plus souvent, les réserves de change sont libellées en dollars. Classiquement, les spécialistes estiment que ces réserves doivent équivaloir à trois mois d'importations².

Jusqu'ici, tout va pour le mieux dans le meilleur des mondes car il suffit à un Etat appartenant au Sud global de gérer ses réserves en bon père de famille pour pouvoir honorer ses importations et s'en sortir honorablement. Hélas, les choses s'avèrent cependant un peu plus complexes. Au cours du XXème siècle, on a, en effet, pu observer empiriquement que les prix des matières premières et des services touristiques offerts par les pays périphériques ont tendance à ne pas évoluer au même rythme que celui des marchandises provenant des pays industrialisés centraux se caractérisant, au contraire, par un ajout constant de valeur à travers des procès de production de plus en plus efficaces³. Dans ces conditions, il est, somme toute, logique que des pays du Sud connaissent régulièrement des tensions sur leurs dettes

² Cédric Achille Mbeng Mezui et Uche Duru, « Détenir des réserves de change excédentaires ou financer l'infrastructure. Que doit faire l'Afrique? », Banque Africaine de Développement (BAD), Working Paper n°178, Juin 2013, pp.5-6.

³ Matthias G. Lutz, « A General Test of the Prebisch–Singer Hypothesis » in *Review of Development Economics*, Volume 3 Issue 1, 1999, John Wiley & Sons, New York, pp. 44-57.

extérieures. Voilà pourquoi il est également recommandé aux nations périphériques de disposer de réserves correspondant à une fraction de leur dette extérieure. En ce qui concerne la dette extérieure à court terme, un ratio de 100% de réserves est clairement préconisé. En ce qui concerne le rapport à la dette extérieure totale, le ratio minimal des réserves est situé conventionnellement à 40%⁴.

Il s'agit là, fait intéressant à noter, d'un cadre objectif de gestion qui s'impose à tous les pays du Sud, qu'ils soient dotés de gouvernements que l'on qualifiera subjectivement de « vertueux » ou, au contraire, de « dépensiers ». Pour s'en convaincre, il suffit de comparer le destin du Sri Lanka à celui de l'Algérie. La presse *mainstream* du Nord a mis en exergue un manque de gouvernance économique efficiente dans le cas des deux pays. Quand bien même la chose s'avérerait exacte (et c'est effectivement plus que probable), il n'en reste pas moins que l'Algérie n'est pas aujourd'hui en cessation de paiement, contrairement au Sri Lanka. Par exemple, Alger disposait, à la fin de l'année dernière, de réserves de change couvrant l'équivalent de 15,7 mois d'importations du pays⁵. C'est cinq fois plus qu'il n'en faut. On repérera également que les ratios d'endettement de l'Algérie sont particulièrement satisfaisants. La dette extérieure de court terme (2,26 milliards de dollars début 2020) est plus que couverte par les réserves de change (43,77 milliards de dollars). En ce qui concerne la dette extérieure de long terme (3,9 milliards de dollars), on vérifiera là encore que les réserves d'Alger se situaient bien au-delà des ratios conventionnels⁶. En outre, l'actuelle remontée des cours du pétrole et du gaz depuis le mois de mars de cette année a bien évidemment conforté davantage encore cette belle tenue des indicateurs algériens.

Contrairement au Sri Lanka, l'Algérie est un grand producteur d'hydrocarbures, soit un segment des matières premières qui, depuis une cinquantaine d'années, a fait l'objet d'un effort d'appropriation par les pays exportateurs. Les orientations subjectives des différents gouvernements vers davantage ou moins de « vertu » s'avèrent finalement, en ce domaine, moins importantes que l'ordre objectif des rapports de force au sein de la division internationale du travail.

Que l'on ne se méprenne pas, il convient, évidemment, de condamner sans ambiguïté la corruption et la mégestion des finances publiques par les gouvernements du Sud (comme du Nord aussi d'ailleurs). En effet, si l'on part du postulat qu'il se trouve inévitablement à la base de la richesse des nations du surtravail salarié, la mauvaise utilisation des ressources publiques constitue, en tout état de cause, un approfondissement de l'exploitation à l'œuvre, par ailleurs, dans l'ensemble du procès de production. Il n'en reste pas moins délicat de faire correspondre terme à terme l'analyse de la trajectoire d'endettement d'un Etat avec cette position éthico-idéologique, aussi exemplaire soit-elle. Voilà pourquoi le recours à un projet

⁴ Cédric Achille MBENG MEZUI et Uche DURU, op.cit, p.5.

⁵ CEIC DATA, Algeria Foreign Exchange Reserves: Months of Import (décembre 2020), Url: <https://bit.ly/3d8CS1D>. Date de consultation: 5 août 2022.

⁶ CEIC DATA, Algeria, Url : <https://www.ceicdata.com/en/country/algeria> (calculs propres)

explicatif davantage sous-tendu par des catégories objectivistes pourrait s'avérer finalement intellectuellement plus fécond. On observera, par exemple, que les problèmes d'endettement du Sri Lanka ont, certes, commencé en 2017 mais ne se sont aggravés au point de déboucher sur un défaut de paiement que très récemment.

Il y a cinq ans, l'affaire avait fait grand bruit par chez nous. Le port de Hambantota qui avait été financé par la Chine, et dont l'utilité économique n'avait rien d'évident, était cédé à l'entreprise publique chinoise (et située à Hong Kong) China Merchants Group. En organisant le transfert de cet actif en faveur de son financeur asiatique, le gouvernement sri lankais a annulé sa dette. Ce *deal*, dont la rigueur confinerait, d'après certaines sources (occidentales, il va sans dire), à la brutalité irraisonnée⁷, est intervenu alors que les autorités sri lankaises commençaient à peiner à faire face à leurs obligations.

Force est cependant de constater aujourd'hui que la formule alternative à la solution chinoise, reposant classiquement sur un refinancement du débiteur, s'avère fort peu convaincante puisque le Sri Lanka précisément s'est retrouvé en défaut de paiement. C'est pourtant cette fuite en avant qui a été pratiquée par marchés financiers dans le cas qui nous occupe, avec le succès que l'on connaît.

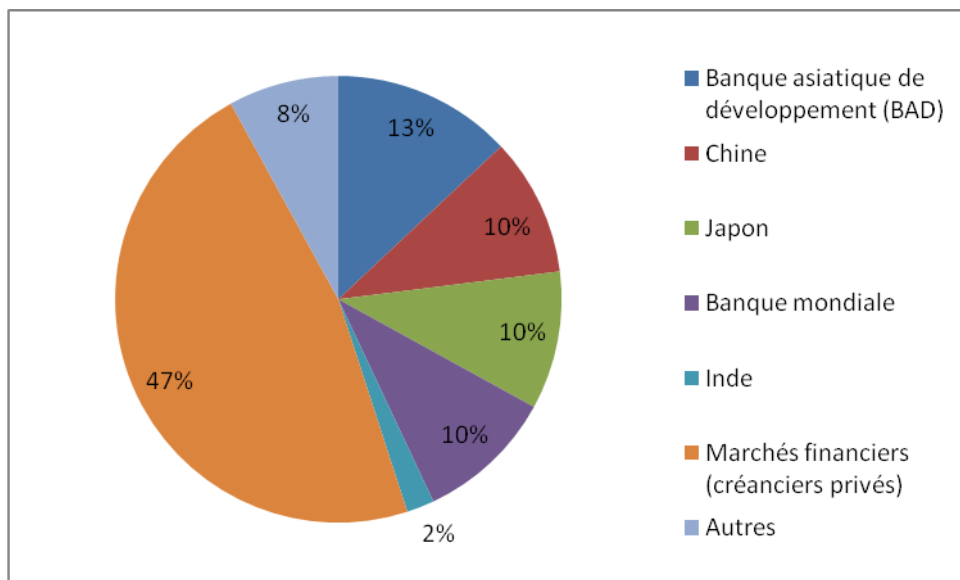
En décortiquant de près la dette sri lankaise, on s'aperçoit, en effet, que la part de la Chine dans la dette extérieure est de 10%, c'est-à-dire autant que le Japon et la Banque mondiale. La Banque asiatique de développement (BAD), soit la banque publique régionale créée en 1966 afin de favoriser le développement économique et social dans la région, détient plus de 13% du volume de la dette externe du Sri Lanka.

Pour information, le gouvernement belge est membre de la BAD depuis 1966. La chose n'a, contrairement aux apparences, rien d'étonnant puisque la BAD a été créée en pleine Guerre froide par les Occidentaux afin de contrer l'influence grandissante de Moscou dans la région Asie-Pacifique. C'est ainsi que de nos jours, la Russie n'est toujours pas membre de la BAD et Pékin n'y a adhéré qu'en 1986⁸.

⁷ Nicolas Badiot, envoyé spécial à Colombo et Hambantota (Sri Lanka), *Le Sri Lanka piégé par les crédits chinois*, La Croix, édition du 3 décembre 2019.

⁸ Asian Development Bank, Who We Are, Members, Url : <https://bit.ly/3Qtm2sJ>. Date de consultation: 4 août 2022.

Figure 1. Identité des créanciers du Sri Lanka en avril 2021



Source: Department of External Resources, Sri Lanka (avril 2021). Url : <https://bit.ly/3Q8EDKW>.
Date de consultation: 3 août 2022.

Pour compléter le tableau, on ne manquera évidemment pas de signaler que les marchés financiers, pour leur part, détiennent 47% de l'endettement extérieur sri lankais. On compte, d'ailleurs, parmi les créanciers privés du pays le fonds états-unien BlackRock, le plus grand gestionnaire d'actifs au monde.

C'est en 2016 que Colombo a commencé à montrer des signes de faiblesse dans sa capacité de remboursement. En 2017, la chose a débouché, comme nous l'avons vu, sur la saisie d'un port par le créancier chinois. Or, le volume de la dette extérieure sri lankaise a augmenté, en chiffres absolus, de 2016 à 2020. Il est, en effet, passé, à cette époque, de 46,66 à 56,34 milliards de dollars⁹. Il s'agit là d'une notable progression de l'ordre de 20-21%. On voit clairement que le Sri Lanka, pourtant en grande difficulté, n'a guère éprouvé de difficultés à se refinancer sur les marchés. Outre la question d'un évident partage des responsabilités dans la situation de surendettement du pays, on pointera qu'un contexte macroéconomique particulier au Nord a favorisé de hauts niveaux d'endettement extérieur au Sud. En effet, le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt qui a fait suite, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, à la crise financière de 2007-2008 a incité les investisseurs à privilégier les obligations des pays émergents dans la mesure où elles se caractérisaient par des rendements nettement supérieurs à celles des Etats membres de l'OCDE. C'est ainsi que des pays comme le Brésil, le Mexique ou le Sri Lanka ont pu capter une partie des liquidités injectées par la Fed dès

⁹ Banque mondiale, External debt stocks, total (DOD, current US\$) - Sri Lanka, 1970-2020 (dollars courants), Url : <https://bit.ly/3vIXuUH>. Date de consultation: 2 août 2022.

cette époque. Ce mouvement particulier des capitaux que l'on appelle *carry trade* n'a rien de nouveau. Il correspond à une vieille stratégie de maximisation du taux de profit consistant à emprunter là où les taux sont bas pour les reprêter là où ils sont plus élevés¹⁰.

Les taux d'intérêt de long terme en Europe et aux Etats-Unis ont baissé de manière continue, avec de petits relèvements par périodes, de 2008 à 2020. A la base de cette évolution, on retrouve les politiques d'assouplissement quantitatif des grandes banques centrales dans l'Euroland et aux Etats-Unis qui ont consisté en des rachats massifs d'obligations sur les marchés secondaires. Ces choix politiques ont débouché sur une baisse assez constante des taux d'intérêt. Le tableau qui suit retrace l'évolution des taux de long terme aux Etats-Unis et en Europe.

Figure 2. Evolution des taux d'intérêt de long terme aux Etats-Unis et en Europe (2008-2022)

	Etats-Unis	Zone euro
2008	3.7%	4.4%
2010	3.2%	3.8%
2012	1.80%	3.0%
2014	2.50%	2.30%
2016	1.80%	0.90%
2018	2.90%	1.30%
2020	0.90%	0.20%
2022	2.90%	2.10%

Source : OCDE Database, Taux d'intérêt à long terme de janvier 2008 à juillet 2022. Url : <https://bit.ly/3zCcRzh>.
Date de consultation: 6 août 2022.

On note bien des mouvements de hausse des taux longs au Nord de 2008 à 2010 mais ils sont de portée relativement limitée. Par exemple, l'augmentation intervenue aux Etats-Unis en 2013 s'est traduite par une légère remontée des taux longs de l'ordre de 0,7 p.p entre 2012 et 2014, laquelle n'a guère été de longue durée. C'est ainsi qu'en 2016, les taux longs américains étaient revenus à leur niveau de 2012. Entre 2016 et 2018, ils vont à nouveau être orientés à la hausse en passant de 1,80 à 2,90%. A l'époque, les marchés n'étaient cependant pas encore complètement défavorables pour le Sud puisqu'en Europe, l'heure n'était pas encore à un raffermissement conséquent des taux longs.

Sur le Vieux Continent, les taux, à ce moment, n'avaient progressé que de 0,40 points de pourcentage. La crise Covid va ensuite se traduire par une plongée des taux qui vont finir par se situer en 2020 aux niveaux de 0,90% aux Etats-Unis et 0,20% en Europe. La vigoureuse remontée des taux aux Etats-Unis et en Europe depuis le retour de l'inflation dans nos contrées après l'éclatement de la guerre en Ukraine place les pays émergents en fort délicate posture. Le refinancement de leurs dettes extérieures s'effectue dans des conditions moins favorables. Le tournant vers une certaine austérité semble donc s'opérer alors que ces

¹⁰ Flouzat, Denise. « Banques centrales. L'impuissance de leur puissance ? » in *Vie et Sciences de l'Entreprise*, vol. 201, n°1, 2016, pp. 9-31.

économies commençaient à peine à se remettre des suites économiques de la crise Covid qui a notoirement approfondi les niveaux d'endettement côté Sud de la planète.

C'est ainsi que 53 pays émergents seraient aujourd'hui au bord du défaut de paiement d'après le Fonds monétaire international (FMI). Le rebond économique de 2021 n'a, en fait, pas permis à ces Etats d'améliorer les données relatives à leur endettement en raison principalement de l'actuelle augmentation des prix des denrées alimentaires et des produits énergétiques. Parmi ces pays en fâcheuse posture, on retrouve notamment l'Ukraine, l'Egypte, l'Argentine, le Pakistan, la Tunisie et le Ghana.

Un indicateur permet de situer le niveau de détresse de certains Etats. Il s'agit de la différence entre les obligations publiques de ces pays avec les Bons du Trésor US à 10 ans. On voit clairement qu'avec un différentiel de 78,3 points, la question d'un défaut de paiement de l'Ukraine n'est sans doute plus qu'une question de temps. En présentant un écart de 17,3 points avec les obligations publiques émises par le Trésor américain, le Ghana vit également des heures plutôt compliquées¹¹. En mars de cette année, les réserves du pays africain s'élevaient à 7,5 milliards de dollars face à une dette extérieure totale de 28,4 milliards de dollars. Le ratio de couverture de la dette extérieure du pays est de 26,40% alors qu'il devrait être idéalement, comme nous avons déjà pu le voir, de 40%¹².

Dans le passé, le Ghana a pourtant fait l'objet d'éloges au sujet de sa gouvernance. En 2021, avec un score de 43 au classement de Transparency International, le pays faisait partie des Etats les moins corrompus d'Afrique, contrairement à l'Algérie, franchement mal classée avec un score de 33 mais qui, pour avoir fait le choix de se financer à partir de la Sonatrach, la grande compagnie pétrolière et gazière nationale, et de ses réserves de change sans donc passer par les marchés, ne traversera très vraisemblablement pas un épisode de crise de la dette à court et moyen terme¹³. De ce bref exercice comparatif, on retiendra que s'il est indiscutable que les problèmes de corruption du Sri Lanka ont indéniablement conduit aux difficultés que l'on connaît aujourd'hui, il est, en revanche, trop simpliste de ne retenir que cet aspect, sans doute quelque peu anecdotique, des choses. Au cours de l'été, la question de la restructuration de la dette sri lankaise est à l'ordre du jour du FMI qui vient d'entamer des pourparlers avec Pékin. Selon Pierre-Olivier Gourinchas, économiste en chef du FMI, «le Sri Lanka doit parvenir à un accord de restructuration de la dette avec ses créanciers, y compris la Chine, avant qu'un accord puisse être conclu entre le FMI et le gouvernement sri-lankais»¹⁴. C'est ainsi que le Fonds monétaire international a annoncé, à la fin du mois d'août, qu'il était

¹¹ The Economist, *The 53 fragile*, édition du 23 au 29 juillet 2022, pp.60-62.

¹² CEIC DATA, Ghana Indicators, Url ; <https://www.ceicdata.com/en/country/ghana>. Date de consultation: 6 août 2022.

¹³ Transparency International, 2021 Corruption Perceptions Index, Url: <https://bit.ly/3QqKH0Q>. Date de consultation: 5 août 2022.

¹⁴ The Telegraph (India), *Sri Lanka needs to begin debt restructuring talks with China*, édition du 28 juillet 2022. Url: <https://bit.ly/3Qv319a>. Date de consultation: 10 août 2022.

parvenu à un accord de principe pour fournir au Sri Lanka 2,9 milliards de dollars sur quatre ans pour l'aider à se remettre sur pied. L'arrangement vise à rétablir la stabilité financière et macroéconomique et la viabilité de la dette, ainsi qu'à garantir le potentiel de croissance du pays, a déclaré l'équipe du FMI en visite au Sri Lanka dans un communiqué. L'arrangement ne pourra toutefois être d'application que si les créanciers du Sri Lanka (Chine, Inde et Japon) garantissent la viabilité de la dette du pays¹⁵.

Cette position du FMI a de quoi surprendre puisque comme nous l'avons vu, le gouvernement de la Chine populaire ne détient qu'une portion somme toute assez limitée de la dette sri lankaise. Il est, par conséquent, assez compliqué de tenir pour particulièrement déterminante la participation de Pékin dans le processus de restructuration de la dette à engager. *Mutatis mutandis*, on peut, d'ores et déjà, formuler le même type de constats pour une bonne partie des pays africains qui connaîtront des difficultés de remboursement de leur dette extérieure dans un avenir proche. C'est ainsi que l'étude publiée au début de l'été par l'ONG britannique « Debt Justice », membre, tout comme le CNCD-11.11.11, du réseau européen European Network on Debt and Development (Eurodad), pointait que les gouvernements africains sont débiteurs d'un volume d'endettement trois fois plus important à l'égard de la finance de marché qu'auprès du gouvernement chinois. De surcroît, le taux d'intérêt moyen des prêts consentis par les acteurs privé aux pays parmi les plus pauvres de la planète est de 5% contre 2,7% pour ce qui est des autorités chinoises. Pour le surplus, il apparaît que 95% des obligations émises par les pays à revenu faible sont détenues par des acteurs dont le siège social se trouve sur le territoire des Etats-Unis, de l'Union Européenne, de la Suisse ou du Royaume-Uni¹⁶.

On vérifiera, au passage, que l'émergence (récente) de la Chine parmi les grands créanciers du Sud aujourd'hui n'invalide finalement en rien la théorie Centre-Périphérie en ce qui concerne les relations géoéconomiques internationales. En tout état de cause, lorsque le G7 a, en juin de cette année, statué qu'il avait besoin de la Chine pour aider à éviter une crise de la dette au Sud, il négligeait très largement l'importance du secteur privé occidental dans l'endettement des émergents¹⁷. D'après Joseph Stiglitz, l'ancien économiste en chef de la Banque mondiale et, par ailleurs, lauréat du prix dit Nobel d'économie en 2001, « il semblerait que les États-Unis soient entrés dans une nouvelle Guerre froide avec la Chine et la Russie »¹⁸. Si l'on part de l'idée qu'il est probable que dans ce cadre, la Chine refusera de faire le premier pas dans la restructuration de la dette du Sud, en raison notamment de la part réduite qu'elle détient et de la faiblesse des taux d'intérêt qu'elle exige de ses débiteurs, on

¹⁵ The Diplomat, *IMF set to provide \$2.9 Billion to help Crisis-hit Sri Lanka*, édition mise en ligne du 1^{er} septembre.

¹⁶ Debt Justice (sur la base des données de la Banque mondiale), *The growing debt crisis in lower income countries and cuts in public spending*, juillet 2022, pp.1-3.

¹⁷ Financial Times, *G7 needs China to help head off a debt crisis*, édition du 12 juin 2022.

¹⁸ Joseph Stiglitz, *Comment les États-Unis risquent de perdre la nouvelle Guerre froide*, Project Syndicate, 17 juin 2022. Url: <https://bit.ly/3zHiXhG>. Date de consultation: 6 août 2022.

commence à mieux comprendre la raison de ces appels du pied répétés du G7 en faveur d'une plus grande implication de Pékin dans le désendettement de la Périphérie. Les grands pays créanciers conditionnent, en réalité, la possibilité d'un allègement de la dette extérieure des émergents à une pause dans le développement de leurs relations avec les Chinois. Un moratoire unilatéral du remboursement des emprunts dus à la Chine par les émergents insolubles constituerait bien sûr l'option la plus séduisante aux yeux des créanciers occidentaux.

Décidément, Nord et Sud ne vivent pas sur la même planète. Sur le plan historique, la dette constitue, d'évidence, un vieux moyen de sujétion politique. Par exemple, c'est par la dette que la France a fini par imposer sa présence coloniale sur le sol marocain¹⁹. A y regarder de plus près, il existe parmi les peuples du Sud un souvenir particulièrement vivace de la dette extérieure utilisée par les anciennes métropoles coloniales comme outil de domination. Des Antilles à l'Océanie, plus aucun militant actif un tant soit peu informé n'ignore, par exemple, qu'en 1825, Paris a imposé à Haïti, une ancienne colonie française, de s'acquitter d'une pénalité de remboursement pour que son indépendance, arrachée 20 ans plus tôt en 1804, soit pleinement reconnue. Le remboursement de cette dette d'une nature bien particulière a duré près de 125 ans. Avec le recul, on peut estimer que l'économie haïtienne ne s'est jamais vraiment remise de cet épisode. L'indemnité imposée à un peuple d'esclaves ayant choisi la liberté aura été de 90 millions de francs-or²⁰. Il s'agit de l'équivalent de 17 milliards d'euros au cours actuel. En 2010, alors que l'île était la victime d'un terrible séisme, un collectif d'intellectuels et de responsables politiques interpellait le gouvernement français et le pressait de rembourser cette somme²¹.

Vu ce passif historique, on ne jurera pas que la manœuvre occidentale puisse forcément passer comme une lettre à la poste. Un bon calcul pour les Etats néocoloniaux consisterait surtout à imposer un moratoire à leurs créanciers occidentaux de manière à ce que ces derniers se montrent moins exigeants quant au niveau des taux d'intérêts qu'ils imposent à leurs débiteurs. La chose n'a rien d'improbable dans la mesure précisément où la liste des pays qui entrent en défaut de paiement s'allonge de jour en jour. Par exemple, le Pakistan était mis, début août, sous pression par les marchés. C'est ainsi que les obligations du pays libellées en dollars et supposées arriver à échéance en 2024, 2025 et 2026 se négociaient avec des décotes de respectivement 71, 65 et 63%. La dette extérieure du pays figure, cette année, parmi les moins performantes de toutes les obligations émises par les pays émergents. Il s'agit là d'un signe majeur d'inquiétude des investisseurs face aux difficultés auxquelles Islāmābād doit, pour l'heure, faire face. La flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février de cette année s'est traduite par une forte

¹⁹ Adam Barbe, *Dette publique et impérialisme au Maroc (1856-1956)*, La Croisée des Chemins, Casablanca, 2020

²⁰ François Blancpain, *Un siècle de relations financières entre Haïti et la France (1825-1922)*, L'Harmattan, Paris, 2001.

²¹ Le Figaro, *La France doit rembourser Haïti*, édition mise en ligne du 16 août 2010.

inflation et a creusé le déficit commercial du Pakistan, ce qui a contribué à assécher les réserves du pays²².

La dette extérieure totale du Pakistan s'élevait, en mars de cette année, à 128,9 milliards de dollars. En ce qui concerne la dette extérieure à court terme, on relevait un passif avoisinant les 5 milliards de dollars au début de cette année. Or, les réserves de change du pays avoisinaient, à cette même époque, les 10,549 milliards de dollars²³. On note donc que les préoccupations précédemment décrites concernent exclusivement la dette extérieure à long terme du pays. Les craintes des investisseurs se traduisent pour l'heure par une augmentation des taux d'intérêt, ce qui pénalise évidemment le refinancement de la dette extérieure. On verra dans les mois qui viennent si ce resserrement va se traduire par des mesures d'austérité à Islāmābād et si ces dernières seront acceptées, ce qui est loin d'être gagné d'avance, par la population.

La question d'une perte d'influence de l'Occident, condition de possibilité d'une multipolarisation du monde, passera inévitablement par ces épisodes de contestation de la dette extérieure. Au fur et à mesure que les rues de Buenos Aires, du Caire ou de Brazzaville se feront l'écho des révoltes populaires contre les plans d'ajustement imposés par le FMI, des forces politiques chercheront, sur les différentes scènes locales, à capitaliser sur le mécontentement grandissant. Cette volonté desserrer l'étreinte des créanciers conduira inévitablement à une redécouverte des postulats fondamentaux de l'Ecole de la Dépendance. Parmi ces derniers, on trouve, en tout premier lieu, la défiance à l'égard de l'endettement extérieur, lequel est, dans l'optique de ce courant, présenté comme l'instrument idoine pour opérer un transfert de revenu des Etats néocoloniaux de la Périphérie vers le Centre capitaliste²⁴.

Pour autant, on ne se trompera pas d'époque. Dans les années 1980, des crises de la dette ont éclaté un peu partout dans ce que l'on nommait encore à l'époque le Tiers-monde. A l'origine du problème, on retrouve la forte augmentation du prix du baril. Le surcroît de revenu pour les pays de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) a conduit les banques de la Trilatérale (c'est-à-dire le bloc des pays composés de l'Europe occidentale, des Etats-Unis et du Japon) à multiplier les prêts aux Etats du Sud. A la fin des années 1970, la Fed va opérer un relèvement vigoureux de ses taux directeurs à court terme qui, du jour au lendemain, vont passer de 9 à 19% afin de lutter contre l'inflation qui sévissait en Amérique du Nord (de même qu'en Europe). Cette réorientation pour le moins radicale des politiques monétaires va détériorer les conditions de refinancement des pays en voie de développement puisque le service de leur dette (c'est-à-dire le paiement des intérêts ainsi que le remboursement du principal) va s'alourdir mécaniquement, du fait précisément de la hausse du niveau des taux.

²² Financial Times, *Investors shun Pakistani bonds over rising default threat*, édition mise en ligne du 10 août 2022.

²³ CEIC DATA, Pakistan. Url : <https://www.ceicdata.com/en/country/pakistan>. Consultation: 11/08/2022.

²⁴ Celso Furtado, *La nueva dependencia: Deuda externa y monetarismo*, Centro Editor de América Latina, Buenos Aires, 1985.

Cette dernière avait, à partir des Etats-Unis, fini par toucher de proche en proche l'ensemble de la planète, en ce compris des pays à économie planifiée, d'ailleurs, qui avaient contracté des emprunts auprès des banques du Centre occidental de l'économie-monde. A cette époque, un pays qui n'augmentait pas ses taux d'intérêt risquait une crise des changes à assez court terme du fait de l'attractivité des placements en dollars et partant, une aggravation de l'inflation. Par exemple, la dette du Brésil a doublé à cette époque et est passée de 50 à 100 milliards de dollars entre 1980 et 1990. Le Mexique est le premier pays qui a jeté l'éponge en demandant une restructuration de sa dette extérieure. Il sera suivi par une petite trentaine de pays. Au total, durant la décennie des années 1980, plus d'une centaine de restructurations de dettes souveraines ont été opérées. Plus encore qu'une crise bancaire, ce que redoutaient par-dessous tout le Nord à cette époque, c'était un tarissement des flux d'échange avec ceux qu'on n'appelait pas encore les émergents.

Du point de vue de la stratégie d'accumulation propre au capital bancaire, les choses n'avaient, en effet, rien de bien dramatique. Les banques occidentales avaient évidemment pris soin de se garantir de confortables marges lorsqu'elles prêtaient de l'argent aux Etats du Sud. De cette façon, le secteur bancaire a, à cette époque, pu se constituer de solides provisions afin de compenser les pertes qui ont commencé à se matérialiser au début des années 1980. Voilà pourquoi les banques du Nord étaient en fin de compte peu concernées par un possible effondrement de la finance internationale en raison de l'insolvabilité du Sud. L'augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis avait conduit le secteur financier de la Trilatérale à redéployer son activité de prêt à l'intérieur de l'OCDE, une zone qui, à l'époque, garantissait une meilleure rémunération du capital. Le système financier n'était donc pas menacé du fait de la multiplication des situations d'insolvabilité au Sud. En revanche, et c'est ce qui a provoqué la décision d'intervenir pour accompagner les divers défauts de paiement, si les pays du Sud global avaient été laissés seuls face à leur destin, il leur aurait été en fin de compte impossible de maintenir leurs programmes d'investissement et le niveau de leurs importations. C'est ainsi que la seule crise de la dette du Mexique avait représenté un manque à gagner de 10 milliards de dollars en 1982 du fait de la diminution de ses importations, soit l'équivalent de 250.000 emplois pour les seuls Etats-Unis²⁵.

On mentionnera également que durant les années 1980, à l'exception de l'Amérique latine, les pays pauvres du Sud (spécialement, ceux situés en Afrique subsaharienne) s'étaient surtout endettés auprès d'organismes publics multilatéraux et de gouvernements étrangers. Dans ce cadre particulier, le rapport de forces avec les créanciers n'avait, c'est le moins qu'on puisse dire, rien d'optimal. En tout état de cause, que le Sud rembourse ou non sa dette, le système financier mondial ne risquait pas de s'effondrer. Certes, les exportations et les investissements du Nord en cas de défaut unilatéral, en auraient à coup sûr pâti mais le Sud n'y aurait rien gagné puisque cette solution, à une époque où la Chine ne constituait pas un pôle de développement concurrent des Occidentaux, les enfonçait dans le sous-développement. Bref,

²⁵ Ahmet Insel, « Le jeu d'ombre de la crise et de la dette » in *Tiers-Monde*, tome 25, n°99, 1984, pp. 691-700.

la puissance était du côté des créanciers et le Sud a été inséré, bien malgré lui, dans un cadre opérationnel dont il n'a jamais co-défini les termes de référence.

Voilà pourquoi, d'ailleurs, la suite de la question du règlement des dettes du Sud s'est effectuée en protégeant au mieux les intérêts du secteur financier des pays situés au cœur de l'économie-monde. C'est ainsi qu'en 1989, le Plan Brady a réduit spectaculairement l'encours des dettes du Sud de l'ordre de 25 à 40%. Attention, et c'est ici que se situe l'opportunité pour le secteur bancaire occidental, alors ces crédits avaient été accordés au départ sous la forme de prêts par des banques, le Plan Brady les a transformés en obligations susceptibles de s'acheter et se vendre au jour le jour sur les marchés. Le secteur financier a donc pu réaliser de nouveaux bénéfices dans l'activité d'échange de ces titres. Par voie de conséquence, la finance de marché s'est logiquement imposée comme le principal *modus operandi* de financement des Etats du Sud. Cette mutation s'est donc accompagnée d'une pression à la libéralisation financière au Sud puisqu'en remplaçant des prêts bilatéraux incessibles par des titres susceptibles d'être échangés en direct à tout moment, il valait mieux, pour une économie en développement de la Périphérie, s'insérer dans la trame la plus large et donc la plus mondialisée des flux de capitaux afin de sécuriser la continuité de son financement²⁶.

La crise de la dette qui prend progressivement forme au Sud aujourd'hui est fort différente de celle qui a éclaté il y a de cela exactement quarante ans. De nos jours, la tourmente concerne principalement des acteurs privés. C'est ainsi que près de 60% des paiements de la dette extérieure du Ghana vont à des prêteurs privés plutôt qu'à des institutions multilatérales telles que la Banque mondiale ou des gouvernements du Nord. C'est une modification tout-à-fait fondamentale dont il convient de prendre pleinement la mesure. L'année dernière, l'encours de la dette extérieure des pays en développement a atteint 11.100 milliards de dollars américains, son niveau le plus élevé jamais enregistré avec 31% du PIB des pays émergents. Il s'agit de plus du double de l'encours de 4.100 milliards de dollars américains enregistré en 2009 et près de cinq fois son niveau de 2.100 milliards de dollars américains de 2000²⁷. Or, le PIB mondial était de 96.100 milliards de dollars en 2021²⁸.

Autrement dit, la dette extérieure des pays émergents représentait, l'année dernière, 11,55% du PIB mondial. Il y a 20 ans, cette proportion équivalait à 6% du PIB mondial. On peut rapidement conclure que la dette extérieure des nations émergentes est, au fil du temps, devenue un actif financier de plus en plus important pour la circulation des capitaux à l'échelle mondiale. De là à estimer qu'une crise des dettes extérieures des pays émergents aurait un impact plus négatif pour le système financier mondial qu'il y a 20 ans, il n'y a qu'un pas. On ne le franchira toutefois qu'à la condition de rapporter ce volume de dettes aux actifs

²⁶ Jean-Pierre Landau, « L'avenir des plans de réduction des dettes » in *Revue d'économie financière*, n°15, 1990, pp. 155-169.

²⁷ CNUCED, Financing for development: Mobilizing sustainable development finance beyond COVID-19, 11 janvier 2022.

²⁸ Banque mondiale, database, août 2022.

financiers de l'économie mondiale. Ces derniers s'élevaient à 379.000 milliards de dollars²⁹. La dette extérieure des pays émergents représente à peine 3% de ce volume.

A priori, on pourrait penser qu'une part aussi faible constitue une protection contre un effet de contagion. Attention, là encore, aux perspectives figées. Sans comparaison historique adéquate, on peut toujours faire dire ce que l'on veut aux chiffres. Prenons la crise des *subprimes*. Cette dernière correspond au marché des *subprimes*, soit un segment du marché des crédits hypothécaires aux Etats-Unis dont l'une des spécificités était leurs taux variables ainsi que la faiblesse des garanties de remboursement offertes par leurs titulaires. Or, on observe que l'encours des *subprimes* aux Etats-Unis était de 685 milliards en 2006, ce qui représentait 23% du montant total des prêts hypothécaires consentis outre-Atlantique³⁰. A cette même époque, les actifs financiers mondiaux représentaient une masse de 195.000 milliards de dollars³¹. Autrement dit, à cette époque, les emprunts *subprimes* équivalaient à 0,3% des actifs financiers mondiaux, soit dix fois moins que la dette des émergents aujourd'hui. Cela paraît fort peu de choses. Néanmoins, la crise des *subprimes* a débouché sur des pertes d'environ 500 milliards de dollars pour le monde bancaire occidental. A titre de propos d'étape, on peut estimer que la dette extérieure des pays émergents se caractérise par une dimension susceptible d'alimenter un mouvement de crise financière de grande ampleur.

Seul un contradicteur superficiel pourrait nous rétorquer que la propagation de la crise des subprimes doit énormément à la généralisation des pratiques de titrisation et qu'il s'agit là d'une différence essentielle avec la situation actuelle des pays émergents en défaut de paiement. Souvenons-nous. La titrisation, en tant que mécanisme financier, permettait aux banques de transformer les créances peu liquides inscrites dans leurs bilans (principalement des prêts immobiliers et des crédits à la consommation) en titres négociables qui étaient nettement plus liquides s'ils étaient placés sur les marchés financiers. A vrai dire, la titrisation, dont il est ici question, a fondamentalement consisté à émettre des obligations à partir des prêts consentis. Or, il s'agit précisément d'un copier-coller de la manière dont les banques sortent de leurs portefeuilles, et depuis un bon bout de temps déjà, le risque résultant du prêt à un Etat.

En réalité, en même temps que la titrisation, c'est la complexification des produits financiers qui a le plus fonctionné comme amplificateur de la crise des *subprimes*. En mêlant des parties de prêts sains (présentant des taux d'intérêt qui n'étaient pas très élevés) et des parties de prêts à risques (donc porteurs d'un intérêt élevé), les banques ont contribué à la structuration de produits qui permettaient d'offrir un certain équilibre entre la rémunération du risque et celle

²⁹ OCDE, Perspectives mondiales du financement du développement durable 2021 (Une nouvelle façon d'investir pour transformer notre monde), 2020, p.26.

³⁰ Marie-Claude Esposito, « La véritable histoire de la crise financière 2008 » in *Outre-Terre*, vol. 37, n°3, 2013, pp. 127-158.

³¹ Livia Ilie, Lucian Belascu et Alexandra Horobet, « Rethinking capital markets : the lessons of coping with financial instability » in *Transformations in business & economics*, Vol. 9. 2010, 1, Suppl.A, Vilnius, pp.306-321

de la sécurité. Il suffit de constater la différence entre la faible rémunération qu'offraient, jusqu'il y a peu, les dettes de pays sûrs avec celles de pays émergents à la réputation plus sulfureuse pour comprendre qu'il y avait clairement matière à mettre en place de telles structures sur les marchés de financement des dettes publiques. D'ailleurs, les actifs sous-jacents des titres de créance garantis par le biais de ces instruments complexes incluaient historiquement, à côté des obligations d'entreprises et des prêts bancaires, des obligations souveraines. Des produits issus de ces structures sont, d'ailleurs, déjà largement proposés par de nombreuses banques dans le monde. On songera, par exemple, à l'*Emerging Markets Fixed Income Opportunities Fund* de la banque Morgan Stanley. Ce dernier regroupe des obligations souveraines, quasi-souveraines et d'entreprises des pays émergents mêlant des titres libellés en dollars américains et en devises locales³².

La dégradation des fondamentaux macroéconomiques de nombreux pays émergents à travers le monde, en lien avec le raffermissement du dollar, l'augmentation des taux d'intérêt ainsi que l'emballlement des prix des produits énergétiques et alimentaires, a d'ailleurs conduit à une dépréciation des actifs liés aux pays émergents. Le Financial Times révélait, il y a peu, que « seuls deux des 123 fonds mondiaux des marchés émergents ont généré un rendement positif au cours des six premiers mois de 2022 »³³.

On comprend, dès lors, mieux pourquoi le FMI délie les cordons de la bourse pour venir en aide aux pays émergents les plus en difficulté. Près de la moitié des Etats membres du FMI ont sollicité l'aide de ce dernier cette année. Il est de bon ton dans les médias occidentaux d'insister sur le fait que la Chine a récemment diminué son activité de prêt à destination des pays émergents. Certes, on note effectivement que les prêts de l'Empire du Milieu envers les gouvernements africains ont récemment atteint leur niveau le plus bas depuis 16 ans. En l'espace d'une année, il s'agit d'une baisse de 78%. On aurait cependant tort de formuler des conclusions définitives sur la seule base de ces chiffres, aussi impressionnants soient-ils. En effet, la baisse des prêts chinois constatée en 2020 pourrait n'être que fort temporaire. Jusqu'à présent, on a pu observer que le volume des prêts chinois a traditionnellement tendance à fluctuer en période de crise. On notera également que cette baisse s'est constatée dans d'autres parties du monde lors de l'année du Grand Confinement, il y a deux ans. En réalité, la baisse de 2020 ne signifie nullement que la Chine changera dans un avenir proche son *modus operandi* en ce qui concerne le financement des Etats africains en se concentrant dorénavant sur des projets de moindre ampleur. En réalité, la baisse des prêts chinois a concerné exclusivement Madagascar et la RDC. Il faut également tenir compte du fait que la Chine a multiplié les prêts à des projets régionaux entre 2017 et 2020 (Afreximbank: 925 millions de dollars en 2018 et 2019, Société financière africaine: 300 millions de dollars en 2018 et 250 millions de dollars en 2017 à la Banque africaine de commerce et de développement)³⁴. La

³² Morgan Stanley, Emerging Markets Fixed Income Opportunities Fund, Url : <https://mgstn.ly/3QHQtLC>. Date de consultation: 16 août 2022.

³³ Financial Times, *Why are emerging markets performing so poorly?*, édition du 9 août 2022.

³⁴ The Diplomat, *Why Did Chinese Loans to Africa Fall So Much in 2020?*, 5 mai 2022. Url: <https://bit.ly/3JYHow0>. Date de consultation: 12 août 2022.

baisse actuellement constatable ne constitue donc aucunement une preuve irréfragable que l'époque des prêts accordés par la Chine à l'Afrique est révolue.

De surcroît, ce mouvement, constaté à un moment très exceptionnel tout de même, suggère en fin de compte que l'appétit pour les financements chinois en Afrique dépend beaucoup plus de la demande des Etats africains eux-mêmes que d'autres facteurs comme la situation financière intérieure en Chine. C'est ainsi que la clôture du récent Forum sur la coopération Afrique-Chine de 2021 à Dakar a spécifié, d'une part, que les autorités chinoises étaient favorables à la mise en œuvre de moyens de financement alternatifs tels que les Partenariats Public-Privé (PPP) et l'expansion des investissements directs étrangers (IDE) à la demande de leurs homologues africains tout en réitérant, d'autre part, le fait que la Chine restait ouverte à l'octroi de prêts concessionnels (un prêt concessionnel se caractérise par un taux d'intérêt inférieur à celui du marché). C'est ainsi que dans un tweet d'avril 2022, le directeur général pour l'Afrique au ministère chinois des Affaires étrangères n'hésitait pas à écrire ceci : « La Chine va-t-elle cesser de prêter à l'Afrique ? Notre réponse est NON »³⁵. On ne saurait être plus clair.

En d'autres termes, on peut voir que la dette des pays émergents est devenue davantage que dans le passé un réel problème pour les marchés financiers et c'est une différence majeure par rapport aux années 1980. La chose ne peut évidemment que mobiliser le FMI. Pour autant, ce dernier ne sera pas nécessairement en position de force face aux débiteurs en difficulté pour imposer des plans d'assainissement des finances publiques particulièrement durs. En effet, la Chine pourrait fort bien, en cas de dissensions majeures entre le FMI et certains pays en difficulté, faire office d'alternative en termes de financement.

Dans ces conditions, un balancement en termes de rapport de forces pourrait donc émerger entre le FMI et les émergents débiteurs. La Chine constituera le point nodal de cette dialectique. Parce qu'il sait qu'il y a un intérêt pour les pays émergents à conserver un accès élargi aux sources de financement que représente la connexion avec la finance de marché, le FMI n'hésitera pas à faire pression sur ses nouveaux clients afin qu'ils dénoncent le fait que la Chine, après avoir pratiqué des prêts à des taux inférieurs au marché, n'estime pas nécessaire de participer à la restructuration des dettes en souffrance. En revanche, de leur côté, les pays ainsi mis sous pression sont conscients de ce que l'intérêt bien compris du FMI consiste avant tout à éviter que des situations d'insolvabilité minent les performances du capital financier occidental, quitte à nuire à la croissance et au développement à long terme au Sud. En tout état de cause, si des tensions débouchaient éventuellement sur des ruptures de dialogue entre le FMI et certains Etats du Sud en difficulté, la Chine pourrait se porter au chevet de ces pays. La chose semble d'ailleurs avoir déjà percolé du côté du FMI qui a, au cours des derniers mois, déboursé pas moins de 250 milliards de dollars pour soutenir des Etats émergents en grande difficulté. Le but de la manœuvre, par-delà les dimensions économiques les plus

³⁵ Compte Twitter de Wu Peng (Directeur général du Département des affaires africaines du ministère des Affaires étrangères de la République Populaire de Chine), 13 avril 2022. Url : <https://bit.ly/3pqWEIy>. Date de consultation: 17 août 2022.

immédiates, consiste aussi à éviter qu'une série de pays se tourne davantage à l'avenir vers Pékin³⁶.

Si un tel mouvement devait cependant s'observer dans un avenir proche, on ne pourrait guère affirmer, du point de vue de l'analyse des structures économiques, qu'il s'agirait d'une évolution négative ou pénalisante pour les Etats concernés. En effet, le recours à la finance de marché occidentale permet, certes, de pouvoir compter, comme nous l'avons vu, sur un important volant de liquidités. En revanche, la cotation en permanence des dettes publiques sur les marchés secondaires conduit, dans ce système, les investisseurs à se détourner des pays ayant le plus besoin d'argent, ce qui se traduit pour ces derniers par un taux d'intérêt plus élevé. En revanche, quand une économie va bien, tous les acteurs de marchés sont prêts à lui accorder des crédits. On peut donc estimer que l'action des marchés présente un caractère procyclique. Il s'agit de l'exact opposé des prêts de la Chine qui consistent fondamentalement en des crédits bilatéraux directs entre le secteur bancaire public chinois et des Etats étrangers dont le taux varie exclusivement en fonction de l'accord des parties au contrat. Cette modalité particulière d'interaction se situe précisément aux antipodes de la procyclicité précédemment décrite.

Dans un autre registre, si les cours de l'or noir et des matières premières alimentaires sont, pour l'heure, orientés à la baisse, c'est en raison de craintes de récession à l'échelle mondiale qui ne manqueront pas de se répercuter sur les finances publiques des émergents puisqu'une activité économique en berne représentera une perte de revenus pour leur Trésor. Cela dit, dans l'absolu, les prix des produits alimentaires resteront néanmoins élevés à moyen terme du fait de l'augmentation du prix des fertilisants. En effet, les engrais azotés de synthèse sont élaborés industriellement à partir de gaz fossile. Forcément, avec l'augmentation des prix du gaz, c'est toute la chaîne de fabrication des aliments dans le monde qui, de proche en proche, a été touchée par l'augmentation des cours du gaz. Par exemple, en deux ans, le prix de certaines variantes d'engrais azotés a plus que triplé.

Cet état de choses ne pourra que contribuer au laminage des salaires réels au Sud dont une part de plus en plus grande, au cours des deux années à venir, sera dévolue à l'achat de produits alimentaires. Il pourrait en résulter un ralentissement de l'inflation, si l'on n'observe toutefois pas concomitamment à cette hausse des prix une évasion des capitaux pour protéger le pouvoir d'achat des actifs. De ce point de vue, la dollarisation des économies de certains Etats du Sud risque de fonctionner comme un piège mortel. Par exemple, si des acteurs économiques importants d'un pays se débarrassent massivement de leurs devises nationales pour permettre à leurs actifs de suivre la hausse du dollar américain, la valeur de change de leur monnaie officielle se détériorera inévitablement par rapport au billet vert. Partant, le déficit de la balance des paiements de ces pays va s'alourdir et l'inflation repartira de plus belle. Par exemple, si le prix relatif des intrants azotés, nécessaires à l'agriculture moderne, se renforce face au pouvoir d'achat de la devise nationale, l'inflation pourra alors repartir de plus

³⁶ Paul Marion, « Le FMI fait son grand retour sous la pression de la Chine », *La Tribune*, édition du 30 juillet 2022. Url: <https://bit.ly/3K8gC4j>. Date de consultation: 17 août 2022.

belle. On vérifiera, au passage, que les pays disposant de mécanismes de contrôle des changes sérieux s'en sortiront mieux et protégeront mieux leurs citoyens face à l'inflation que des Etats aux politiques de change plus ou moins complètement libéralisées. D'une certaine manière, ce sera là une forme de prime à la déconnexion face au marché mondial des capitaux. Plus un pays sera imperméable face aux mouvements de capitaux, plus son gouvernement renforcera sa capacité à répondre aux besoins vitaux de sa population. On imagine aisément les conséquences en termes de gouvernabilité pour les sociétés concernées. Il vaudra donc mieux, dans les années à venir, ne pas avoir trop suivi les conseils (pas spécialement désintéressés) en matière de développement des grands centres capitalistes de l'économie mondiale.

En conclusion, l'émancipation du Sud face au rouleau compresseur de la mondialisation néolibérale passera par la contestation de la dette. Cependant, au-delà de l'indignation des mouvements sociaux locaux devant l'illégitimité, supposée ou réelle, de certains processus d'endettement, un tel projet nécessite l'établissement d'alliances internationales entre Etats dont certains devront posséder les ressources suffisantes pour permettre l'émergence d'un ordre financier mondial alternatif. Voilà pourquoi il apparaît important de comprendre la situation économique de la Chine à l'heure où le ralentissement de la croissance du PIB chinois fait les gros titres de la presse occidentale et nourrit également des inquiétudes du côté des investisseurs. Dans ce contexte si particulier, quelle sera la capacité de financement du Sud par la Chine, spécialement si une crise de l'immobilier menace de destruction une partie du capital financier de l'Empire du Milieu? C'est à ces questions que nous tenterons de répondre au point suivant.

Crise en Chine : de quoi parle-t-on ?

On fera tout d'abord remarquer qu'à l'heure où l'on évoque un ralentissement de la croissance pour l'Empire du Milieu, il est aujourd'hui question de récession pour les Etats-Unis et l'Europe. C'est donc plutôt de ce côté du monde que des scénarios déstabilisants pour l'économie mondiale pourraient se produire. Cela dit, l'immobilier chinois inquiète bien des observateurs. L'affaire est déjà connue. Pendant des décennies, les citoyens chinois ont investi massivement dans l'immobilier. C'est ainsi qu'une part importante du patrimoine des ménages chinois (70%) correspond à des propriétés immobilières. En Chine, il se trouve que les acheteurs paient d'avance pour l'acquisition d'une maison. Les fonds accumulés à l'occasion de ces préventes sont transformés en prêts sans intérêt aux promoteurs immobiliers.

C'est sur cette base particulière que les projets de construction se sont succédé en Chine. Cette particularité microéconomique a été suramplifiée, sur un plan macroéconomique, par les politiques de relance du gouvernement et des pouvoirs locaux. Ces dernières ont, pour l'essentiel, consisté en des politiques budgétaires expansives visant à stabiliser la part de l'investissement dans le PIB. Le risque, selon certains observateurs, serait que la Chine des années 2020 reproduise le modèle japonais des années 1990. Alors que le Japon a connu une croissance rapide dans les années 1970 et 1980 en raison du niveau des exportations et des investissements dans les infrastructures, le pays du Soleil Levant a connu l'implosion d'une

bulle immobilière dans les années 1990. Des projets de plus en plus inutiles ont vu le jour et ont fini par engouffrer une partie significative de l'épargne nationale. Le modèle asiatique de capitalisme, dont le Japon était à cette époque la figure de proue, n'est pas parvenu à se tourner vers son marché intérieur pour stimuler la croissance dans la mesure où le secteur manufacturier nippon n'a pas accepté la transition nécessaire passant par un relèvement généralisé des salaires locaux. A ce propos, des analystes, pas nécessairement animés par des sentiments hostiles à l'égard du gouvernement chinois, n'hésitent pas à pronostiquer un échec similaire en ce qui concerne l'économie chinoise, en raison du monolithisme des institutions publiques de l'Empire du Milieu, lequel ne permettrait guère à l'Etat central de faire pression sur les gouvernements locaux et leurs projets immobiliers³⁷. On cherchera à vérifier le bien-fondé de cette hypothèse en scrutant l'évolution de la part des salaires par rapport aux PIB du Japon des années 1990 et de la Chine aujourd'hui. En cas de baisse vérifiée de cette variable, l'hypothèse d'une impossibilité factuelle à activer la demande intérieure sera confirmée pour les deux pays.

Dans le Japon des années 1980, quand le boom de l'immobilier battait son plein, la part des salaires est passée de 62% en 1981 à 57% du PIB en 1990. La déflation qui a enserré l'économie nipponne à partir du milieu des années 1990 a approfondi cette tendance. C'est ainsi que de 1997 à 2010, la part des salaires au Japon a baissé continuellement en passant de 59 à 55%. Depuis, elle n'a guère redécollé et oscille de manière structurelle autour des 56%³⁸.

En Chine, on constate une évolution sensiblement différente. En 2002, au moment où le secteur immobilier national débutait son impressionnante ascension, la part des salaires dans la PIB chinois était de 60%. Comme dans le cas japonais, on observe une corrélation entre la baisse de la part des salaires et la progression de la bulle immobilière. En 2011, la part des salaires était passée en-dessous de la barre des 55%. Cependant, on constate, à partir de la deuxième moitié des années 2010, une divergence assez nette par rapport à l'expérience nipponne. Alors que le dynamisme immobilier de la Chine ne faiblit pas durant toute cette décennie, il est possible de repérer une amélioration du côté de la part des salaires à hauteur de 58,6% du PIB en 2016. Depuis, une stabilisation autour des 60% semble s'opérer. Cette amélioration, contrairement au Japon d'il y a trente ans, a débuté alors que la bulle immobilière était déjà en passe de se dégonfler³⁹. Afin d'expliquer cette divergence des trajectoires, il convient de se pencher sur l'évolution des structures productives chinoises. En ce qui concerne ces dernières, depuis l'inauguration du plan « Made in China 2025 » censé transformer dix secteurs de production nationaux en leaders mondiaux grâce à des innovations technologiques, on note une montée en gamme des industries de l'Empire du Milieu, ce qui se

³⁷ Lire à ce sujet Michael Pettis, « Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring », *Carnegie Endowment for International Peace*, Washington, septembre 2013.

³⁸ Federal Reserve of Saint Louis, Share of Labour Compensation in GDP at Current National Prices for Japan, 18 août 2022.

³⁹ Federal Reserve of Saint Louis, Share of Labour Compensation in GDP at Current National Prices for China, 18 août 2022

traduit notamment par une amélioration de la qualité des produits finis (objectif réaffirmé plus récemment par le Plan quinquennal 2021-2027). Il s'agit là d'un type d'évolution profondément compatible avec une augmentation de la part des salaires et partant, le développement d'un marché intérieur.

Par comparaison, on relèvera avec intérêt que l'explosion de la bulle immobilière nipponne a coïncidé avec une baisse continue des gains de productivité dans une économie arrivée à maturité. Ce n'est, en tout état de cause, présentement pas le cas de la Chine contemporaine. L'hypothèse d'une croissance excessive de la valeur d'échange des actifs immobiliers pour cause d'incapacité à rééquilibrer la part du PIB dévolue, d'une part, à la consommation et d'autre part, à la production est donc loin d'être établie. On peut donc poser que le dégonflement de la bulle immobilière chinoise peut avoir lieu sans nécessairement donner lieu à une crise financière d'envergure et une léthargie de longue durée de l'économie du pays.

Deux autres facteurs renforcent ce pronostic à moyen terme par-delà d'éventuels retournements conjoncturels d'ampleur plus limitée. On relèvera, pour commencer, que la crise immobilière au Japon s'est accompagnée d'une baisse des taux de la part de la Banque du Japon. Cette baisse du loyer de l'argent a nourri un *carry trade* consistant classiquement emprunter dans une devise à taux d'intérêt faible pour ensuite placer ces fonds dans des pays proposant des taux d'intérêt nettement plus rémunérateurs. Un mouvement de sortie des capitaux de ce type n'avait rien d'illogique dans la mesure où le Japon a adhéré, durant les années 1970 et 1980, aux principes de la libéralisation financière correspondant à la dérégulation du secteur financier interne et des marchés financiers en plus de l'ouverture du compte de capital. On n'observe, en revanche, rien de similaire en ce qui concerne la Chine. En effet, l'Empire du Milieu se caractérise, au contraire, par un cadre réglementaire particulièrement contraignant du secteur financier. C'est ainsi que l'Etat chinois a recours à de drastiques contrôles de capitaux dans le but de limiter les flux internationaux. Des entrées ou des sorties trop brutales de capitaux constitutives des mouvements de *carry trade* sont difficilement concevables dans ces conditions. Ce type de limitations rendent possibles dans le chef du gouvernement un contrôle étatique fort des taux d'intérêt et de change sans devoir craindre d'être mis en échec par des mouvements incontrôlés de capitaux. Contrairement au Japon des années 1990, la Chine maîtrise sa monnaie. C'est évidemment un atout non négligeable.

En outre, si l'on prend comme point de comparaison la dernière grande crise immobilière des *subprimes* aux Etats-Unis, on doit, comme nous l'avons vu auparavant, pointer le rôle de la titrisation comme facteur d'amplification et de diffusion de l'effondrement de l'immobilier à l'ensemble de l'économie. A ce sujet, on évitera la multiplication de parallélismes trop rapides avec la Chine contemporaine. A la fin de 2019, l'encours total de dettes titrisées en Chine s'élevait à 566 milliards de dollars (donc 4% d'un Pib de 14.000 milliards de dollars), soit une augmentation de 27% par rapport à 2018⁴⁰. Si l'on compare ces chiffres avec les

⁴⁰ Patrick Phua, « Structured finance and securitisation in China: overview » in *Thomson Reuters Practical Law*, 1er mai 2020

bilans des banques et des entreprises aux Etats-Unis, il apparaît que c'est un volume particulièrement faible. On a, dans ces conditions, peine à imaginer un effet domino avec à la clé une crise financière systémique comparable à celle des Etats-Unis en 2007 et 2008. Pour s'en convaincre, on relèvera les faits suivants. En 2007, la titrisation aux Etats-Unis représentait un volume d'actifs de 10.000 milliards de dollars, dont 80% étaient le fait d'institutions financières états-uniennes. Pour situer l'ampleur du phénomène, on se bornera à mentionner que le Pib des Etats-Unis, à cette époque, s'élevait à 14.450 milliards de dollars. Au total, les 8.000 milliards de dollars de titrisation du secteur financier américain en 2008 pesaient un peu plus de 55% du PIB de l'Oncle Sam. On prendra également soin de préciser que la Chine est une économie nettement moins endettée que les Etats-Unis. Alors que l'Oncle Sam multiplie les déficits depuis des décennies, la Chine accumule les surplus de telle sorte que la prise en charge d'une crise financière par les pouvoirs publics relève davantage du jeu d'écritures que d'un problème majeur de solvabilité. C'est ainsi que le niveau des réserves de change de la Chine s'élevait, en juillet de cette année, à 3.104 milliards de dollars⁴¹. Au total, davantage qu'une forme d'étouffement de la croissance en raison d'un endettement excessif, il apparaît plus judicieux de pointer, pour expliquer le ralentissement de l'économie chinoise, les confinements successifs.

La croissance de l'économie chinoise est alimentée par trois moteurs: les exportations, les investissements et la demande intérieure. Alors que la consommation nationale et les exportations étaient frappées de plein fouet par les programmes de confinement, les pouvoirs publics chinois ont tenté de relancer l'économie par des investissements. Rien, pour autant, ne permet de prédire une récession de longue durée à la japonaise. En effet, avec un potentiel de croissance endogène (donc hors intervention des pouvoirs publics) de l'ordre de 3 à 4%, quelques initiatives bien ciblées du gouvernement permettront très vraisemblablement de relever la croissance chinoise à un niveau moyen de 4% dans les années à venir. Il ne faudra pas nécessairement que Pékin doive tâtonner très longtemps pour y parvenir. En effet, depuis quelques mois, de nombreux candidats acquéreurs reportent de leur propre chef le paiement de leurs emprunts hypothécaires. Ils exigent que les promoteurs immobiliers se procurent les liquidités nécessaires pour terminer leurs projets de construction. Si le gouvernement, qui, comme nous l'avons vu, en a largement les moyens, reprenait le financement et le pilotage de ces travaux de construction, la croissance chinoise en sortirait revigorée. En tout état de cause, alors que l'Europe sera clairement en récession et que les Etats-Unis se dirigent vers le même cas de figures, l'économie chinoise, alors que son secteur immobilier est en crise, connaîtra encore, l'an prochain, un taux de croissance du PIB de l'ordre d'au moins 3,5%⁴².

Puisque la Chine apparaît en mesure de mettre un terme à ses problèmes de croissance dans la mesure précisément où les niveaux d'endettement de son économie sont parfaitement supportables, on pourrait croire que la mondialisation est *ipso facto* sauvée. Hélas, les choses

⁴¹ CEIC DATA, China Foreign Exchange Reserves, juillet 2022.

⁴² Bloomberg, China's Growth Prospects Weaken as Economists Cut 2023 Forecasts, édition mise en ligne le 28 août 2022.

sont nettement moins simples. Certes, pour l'heure, on peut exclure un scénario de démondialisation rapide et brutal. La Chine est encore sur le chemin du rattrapage des grands pays de l'OCDE. Cependant, à moyen terme d'ici cinq à dix ans, les perspectives sont assez claires. Si la Chine diminue la part de ses productions industrielles à faible valeur ajoutée par rapport à son PIB, qui va prendre la relève dans le monde? Pour les pays ayant délocalisé des pans entiers de leurs productions industrielles en Chine, cette question va devenir particulièrement épineuse puisqu'à cette époque, la Chine aura, à la fois, diminué son *output* total pour ce type de productions mais aura également augmenté le pouvoir d'achat de ses citoyens dont la demande devra être satisfaite. Les tensions sur certaines chaînes de valeur au niveau mondial seront, de ce fait, renforcées. Pour autant, un mouvement de rapatriement de ce segment des chaînes de valeur en Europe ou en Amérique du Nord est difficilement envisageable pour des raisons d'inadéquation des salaires en vigueur dans ces secteurs avec le niveau de vie moyen des populations d'Europe occidentale ou d'Amérique du Nord.

Et c'est ici que l'on constate que l'internationalisation des échanges revêt un caractère relativement incontournable, à condition toutefois de ne pas la confondre avec la mondialisation telle que nous l'avons connue jusqu'à présent. Cette dernière est historiquement assimilable aux suites de la chute du mur de Berlin ainsi que la disparition du duopole de la Guerre froide suite à l'effondrement de l'Union soviétique. A cette époque, Francis Fukuyama pronostiquait, non sans grandiloquence, la Fin de l'Histoire, le tout sous la très bienveillante protection de la bannière étoilée⁴³. Nous n'en sommes, certes, d'évidence plus là aujourd'hui et de cette tendance nouvelle, il résultera très probablement une « désaméricanisation », dans son architecture, de la mondialisation de sorte que la multiplication des pôles structurants de l'économie mondiale devrait *in fine* déboucher sur l'aménagement et le renforcement de grandes zones économiques de coopération. Une « mondialisation entre amis qui partagent les mêmes valeurs », pour reprendre l'expression de Janet Yellen, secrétaire au Trésor américain, est d'ailleurs déjà envisagée par les Etats-Unis eux-mêmes⁴⁴.

Dans la même veine, on signalera la récente initiative « Global Gateway » (montant total : 300 milliards de dollars) de l'Union européenne visant à redynamiser la politique africaine du Vieux Continent. C'est ainsi que l'Europe a promis 150 milliards d'euros (soit 50% du programme) à l'Afrique pour des projets d'infrastructures d'ici à 2027. L'aménagement des infrastructures constitue une condition *sine qua non* pour accélérer le développement dans de nombreuses zones d'Afrique sub-saharienne. Déjà, les Objectifs du Millénaire pour le développement (OMD) de la Banque mondiale préconisaient, il y a plus de vingt ans, que les pays les plus pauvres consacrent 9% de leur PIB aux dépenses d'infrastructures. Comme on le sait, les budgets en Afrique n'ont, hélas, pas permis de concrétiser cette louable ambition et de ce fait, le continent accuse un retard certain dans le domaine.

⁴³ Francis Fukuyama, *The End of History and the Last Man*, Free Press, New York, 1992.

⁴⁴ Business Standard, Janet Yellen touts « friend-shoring » as fix for global supply chain, édition mise en ligne le 19 juillet 2022. Url : <https://bit.ly/3wkf0yI>. Date de consultation: 22 août 2022.

Le moins que l'on puisse dire, à ce propos, est que la nouvelle enveloppe de l'Union européenne à destination de l'Afrique tombe vraiment à point nommé car les effets d'entraînement escomptés à partir des infrastructures sont susceptibles de conduire certaines parties du continent (Ethiopie, Maroc, Nigeria, Maurice et Madagascar) à devenir des zones de sous-traitance à destination de l'Europe. De plus, les approvisionnements énergétiques après l'entrée en guerre de la Russie avec l'Ukraine constitueront une autre raison qui poussera l'Europe à (re)courtiser l'Afrique dans le cadre de la « mondialisation entre amis ». C'est ainsi que le Nigeria, première réserve en gaz de l'Afrique, relance deux projets de gazoduc à destination de l'Europe, l'un à travers le Sahara et le second passant par les côtes ouest-africaines et le Maroc⁴⁵. Ce dernier, dont la viabilité économique a été récemment confirmée, suscite l'intérêt des Européens qui voient dans ce projet un outil fort appréciable de diversification de leurs approvisionnements gaziers⁴⁶.

Un nouveau monde est en train de voir le jour et rien sans doute ne sera plus jamais comme avant. Pour autant, le retour de Tintin au Congo n'est fort heureusement pas pour demain. Il est de notoriété publique que désormais, la Russie et la Chine se sont ménagé de solides positions sur le continent. D'un point de vue économique, rien, bien sûr, n'empêchera l'Afrique de conclure des accords avec l'Europe. Mais jamais plus les Européens ne disposeront d'un monopole d'influence au sud de la Méditerranée. Autrement dit, la Chine continuera à disposer d'arguments lui permettant de continuer son expansion en Afrique. C'est ainsi qu'en août de cette année, le gouvernement chinois a annoncé qu'il faisait l'impasse sur le remboursement de 23 prêts sans intérêt dont 17 pays africains ont bénéficié dans le passé, tout en s'engageant à approfondir sa collaboration avec le continent. Cette mesure s'ajoute à l'annulation par la Chine de plus de 3,4 milliards de dollars de dettes et à la restructuration d'une dette d'un montant de 15 milliards de dollars en Afrique⁴⁷. A l'heure où le FMI fait son grand retour sur le continent, c'est là un geste qui aura été, à n'en pas douter, très apprécié.

De ce point de vue, la multipolarisation du monde pourrait, toutes choses égales par ailleurs, fonctionner finalement comme le non-alignement du temps de la Guerre froide. Les pays de la région pourront, le cas échéant, faire leur shopping entre plusieurs sources de financement et plusieurs logiques de développement de manière à établir leur synthèse entre le capitalisme d'Etat chinois et les modèles occidentaux. Leur souveraineté ne pourra qu'en sortir renforcée. L'Union européenne n'aura donc pas la partie facile car même si la Chine a, l'an dernier, tempéré quelque peu ses ardeurs en matière de prêts à l'Afrique, il est clair que l'Empire du Milieu n'a pas dit son dernier mot, ce d'autant que l'Europe risque de connaître de sérieuses

⁴⁵ Mondafrigue, *Le gaz du Nigeria exacerbe les rivalités entre Maroc et Algérie*, article mis en ligne le 4 mai 2022.

⁴⁶ Le Matin (Maroc), *Gazoduc Maroc-Nigeria : Des contacts sont en cours avec les Européens pour le financement*, édition mise en ligne du 1^{er} août 2022.

⁴⁷ Benjamin Norton, *China forgives 23 loans for 17 African countries, expands 'win-win' trade and infrastructure projects*, Multipolarista (website), article mis en ligne le 20 août 2022.

difficultés économiques dans les mois à venir. Or, il est patent que ces dernières ne sont pas rapports avec l'actuelle vague de retrait de la mondialisation constatable actuellement un peu partout dans le monde puisqu'un des acquis de la *Pax Americana* post-Guerre froide en Europe consistait précisément en un accès renforcé aux matières premières russes. Cette époque est aujourd'hui révolue tant et si bien que l'Union européenne se dirige fort vraisemblablement, comme nous allons le voir au point suivant, vers une récession l'année prochaine.

L'Europe : une récession sur fond de crise énergétique

Depuis la guerre en Ukraine, les nuages noirs s'accumulent pour l'économie européenne. La perspective d'une récession apparaît de plus en plus probable. La question de l'augmentation du cours des produits énergétiques (principalement le gaz et l'électricité) va indéniablement peser sur les possibilités de croissance du Vieux Continent. De ce point de vue, la volatilité des cours a de quoi donner le tournis. Par exemple, le marché au comptant du gaz est passé de 27,88 à 339,196 euros le mégawatt-heure (MWh) en un an depuis le 26 août 2021⁴⁸. Pour l'électricité, on relève un mouvement similaire. Pour l'électricité livrée en date du vendredi 26 août, le prix moyen a dépassé 700 euros par mégawatt-heure le jeudi 25 août. Sept jours plus tôt, le record établi en mars avait été battu et le MWh avait atteint le niveau de 540,8 euros⁴⁹.

Ces prix représentent une insupportable augmentation des coûts pour les entreprises et les consommateurs. Alors que les grandes entreprises formant le capital concentré oligopolistique éprouvent moins de difficultés à répercuter les hausses de prix sur leurs produits, il n'en va pas de même pour les plus petites unités. Après le Covid, cette poussée inflationniste exercera une nouvelle pression défavorable sur le secteur Horeca à travers toute l'Europe. Pour les travailleurs peu qualifiés, c'est une source d'emplois facilement accessibles qui risque ainsi de se tarir. Par exemple, 70% des pubs britanniques sont susceptibles de fermer purement et simplement cet hiver si les prix de l'énergie se maintiennent à ce niveau⁵⁰. Plus largement, c'est l'ensemble du tissu des petites entreprises du Vieux Continent qui est gravement affecté. La chose est grave dans la mesure où les PME représentent deux tiers des emplois et près de 50% de la valeur ajoutée du secteur privé européen. De nombreuses petites entreprises en Europe -des boulangeries aux maçons en passant par les fabricants de vêtements et de tapis- ne disposent pas des économies d'échelle nécessaires permettant de supporter la flambée des prix de l'énergie alimentée par la décision de la Russie de limiter le flux de gaz naturel vers l'Europe (laquelle répond d'ailleurs autant à des enjeux de nature politique qu'à de simples difficultés techniques). La flambée des factures énergétiques menace, en fait, de conduire 60% des sites manufacturiers britanniques à la faillite. Pour l'heure, 13% des usines ont

⁴⁸ ICE Endex Dutch TTF Gas Futures, 27 août 2022. Url : <https://bit.ly/3AMsyVL>.

⁴⁹ EPEX Spots, 26 août 2022. Url : <https://bit.ly/3AvwedI>. Epex désigne la bourse de l'électricité au comptant pour l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la Finlande, la France, la Grande-Bretagne, la Hollande, le Luxembourg, la Norvège, la Pologne, la Suisse ainsi que la Suède.

⁵⁰ The Guardian, édition du 23 août 2022.

désormais réduit leurs heures de fonctionnement ou évitent les heures de pointe de la consommation tandis que 7% ont décidé d'arrêter leur production pour une période de plus longue durée⁵¹. Ces difficultés se répercuteront sur les finances publiques qui vont voir les rentrées fiscales se tarir.

Les géants mondiaux qui produisent de l'acier, des produits chimiques, des engrais et d'autres biens à forte intensité énergétique ont été parmi les premiers à ressentir les effets de la hausse des prix du gaz, d'où la fermeture de fonderies et d'autres sites à coût élevé en Europe. Cependant, les PME européennes, puisqu'elles ne disposent précisément pas d'une assise mondiale, peuvent difficilement délocaliser leur production là où les prix de l'énergie sont plus avantageux. Par conséquent, elles se retrouvent mises sous pression par leurs fournisseurs mais sont, en revanche, incapables de répercuter les coûts plus élevés sur leurs clients (dont le pouvoir d'achat ne permet guère de faire face à l'augmentation du coût de la vie). Cette nouvelle contrainte s'ajoute aux goulets d'étranglement constatés sur l'ensemble des chaînes de valeur mondialisées, lesquelles exercent une pression haussière sur les prix. Pour les consommateurs, la crise actuelle va, en l'absence notable de mécanismes d'indexation généralisée dans l'ensemble des pays européens⁵², plomber le moral des ménages ainsi que le niveau des salaires réels, ce qui se traduira par une diminution du dynamisme économique général sur le continent.

Si ces tendances se maintiennent durant une longue période, l'Europe sera confrontée à un risque de désindustrialisation absolue avec, à la clé, une diminution de la production industrielle. Jusqu'à présent, nous n'avions été confrontés qu'à un phénomène de désindustrialisation relative. Si l'on établit une comparaison entre les niveaux de production en volumes pour l'industrie en Europe entre 1995 et 2015 et l'ensemble de l'économie (c'est-à-dire en prenant les prix de 1995 comme point de référence), on observe une grande proximité des évolutions de la valeur ajoutée pour la zone euro : +1,6% pour l'industrie et +1,5% pour l'ensemble de l'économie⁵³. Un constat similaire avait été formulé pour la Belgique au début du siècle par le Bureau du Plan⁵⁴. La part des industries dans la production était à cette époque constante en volume sur dix ans par rapport à 1995. La croissance de la production accompagnée d'une diminution concomitante des postes ouvriers s'expliquait,

⁵¹ Bloomberg, Six in 10 British Factories at Risk of Going Under as Bills Soar, édition mise en ligne du 3 septembre 2022.

⁵² Seuls la Belgique, le Luxembourg, Malte et Chypre ont conservé ce legs de feu le keynésianisme. Vu la taille limitée de ces économies, elles ne pourront compenser la dépréciation salariale en cours à l'échelle de tout le continent. Au contraire, elles seront, en dépit de cette protection de leur consommation intérieure, contaminées par l'entrée en crise des grandes économies du continent et la pression à la baisse sur l'inflation qui en résultera mécaniquement.

⁵³ Insee, *L'industrie manufacturière en Europe de 1995 à 2015*, Insee Première n°1637, date de parution en ligne : 09/03/2017.

⁵⁴ H. Bogaert, A. Gilot, C. Kegels, « L'industrie a-t-elle un avenir en Belgique? », *Bureau fédéral du Plan*, Working Paper 10-04, mars 2004.

pour sa part, par les gains de productivité du secteur secondaire qui dépassait, et de loin, celle des services. Les gains de productivité plus importants dans l'industrie se traduisaient par une baisse du prix relatif des biens industriels en comparaison des services.

La chose explique, certes, la diminution du secteur secondaire en proportion du PIB mais ne doit, en revanche, pas conduire à négliger son importance. On sait, depuis le milieu du siècle dernier, que l'augmentation des salaires et du niveau de vie dans le secteur des services, où les gains de productivité sont faibles, s'expliquent par la productivité plus importante dans l'industrie⁵⁵. Autrement dit, la crise énergétique dans laquelle nous sommes entrés est susceptible de nous conduire vers une chute du niveau de la richesse collective des Européens de manière plus définitive que la crise financière de 2007-2008. Il y a donc clairement péril en la demeure. Il existe un précédent assez récent en Europe d'une désindustrialisation absolue aussi brutale que celle à laquelle nous faisons, pour l'heure, face. Il s'agit de la destruction de capital qui a accompagné en Russie et en Ukraine la disparition de l'Union soviétique et du COMECON⁵⁶. Voilà qui aidera à comprendre ce dont parle Alexander De Croo lorsqu'il évoque, assez placidement d'ailleurs, 5 à 10 hivers difficiles pour la population de ce pays. Face à ces perspectives, il importe de dépasser la formulation de constats pour s'aventurer sur le terrain, autrement plus épineux, des alternatives. On prendra cependant soin de ne pas mettre, en la matière, la charrue avant les bœufs.

Interrogeons-nous. L'entrée en récession du continent européen doit-elle être exclusivement imputée à la guerre en Ukraine? Attention, en la matière, aux raccourcis simplistes à la façon de Bruno Colmant dans les pages étonnamment complaisantes de la presse hégémonique⁵⁷. Dans cette optique, le choc de l'offre se reflète directement au niveau des prix. Certes, au sein de l'Union européenne, il manque du gaz russe alors que ce dernier représentait plus de 40% des importations de gaz naturel de l'UE en 2021.

Pour autant, peut-on dire que la formation des prix sur les marchés du gaz est aussi immédiate que l'envisage notre célèbre académicien? Au passage, on reconnaîtra dans ce « raisonnement » un postulat central de l'école néoclassique, à savoir que les déséquilibres entre l'offre et la demande se règlent automatiquement via les prix. Cette approche des bouleversements auxquels nous sommes confrontés se heurte à deux objections majeures.

⁵⁵ W. J. Baumol and W. G. Bowen, « On the Performing Arts: The Anatomy of Their Economic Problems » in *American Economic Review*, vol. 55, n°1-2, 1965, pp. 495-502.

⁵⁶ Le Comecon (ou Conseil d'assistance économique mutuelle) désigne une organisation d'entraide qui, entre 1949 et 1991, avait pour but d'œuvrer à la meilleure spécialisation des démocraties populaires. Dans cet espace économique, les spécialisations des différentes économies nationales étaient basées non sur le principe de la libre concurrence mais sur celui de la planification centralisée. Le COMECON fonctionnait, dès lors, comme une entité de « métaplanification » en charge de la gestion de l'interdépendance des économies de la zone tant et si bien que lorsqu'il s'est effondré, les chaînes de valeur de l'ancienne Union Soviétique ont été profondément désarticulées.

⁵⁷ Bruno Colmant, « Le risque d'une guerre par procuration Otan/Russie est très inquiétant », *Trends-tendances*, édition du 26 avril 2022.

Tout d'abord, en cas de déséquilibre, un ajustement par les prix n'a rien d'inéluctable. Il existe, dans l'histoire, de nombreux exemples de gestion des déséquilibres impliquant un ajustement par les quantités. Selon Keynes⁵⁸, il s'agit même de la caractéristique principale du marché du travail, par exemple. Alors que la théorie néoclassique formule l'hypothèse qu'en cas de diminution de l'emploi, les salaires baissent, Keynes a formulé le constat empirique que c'est le chômage qui augmente alors que les salaires nominaux ne varient pas. L'ajout se fait donc par les quantités.

Ensuite, la rencontre de l'offre et de la demande n'est pas instantanée. Les entreprises et les ménages qui consomment du gaz ne sont, en effet, pas en contact direct avec les producteurs. Au contraire, le secteur se caractérise par un haut degré d'intermédiation. Du producteur au consommateur, il existe un grand nombre d'intermédiaires. Ces derniers sont d'ailleurs plus nombreux en Europe aujourd'hui depuis la libéralisation entamée dans les années 1990, du moins du côté de la commercialisation des produits énergétiques. De surcroît, la présentation néoclassique en termes de courbes d'offre et de demande se signale par une absence de réflexion sur l'institutionnalisation d'un prix, contrairement à d'autres courants classés du côté de l'hétérodoxie. Là où la théorie néoclassique considère les institutions comme produisant d'indésirables frictions par rapport au marché "pur", la théorie de la régulation postule, au contraire, que la formation de marchés suppose, au préalable, l'action d'institutions dont l'existence ne doit rien aux interactions des agents. Au contraire, elle leur préexiste de telle sorte qu'elle constitue le soubassement des divers modes de production (y compris le capitalisme). Plus décisif encore, « ce rôle déterminant du politique dans l'émergence des formes institutionnelles n'est pas le résultat de simples accidents historiques et d'interférences abusives du politique dans l'économie. En effet, divers modèles théoriques montrent que les acteurs considérés individuellement peuvent s'avérer incapables de dégager des formes de coordination qui sont pourtant mutuellement avantageuses »⁵⁹. Le moins que l'on puisse dire est que cette caractéristique d'institutionnalisation concerne tout particulièrement la formation des prix de l'énergie.

Que l'on songe, pour s'en convaincre, à la façon dont le prix de l'électricité sur les marchés de gros est fixé, en Europe, selon un modèle marginaliste⁶⁰ corrélant le prix de l'électricité à celui du gaz afin de refléter le prix de revient de la dernière unité de production mobilisée (le plus souvent, des centrales à gaz) pour équilibrer l'offre et la demande d'électricité en cas de pointes dans la consommation. Pour autant, rien ne différencie qualitativement les électrons fournis par une centrale au gaz ou une éolienne par exemple. La différenciation du côté de la

⁵⁸ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936), Mariner Books, Boston, 1965.

⁵⁹ Boyer, Robert. « Les institutions dans la théorie de la régulation » in *Cahiers d'Economie Politique*, vol. 44, n°1, 2003, p.83.

⁶⁰ Le marginalisme est une théorie économique postulant que la valeur d'un bien est déterminée par celle de la dernière unité consommée. Cette école s'est développée dans la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, suite aux travaux de Walras, Menger et Jevons.

formation des prix se justifie dès lors fort peu. Voilà déjà un premier chantier de réformes dont la finalité sera la détermination des prix en fonction du coût moyen, et non plus marginal, de production⁶¹.

Ce n'est pas le seul. Concernant le gaz, sa cotation par l'entremise de forces de marché n'a rien de « naturel ». C'est, à ce propos, un truisme d'affirmer que toute politique de dérégulation procède d'une modification des règles de fonctionnement d'une économie mais en aucun cas de leur démantèlement. En l'espèce, on observe qu'en Belgique, avant la libéralisation, les intercommunales assuraient la distribution et la vente de gaz naturel (mais aussi d'électricité) aux consommateurs (particuliers et professionnels) sur leur territoire sans nécessairement viser un objectif de maximisation de leurs taux de marge. Les acteurs publics intercommunaux sont, depuis, cantonnés à la gestion technique des réseaux. Si l'on adopte une approche en termes de chaînes de valeur, on voit clairement que les pouvoirs publics ont été dépossédés d'un rôle actif dans la formation des prix, à savoir la conclusion des contrats de fourniture. Ce dernier est repassé entre les mains des grands producteurs. Lorsqu'un client passe un contrat avec Engie, il traite également avec un producteur. Certes, Engie devra, en ce qui concerne la fourniture, supporter une légère concurrence de la part de petits acteurs spécialisés sur ce segment (tout en restant cependant l'acteur dominant dans le domaine) mais au total, la masse de profits qu'Engie retirera de sa présence en Belgique sera sensiblement augmentée, de même que son pouvoir de marché.

Au total, le marché de l'énergie en Europe, loin d'adopter les caractéristiques de la concurrence pure et parfaite, s'est, au contraire, caractérisé par un processus de marchandisation, d'une part, et de concentration du capital, d'autre part. Voilà pourquoi les chantages socio-libéraux, de chez nous et d'ailleurs, qui avaient misé sur une diminution du prix de l'énergie à la faveur de la libéralisation ont été démentis par les faits. On suivra, sur ce point, Jean-Pierre Hansen, ancien patron d'Electrabel, lorsqu'il dénonce « la doxa néolibérale de la Commission [européenne], il faut appeler un chat un chat, [qui] considère que pour ces produits [énergétiques], le marché résout tout, tout le temps »⁶². De ce point de vue, pour aller jusqu'au bout de la critique de la doxa dominante, on pointera que l'institutionnalisation de la formation des prix du gaz, suite à la libéralisation, a servi de marchepied aux ambitions du capital financier en Europe. La libération d'importants volumes de liquidités opérée dans le cadre des plans d'assouplissement quantitatifs décidés par la Banque centrale européenne (BCE), dans la foulée des crises successives des *subprimes* puis des dettes publiques de la zone euro, a permis une accélération de la reproduction élargie du capital en lien avec des placements spéculatifs, en ce compris des biens de première nécessité (dont l'énergie)⁶³.

⁶¹ L'Usine Nouvelle, « Face à des prix de l'électricité exorbitants pour l'hiver prochain, une réforme du marché unique européen se dessine », édition mise en ligne le 1^{er} août 2022. Url : <https://bit.ly/3KLFY8o>. Date de consultation: 15 août 2022.

⁶² Interview de Jean-Pierre Hansen dans le Soir, édition des samedi 3 et dimanche 4 septembre, p.4.

⁶³ Chez Marx, la concentration élargie du capital désigne la manière dont les rapports de production capitalistes sont conservés dans le temps, mais sur une base accentuée. Cet élargissement tient à la décision des capitalistes

Dans ces conditions, la perspective de réaffirmation d'un pôle public face aux grands distributeurs européens de gaz apparaît comme une alternative crédible pour limiter l'explosion des cours du gaz. Il semble qu'en la matière, une timide prise de conscience s'opère, pour l'heure, du côté des institutions européennes. C'est ainsi qu'un projet de plafonnement temporaire des prix du gaz est à l'étude depuis le mois de mai de cette année au sein de la Commission. Il va de soi que cette option équivaldrait à mettre sur la touche les bourses de gaz du Vieux Continent puisque la fourniture, dans ce cadre déconnecté des prix de marché, reposera sur une « plateforme d'achats communs ». Vu l'importance de la consommation énergétique européenne dans l'économie mondiale, il s'agit là d'une perspective de renforcement de l'acteur public face aux producteurs privés⁶⁴. Certes, rien n'est encore acquis dans ce domaine et pour le dire tout net, le sujet divise au sein de la Commission. S'il est vrai que la Commission milite activement en faveur d'un plafonnement des prix de gros, elle se montre plus circonspecte en ce qui concerne le plafonnement des prix de détail du gaz. Preuve de ce que la doxa néolibérale n'a pas fini d'influencer les techniciens de la Commission. Pour autant, on ne jurera pas que cette position restera définitive. Pour s'en convaincre, il convient de scruter de près une contradiction qui va de plus en plus ternailler les politiques énergétiques en Europe.

Pour l'heure, la Commission œuvre à la mise en œuvre d'une limitation du revenu des producteurs d'électricité. Celui-ci correspond à la différence entre le prix au comptant de l'électricité et le revenu de chaque producteur classé par filière technologique (renouvelable, nucléaire et charbon) en fonction des coûts de production. Plus la moyenne de ces derniers pour une filière est basse, plus la part du revenu captée par la taxe sur la rente sera importante. Cette portion du revenu taxée sera déterminée par la différence entre le prix de revient et le prix au comptant de l'électricité (ou prix *spot*). Ce projet, élégant sur le papier, pose problème. Le premier est de nature logique. Avec ce schéma, la Commission établit une péréquation des taux de profit entre les différentes filières technologiques. Du point de vue du fonctionnement d'une économie de marché, c'est un écueil majeur puisque selon la théorie microéconomique standard, les firmes sont supposées maximiser leur profit.

Aussi sera-t-il un peu compliqué de continuer à affirmer, dans le chef de la Commission européenne, que le plafonnement du prix de détail pour les consommateurs constituerait « une mesure politique interventionniste qui risque de fausser les marchés »⁶⁵ puisque précisément,

de consommer une part seulement au lieu de la totalité de la plus-value. Le plan de création monétaire auquel correspondent des taux d'intérêt réduits ne peut s'analyser que dans le cadre de la reproduction élargie puisque cette baisse avait pour finalité de relancer l'activité des marchés financiers et, ainsi, en éviter l'effondrement. Pour plus de précisions, lire Maarek, Gérard, et Malinvaud, Edmond, « Chapitre XIV. La reproduction élargie in « Introduction au Capital de Karl Marx. Un essai de formalisation », Calmann-Lévy, Paris, 1975, pp.267-286.

⁶⁴ L'Echo, « Plafonner les prix d'importation de l'énergie: une option toujours en débat », édition du 26 août 2022.

⁶⁵ La Libre Belgique, « Crise énergétique: voici les propositions d'urgence de la Commission européenne pour alléger la facture de la population », édition mise en ligne le 2 septembre 2022.

le fonctionnement normal d'une économie de marché ne devrait plus, du moins en ce qui concerne les prix de gros, caractériser l'institutionnalisation de la rencontre entre l'offre et la demande d'énergie en Europe. Si cette réforme porte sur du long terme (et on peut sans trop hésiter estimer que 5 à 10 hivers difficiles, c'est du long terme), les incitations classiques de marché ne fonctionnent plus. Tout se passe comme si le modèle proposé par la Commission, vu la profondeur de la crise en cours, débouchait aussi involontairement que structurellement sur une modification en profondeur des règles du jeu de la politique énergétique européenne, ce d'autant que la variable « prix au comptant » risque de perdre de sa pertinence dans les mois et les semaines à venir.

En effet, les bourses du gaz sont des marchés à terme. Ces derniers opèrent à partir de contrats de vente/d'achat de gaz pour effectuer des livraisons au terme d'une certaine période à un prix ferme négocié à la date du contrat. Plus le délai de livraison se raccourcit, plus le prix de vente se rapproche du prix spot. Mais quand un marché comme celui du gaz aujourd'hui en Europe subit un tel choc d'offre, c'est l'animation des marchés qui risque de poser à terme problème. Il va, en effet, sans dire que la déstabilisation du marché auquel correspondent les nouveaux prix d'équilibre délirants qui s'affichent depuis quelques mois (en dépit de la relative baisse des cours de la mi-septembre) se double de difficultés de fonctionnement. Pour détailler ces dernières, partons d'une description de schéma de marché.

Les bourses du gaz dont on parle beaucoup en ce moment sont des marchés à terme. Cela signifie qu'ils fonctionnent à partir d'engagements d'acheter ou de vendre un actif à un prix fixé au moment de la transaction, mais pour une livraison ou un règlement à une date ultérieure. Plus précisément, ces échanges se concrétisent à travers des contrats dits *futures* indiquant formellement la qualité et la quantité de l'actif dit sous-jacent ainsi qu'une date d'échéance. Lorsque celle-ci se produit, le contrat vient à expiration et chaque partie doit remplir son obligation de vente (ou d'achat). Imaginons que le prix d'un actif grimpe pendant le délai d'expiration du contrat, l'acheteur est gagnant. A l'inverse, en cas de baisse de prix du sous-jacent, c'est le vendeur qui fait la bonne affaire. A partir de cette courte description, on perçoit assez clairement la nature spéculative des activités d'un marché à terme de contrats *futures*. Comment s'assurer, à titre préventif, que des acteurs ne vont pas se retrouver complètement insolvables du fait de leur exposition à ce type de produits risqués?

L'institutionnalisation des *futures* a, pour gérer ce type de risques, fait émerger une solution sécurisante pour tenter de prévenir la survenance de ce genre de situations. Voilà pourquoi les *futures* s'échangent sur des Bourses systématiquement encadrées par une chambre de compensation. En comptabilité, la technique de la compensation correspond à une mise en balance des créances et des dettes.

A ce propos, on a coutume de dire que la chambre de compensation est l'acheteur de tous les vendeurs et/ou, par effet de symétrie, le vendeur de tous les acheteurs. La chambre de compensation procède, en effet, à l'analyse débit-crédit de leur marché de manière à ce que les agents créditeurs (qu'ils soient vendeurs ou acheteurs) reçoivent la différence en leur faveur. La Chambre de compensation fonctionne donc comme interface permanent entre les vendeurs et les acheteurs dont elle est, en définitive, la seule contrepartie. Pour participer aux

échanges supervisés par la Chambre de compensation, les acteurs de marché doivent s'acquitter auprès de la Chambre de compensation d'un dépôt de garantie (également appelé dépôt de couverture) dont la finalité est de couvrir le risque pris par chaque investisseur sur le marché. Quotidiennement, la prise de risque de chaque agent est réévaluée en fonction de l'évolution des cours. On dit alors que la Chambre de compensation procède à un « appel de marge » complémentaire auprès des opérateurs engagés dans des transactions risquées. Plus le risque est élevé et plus l'appel de marge sera conséquent, bien entendu. En cas de défaillance, la Chambre de compensation va se substituer à l'acteur en position débitrice puisque l'ensemble des dépôts de garantie forme le fonds commun de défaut (qui fonctionne comme une police d'assurance pour les agents effectuant des transactions). S'il le faut, on ira même jusqu'à devoir utiliser à titre de remboursement une fraction du capital social de la Chambre de compensation. Cela ne se produit heureusement que très rarement mais cela s'est déjà vu dans le passé. La Chambre de compensation se retournera ensuite contre l'adhérent n'ayant pas rempli ses obligations.

Cette explication aussi longue que nécessaire va nous permettre de comprendre en quoi la libéralisation de l'énergie (et son corolaire, sa marchandisation) est devenue un problème très sérieux pour le Vieux Continent. Les gros producteurs qui sont aussi des grands vendeurs d'énergie ont, alors que les prix avaient fortement augmenté au début tout au long de l'été, ont été contraints de s'acquitter de gros appels de marges. Ils ont été mis en difficulté du côté du niveau de leurs liquidités puisqu'ils avaient conclu de contrats de vente au début de l'été. Pour faire face à ces augmentations, on estime que les grands producteurs privés ont dû revoir à la hausse leurs lignes de crédit de l'ordre de 1.500 milliards de dollars. Devant l'importance des pertes, de grands producteurs européens d'énergie ont demandé des liquidités d'urgence à leurs gouvernements. C'est ainsi qu'Uniper, en Allemagne, a été obligé de demander au gouvernement 4 milliards d'euros d'extension de ligne de crédit après avoir épuisé les 9 milliards qui avaient été mis auparavant à sa disposition. Wien Energie, en Autriche, a reçu, à la fin du mois d'août, un prêt de deux milliards d'euros de la part du gouvernement Nehammer. Il ne faut pas se faire d'illusions. Ces grands acteurs de l'énergie libéralisée comptent se rattraper à l'avenir grâce à des prix plus élevés de l'énergie⁶⁶. Certes, ces acteurs incontournables du marché de l'énergie en Europe se sont rattrapés en transférant la hausse des coûts sur leurs clients. Evidemment, en cas de nouvelle flambée des cours, ils seront à nouveau sous pression.

Les gouvernements seront à nouveau sollicités et pour qu'un remboursement s'opère, le citoyen européen sera confronté encore et toujours à des factures impayables. On notera que cette configuration, bien peu reluisante, n'a rien d'une fatalité et correspond à un choix politique. En effet, si un groupe a, dans le passé, trop grassement payé ses actionnaires au point de ne plus pouvoir disposer de suffisamment de liquidités en cas de coup dur, un manque de précaution doit être dénoncé. Ce constat justifierait amplement que les

⁶⁶ L'Echo, « La crise énergétique risque de se muer en crise financière », édition du mercredi 7 septembre 2022.

gouvernements concernés entrent au capital des groupes en difficulté, quitte à les nationaliser et à sortir du marché européen de l'énergie.

Au fond, quelle information utile peut-on, en effet, retirer d'un marché dont le prix d'équilibre n'est plus conforme avec les exigences de la reproduction du capital (et plus fondamentalement, de la vie) ? Comment peut-on faire de ces prix *spots* une référence alors qu'ils ne correspondent qu'à l'intérêt de quelques spéculateurs ? A ce sujet, la limite de 150-200 euros le mégawatt heure que l'on observe sur les marchés de gros de l'électricité en ce moment pose déjà sérieusement question puisqu'il correspond pour un ménage moyen en Belgique à une facture annuelle de 6.500-7.000 euros par an au minimum? On peut, sans ambages, affirmer d'un tel marché qu'il est objectivement dysfonctionnel. Le secteur de l'énergie en Europe devra donc se passer, pour un bon bout de temps, de références aux prix *spots* et au coût marginal pour se concentrer sur des prix définis en référence à une marge autour du prix de revient. Cette marge devra nécessairement être fixée par les pouvoirs publics en dehors des cadres de marché puisque ces derniers sont, comme nous l'avons vu, inopérants. Cette modification en introduit une autre. A terme, les différentiels de taux de profit entre les différents acteurs du secteur seront limités.

Cette caractéristique plaide objectivement pour un contrôle public sur la production d'énergie puisqu'en l'absence de gros différentiels des taux de profit, il est difficile pour le capital financier d'effectuer des arbitrages. Contrairement au découplage des marchés de gros de l'électricité et du gaz, la Commission agit très lentement sur ce dossier. Les mouvements sociaux qui sont susceptibles de se développer un peu partout sur le continent face aux augmentations de tarifs risquent peut-être de les y contraindre assez vite.

Si le Politique s'attaque sérieusement à ces différents chantiers, une pression à la baisse s'exercera sur les prix de l'énergie. La récession n'en sera que plus limitée. Mais ne nous leurrions pas. Nous ne retrouverons plus les cours de 2021 avant longtemps. Les slogans et discours qui font miroiter ce type de promesses à nos concitoyens relèvent purement et simplement de la démagogie. Il faudra donc veiller dans le droit fil des ajustements par la quantité (dont nous avons pointé, à rebours de l'école néoclassique, l'importance du point de vue de l'analyse économique) à gérer la pénurie de gaz.

La dépense publique via des programmes de soutien à des travaux économeurs d'énergie revêt, de ce point de vue, une grande importance. Cette politique d'inspiration keynésienne s'oppose, soit dit en passant, à l'analyse de la BCE des causes de la remontée de l'inflation. Puisque cette dernière résulte de frictions sur les chaînes d'approvisionnement et non d'un excès de demande, une politique de remontée des taux risque d'approfondir la crise de l'économie européenne.

Il n'y a, en fait, aucune fatalité à devoir refroidir l'économie européenne dans l'urgence pour faire face aux pressions inflationnistes. Vu le choc récessif qui se profile à l'horizon en Europe, l'inflation finira par bien se tasser, vu la détérioration du salaire réel en cours pour le moment. Dans ces conditions, si l'on ne remonte pas les taux directeurs, il sera possible de faire appel à la dépense publique pour soutenir les programmes de lutte contre la déperdition

énergétique. Jusqu'à présent, seule la mobilisation de moyens résultant de la taxation des surprofits a été évoquée par Ursula Von Der Leyen pour financer la lutte contre le gaspillage énergétique⁶⁷.

En dépit des décisions assez radicales de la part de la BCE en ce qui concerne le relèvement des taux directeurs, la période reste propice pour activer la croissance du PIB via la dépense publique. Face à un indice des prix à la consommation dont la progression devrait osciller cette année autour de 9,5% en 2022 et de 6,5% en 2023⁶⁸, les taux à long terme de la dette publique belge se caractérisent par des niveaux systématiquement inférieurs à celui de l'inflation, qu'il s'agisse, d'ailleurs, de taux à court ou à long terme. On rappellera, avant de procéder à de très instructives comparaisons, que plus la maturité d'une obligation est élevée, plus son taux d'intérêt doit normalement être important. Pour les obligations publiques belges, on constate un taux à 5 ans de 1,82% et de 2% à 7 ans. L'un dans l'autre, vu le niveau de l'inflation, on peut estimer, avec des chiffres tels que ceux-ci, qu'emprunter, pour l'heure, rapporte de l'argent aux pouvoirs publics puisqu'ils remboursent à des taux d'intérêt négatifs (pour rappel, on obtient le taux d'intérêt réel en diminuant le taux d'intérêt nominal, c'est-à-dire le taux sur le marché, du taux d'inflation annuelle). Or, la cible officielle de l'inflation en zone euro est de 2%. Vu les niveaux d'inflation qui vont rester supérieurs à cette limite au moins au cours des prochaines années (sans que ce soit réellement un problème car en quoi, un taux d'inflation de 3% représente-t-il un souci majeur pour une économie ?), on peut même estimer qu'emprunter à 10 ans avec un taux d'intérêt de 2,36%⁶⁹ reviendrait sur la longueur à s'acquitter un taux d'intérêt réel quasiment nul ou très faiblement positif.

On peut, au passage, donc établir que la crise économique européenne qui est devant nous correspond à un épisode de démondialisation portant sur les livraisons d'énergie en provenance de la Russie. De ce point de vue, le poids important de l'Allemagne au sein de l'Union européenne a joué un rôle important dans la dépendance aux exportations de produits énergétiques russes. Or, historiquement, il existe un tropisme allemand pour l'Europe centrale et orientale (Russie comprise). Par conséquent, après la Réunification, Berlin a misé sur l'intensification des échanges économiques avec Moscou en guise d'élément décisif de pacification des relations intra-européennes. Si ces choix économiques ont pu être présentés comme un gage de paix, c'est qu'ils correspondaient effectivement à une profonde modification de l'attitude de l'Allemagne dans ses relations avec la partie orientale du Vieux Continent. En effet, du 13^{ème} siècle jusque 1945, l'Allemagne, plus d'ailleurs en tant que nation que formation étatique, a tenté de procéder à une colonisation de l'Europe centrale et orientale. La chute du nazisme et la partition du Reich ont mis fin à cette politique d'expansion territoriale. La création de liens d'interdépendance économique a pris le relais.

⁶⁷ L'Echo, *L'Europe cherche la porte de sortie de sa crise énergétique*, édition des samedi 3 et dimanche 4 septembre 2022.

⁶⁸ Banque Nationale de Belgique, Prévisions économiques 2022-2023, septembre 2022,

⁶⁹ L'Echo, moyenne des taux OLO, 13 septembre 2022.

Derrière cette présentation quelque peu idyllique très en vogue au sein des classes dominantes outre-Rhin, on retrouve une réaffirmation de la puissance allemande sur tout le continent. Cette réorientation des flux d'échange intra-européens n'a clairement, et c'est ce que prouve l'éclatement de la guerre en Ukraine, jamais été de nature à entraîner, côté russe, un abandon d'une stratégie de puissance⁷⁰.

C'est dans ce contexte que des voix, avant tout désireuses, ne nous leurreront pas, de faire diversion sur fond de grogne sociale, font valoir que la libéralisation du secteur de l'énergie en Europe ne peut être tenue pour responsable de nos problèmes puisque cette même politique de dérégulation poserait nettement moins problème aux Etats-Unis. Cette comparaison ne tient absolument pas la route. Il ne faut pas se méprendre.

L'augmentation vertigineuse des prix du gaz et de l'électricité pose naturellement question et conduit les analystes hétérodoxes à mettre sur le grill la libéralisation de l'énergie en Europe. Leurs contradicteurs font parfois valoir qu'elle ne peut, au contraire, être tenue pour responsable de nos soucis actuels puisque cette même politique de dérégulation causerait nettement moins de problèmes aux Etats-Unis. A y regarder de plus près, ce parallélisme s'avère quelque peu boiteux.

Dans la réalité historique, un marché naît rarement de la rencontre aussi spontanée que miraculeuse entre une offre et une demande « libres ». Au contraire, l'émergence d'un marché résulte d'un processus complexe d'institutionnalisation et n'a donc rien de naturel. Par exemple, on peut, à la suite de Karl Polanyi, repérer qu'il a fallu un profond travail de mutation des lois et des systèmes culturels pour que le marché occupe une place centrale dans les sociétés occidentales à partir du XIX^{ème} siècle puisqu'auparavant, le périmètre de l'échange marchand excluait trois domaines cruciaux pour l'accumulation du capital, à savoir la terre, le travail et la monnaie⁷¹. Cette clé de lecture institutionnaliste devrait nous conduire à penser que le marché de l'énergie est sans doute, en fait, aujourd'hui davantage libéralisé en Europe qu'aux Etats-Unis.

En effet, outre-Atlantique, le marché intérieur de l'énergie se caractérise par une déconnexion croissante à l'égard de la production mondiale depuis plus d'une vingtaine d'années. Pour s'en convaincre, on scrutera les bases de données de la Banque mondiale relatives aux importations nettes d'énergies. Au début du siècle, les Etats-Unis importaient près de 30% de l'énergie qu'ils utilisaient. La généralisation des techniques de fracturation hydraulique, fortement encouragées, au demeurant, par le gouvernement, a permis de faire chuter ce niveau de dépendance en 2015 à 7% de l'énergie consommée⁷². Depuis, la tendance à

⁷⁰ John Lough, *Germany's Russia Problem: The Struggle for Balance in Europe*, Manchester University Press, Manchester, 2021.

⁷¹ Karl Polanyi, *La Grande Transformation (1944)*, Editions Gallimard, Paris, 1983 (rééd.)

⁷² Banque mondiale, Importations d'énergie, nettes (% de l'utilisation d'énergie), Etats-Unis, 2022.

l'autonomisation n'a cessé de se renforcer au point que les Etats-Unis sont récemment devenus exportateurs nets d'énergie, une première depuis 1953⁷³.

Pour le dire familièrement, sur le marché de l'énergie aux Etats-Unis, les demandeurs et les offreurs sont tous américains. Telle n'est pas la situation du Vieux Continent, incapable d'organiser un bouclage consommation-production sur son territoire et dont la dépendance au gaz russe a été singulièrement mise en évidence depuis quelques mois. Plus globalement, l'Union européenne dépend de l'extérieur pour 60,6% de sa consommation d'énergie⁷⁴. Or, les ressources énergétiques constituent à la fois des produits commerciaux et des matières premières à caractère géostratégique.

Dès lors, si l'un des grands exportateurs à destination de l'Europe juge bon de défendre ses intérêts nationaux en nous coupant le robinet de l'énergie, la dépendance européenne sautera rapidement aux yeux de tous les observateurs et la raréfaction de l'offre entraînera une augmentation des prix. Cette dernière se trouvera potentialisée du fait de la marchandisation des produits énergétiques inhérente à la libéralisation. En effet, la présence sur un marché structurellement tendu d'acteurs à visées très nettement spéculatives ne pourra, dans ces conditions, que contribuer à aggraver la situation. En raison de cette fragilité structurelle, il est difficile d'affirmer que les conséquences de la libéralisation d'un secteur comme celui de l'énergie se posent dans les mêmes termes chez nous qu'aux Etats-Unis. De surcroît, rien ne dit qu'il faut juger la politique de libéralisation aux Etats-Unis à l'aune de la profonde crise énergétique qui frappe en ce moment l'Europe. En effet, l'absence de choc d'offre prévisible à moyen terme aux Etats-Unis, vu l'autosuffisance énergétique de l'Oncle Sam, ne nous dit en rien que le prix dont s'acquittent les consommateurs outre-Atlantique n'est pas déformé par la concentration du capital. C'est ainsi que des chercheurs ont récemment mis en évidence que la centralisation de la propriété dans le secteur se traduisait, en 2017, par une perte de bien-être de plus de 20% pour les consommateurs américains⁷⁵. Peu important, en fin de compte, les (inévitables) œillères idéologiques des uns et des autres.

A ce stade du développement, on repèrera également que la crise énergétique européenne débouche sur des perspectives de récession de plus en plus claires depuis la fin du printemps, spécialement en Allemagne. Depuis l'entrée en conflit de la Russie avec l'Ukraine et la baisse continue des livraisons de gaz russe (depuis la fin de l'été, l'approvisionnement via le gazoduc NordStream est complètement à l'arrêt), l'économie allemande, dont le modèle de croissance était clairement basé sur des importations énergétiques à faible coût, connaît de sérieuses difficultés. Une sensible diminution du PIB y est anticipée par la Bundesbank (BUBA) pour le quatrième trimestre de cette année ainsi que pour le premier trimestre de 2024.

⁷³ Agence internationale de l'Energie, Annual Energy Outlook (with projections to 2050), 2019.

⁷⁴ Eurostat, Annual data from 2017 to 2021 (calculs propres)

⁷⁵ Bruno Pellegrino, *Product Differentiation and Oligopoly: a Network Approach*, University of Maryland, 21 mars 2021. Url : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3329688. Date de consultation: 20 mars 2022.

Aucun chiffre n'était divulgué à l'occasion⁷⁶. Il semble toutefois que l'économie allemande s'oriente vers une récession de 0,3 à 1,4% en 2023. Les choses pourraient être plus graves puisque ces anticipations représentent une révision à la baisse de 4 points (ce qui est énorme) des prévisions établies au mois de juin⁷⁷. Ces chiffres sont indissociables d'un état de profonde dépendance de l'Allemagne à l'égard du gaz russe. Avant la guerre, la patrie de Goethe dépendait à 55% de Gazprom pour son approvisionnement en gaz. Depuis le mois d'avril, ce chiffre est redescendu à 30% mais les tentatives de substitution fragilisent la stabilité économique de l'économie nationale.

En effet, Berlin se fournit dorénavant en gaz naturel liquéfié à des prix beaucoup plus élevés auprès des Etats-Unis et du Qatar. Il en résulte une forte augmentation du prix des produits énergétiques, électricité comprise. Les coûts opérationnels des entreprises s'alourdissent, spécialement les industries plus énergivores que le secteur des services (cette caractéristique étant habituellement compensée par un plus haut niveau de valeur ajoutée). Dans ce contexte, il est logique que les exportations et les investissements diminuent. Cette spirale négative pourrait se renforcer, du fait des doutes quant à la capacité de l'économie allemande à maintenir sur le long terme un approvisionnement adéquat en gaz. Certes, l'Allemagne est parvenue à atteindre « son premier objectif de stockage, avec un remplissage de 75% des réserves nationales, la cible finale, c'est-à-dire parvenir à un taux de 95% d'ici au 1er novembre, paraît désormais hors de portée »⁷⁸. En tout état de cause, les marchés ne sont pas dupes des chants de victoire entonnés par le gouvernement allemand dans les pages de la presse hégémonique. Pour preuve, les contrats à terme pour le mois de novembre sur le marché néerlandais tel qu'arrêtés au 20 octobre de cette année convergeaient pour le gaz vers un mégawatt-heure situé à hauteur de 150 euros en décembre, soit un niveau bien supérieur aux 128,25 euros des prix spots enregistrés à cette date⁷⁹. Pour situer les choses, un tel niveau des cours correspond à une facture annuelle énergétique se situant entre 6.000 et 7.000 euros pour un ménage moyen en Belgique. Voilà qui ne rassurera évidemment guère les consommateurs allemands dont l'inévitable perte de confiance contribuera à renforcer le climat actuel de morosité économique.

L'Allemagne étant le poumon économique de l'Europe, la récession qui s'annonce outre-Rhin ne pourra que heurter en retour tout le continent. Voilà pourquoi la perspective d'une récession dans la zone euro a atteint son plus haut niveau depuis juillet 2020 précisément parce que les inquiétudes vont grandissantes quant au fait qu'une crise énergétique entraînera, cet hiver, une diminution sensible de l'activité économique. C'est ainsi que les économistes

⁷⁶ Deutsche Bundesbank Monthly Report, August 2022, pp.10-12.

⁷⁷ Ninon Renaud, Mathieu Viviani, « Allemagne: la menace d'une récession en 2023 grandit », *Les Echos*, édition mise en ligne du 12 septembre 2022.

⁷⁸ La Tribune, *L'Allemagne se prépare à entrer en récession*, édition mise en ligne le 19 septembre 2022.

⁷⁹ Dutch TTF Gas Futures, 20 octobre 2022. Date de consultation: 20 octobre 2022. Url: <https://www.theice.com/products/27996665/Dutch-TTF-Gas-Futures/data?marketId=5439161>

interrogés par le magazine financier Bloomberg évaluent désormais la probabilité de deux trimestres consécutifs de contraction en Europe à 80 % au cours des 12 prochains mois, contre 60% il y a encore trois mois⁸⁰.

En ce qui concerne la démondialisation, une des conséquences les plus notables de la crise énergétique qui a suivi la crise ukrainienne a sans doute trait à l'inévitable (et très pertinente) critique de la libéralisation de la production et de la libéralisation de l'énergie. Or, cette dernière a été portée à bout de bras par la Commission européenne qui, au passage, a démantelé un levier économique important des Etats membres. L'échec patent de la libéralisation dont nous sommes aujourd'hui toutes et tous témoins ne pourra que conduire les Etats membres à reprendre des mains de la Commission la conduite des politiques énergétiques. C'est ainsi que Fatih Birol, directeur de l'Agence Internationale de l'Energie, a récemment déclaré que si la crise de l'énergie perdurait sur le Vieux Continent, il existait un risque important que les Etats membres de l'Union européenne diminuent les collaborations avec leurs voisins face aux pénuries à redouter. Il en résulterait alors, selon Fatih Birol, « un scénario signe du Far West ». Même si le continent évitait, toujours d'après Birol, de trop douloureuses surprises en ce qui concerne l'approvisionnement en gaz (il suffit d'un hiver plus rigoureux pour que ce scénario s'effondre comme un château de cartes), l'Europe subirait, malgré tout, un choc important dans les prochains mois, notamment la récession économique ainsi que « des dommages considérables pour le budget des ménages ». De surcroît, la crise pour l'Europe durera également tout au long de l'année 2023, en raison de la stagnation de l'offre mondiale et d'une concurrence accrue pour le gaz naturel liquéfié lorsque la Chine (et ensuite, les autres pays émergents) se trouvera en phase de récupération économique. A ce sujet, le patron de l'AIE se montre particulièrement pessimiste: «Lorsque nous examinons la situation, il n'y a pas beaucoup de nouveaux projets gaziers alors les pipelines de la Norvège, de l'Algérie et de l'Azerbaïdjan sont proches de leur capacité maximale. Ce sera une autre période difficile »⁸¹.

Une Union européenne en crise pour avoir laissé, durant des années, la Commission outrepasser, et pas qu'un peu, le périmètre des compétences que lui reconnaissent les traités européens, c'est évidemment un mauvais présage pour la mondialisation dont les institutions européennes constituent, depuis si longtemps, le cheval de Troie sous nos latitudes. Pour s'en convaincre, il suffit de passer en revue le nombre de traités de libéralisation commerciale qui ont été avalisés par la Commission européenne mais refusés par les parlements des Etats membres.

Pour autant, il ne faut pas céder à un discours unilatéral qui ferait de l'Europe occidentale l'unique victime des sanctions qu'elle impose à la Russie. Si ces dernières étaient

⁸⁰ Carolynn Look and Harumi Ichikura, *Euro-Area Recession Now Looks Almost Inevitable to Economists*, Bloomberg, édition du 19 septembre 2022.

⁸¹ Financial Times, *Energy crunch threatens to shatter European unity, warns IEA boss*, édition du 22 septembre 2022.

parfaitement inopérantes, on se demande bien pourquoi Moscou en exigerait le démantèlement le plus rapidement possible, quitte à soumettre l'Union européenne au chantage de la fourniture de gaz depuis le début de l'été. Bien sûr, et il est impossible de le nier, l'Europe occidentale souffrira des répercussions de la grande crise géopolitique et économique actuellement en cours. Jusqu'à présent, l'impact récessif de la crise en cours sera, dans les calculs de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE), limité dans les pays voisins de l'Allemagne. Des taux de croissance sérieusement revus à la baisse caractériseront ces économies au cours des 18 prochains mois.

Pour la France, la croissance attendue l'an prochain sera de 0,6% (contre 0,4% en Italie et 1,5% en Espagne). En outre, la détérioration des données relatives à la croissance est susceptible de s'aggraver dans les mois qui viennent. En effet, plusieurs facteurs exercent une pression à la baisse sur le dynamisme économique mondial, à commencer par le mouvement de resserrement des taux qui, via la compression de la demande de crédits, décourage tant l'investissement que la consommation. Les niveaux d'inflation des derniers mois ont également mis à mal, d'après l'OCDE, le revenu réel des salariés en Europe, ce qui a eu pour conséquence de plomber la consommation et partant, le niveau des investissements des entreprises. On retiendra également que si un hiver plus rude et/ou des avaries techniques frappaient durement le Vieux Continent, la pénurie de gaz, liée aux difficultés d'approvisionnement en provenance de la Fédération de Russie, pourrait s'accroître, provoquant une nouvelle flambée des cours et plombant davantage la croissance en Europe⁸². C'est le scénario sur lequel misent déjà des analystes économiques aux Etats-Unis en pointant pour certains d'entre eux un risque de récession pour l'économie européenne comparable à l'onde de choc de 2009, c'est-à-dire -5% de PIB⁸³. Par comparaison, on vérifiera en scrutant d'un peu plus près les chiffres fournis par l'OCDE que dans tous les pays du monde, la croissance 2023 sera inférieure à celle de 2022, sauf en Chine. En ce qui concerne l'Empire du Milieu, l'OCDE anticipe une croissance de 3,2% du PIB en 2022 et de 4,7% en 2023. Soit dit en passant, le dirigisme économique et un secteur public fort ne sont donc pas trop mauvais pour les affaires.

En tout état de cause, les perspectives économiques sont peu engageantes pour toute l'Europe, y compris la Russie. Par exemple, on retiendra que la Russie connaîtra une récession plus profonde cette année (-5,5%) et l'année prochaine (-4,5%) que l'Union européenne. Certes, l'augmentation des cours du gaz et du pétrole a permis à la Russie d'accumuler des devises. Cette thésaurisation permettra, le cas échéant, au gouvernement en place à Moscou de subsidier une partie de la consommation populaire. Sachant qu'au second trimestre 2019, 49,4% des familles russes déclaraient disposer des ressources suffisantes pour la nourriture et les habits, mais n'être pas en mesure pouvoir acquérir des biens durables (équipements électroménagers, voiture, ordinateur personnel, etc.), un soutien monétaire des autorités centrales devrait conduire une partie significative de ces foyers à estimer que cette crise sera

⁸² Perspectives économiques de l'OCDE, « Payer le prix de la guerre », Rapport intermédiaire, septembre 2022.

⁸³ Bloomberg, « Europe's Gas Crunch Could Shrink Its Economy as Much as 5% », 27 septembre 2022.

finalement moins dure que celle qui a sévi sous la présidence de Boris Eltsine, l'ami de l'Occident⁸⁴.

Cela dit, il n'en reste cependant moins que les intrants technologiques dont a besoin l'industrie russe ne sont plus, pour l'heure, importables, en raison des sanctions, depuis les Etats membres de l'OCDE (que l'on songe, par exemple, au retrait de Russie du groupe Renault). A terme, de sérieux problèmes fonctionnels sont susceptibles de miner le développement industriel de la Russie. Dans cet ordre d'idées, si l'on prolonge sur 5 ans le niveau de récession de l'économie russe anticipé par l'OCDE pour 2022 et 2023, on obtient une diminution du PIB de l'ordre de près de 20% à prix constants de 2022 à 2026. Il s'agit là d'une profonde destruction de capital qui conduira à une augmentation importante du chômage. On ne peut donc guère affirmer que la Russie n'est pas affectée par le programme de sanctions. On peut, dès lors, anticiper que la Russie s'associera davantage encore avec la Chine à l'avenir, spécialement lorsque cette dernière aura rattrapé le niveau de valeur ajoutée des grands pays industrialisés. Cette hypothèse n'a cependant rien d'évident dans la mesure où on peut se demander dans quel état de délabrement se trouvera l'appareil industriel russe d'ici 5 ans.

De surcroît, peut-on affirmer sans hésiter que la Chine appuiera inconditionnellement la Russie durant tout ce temps ? Après tout, la montée en gamme de l'économie chinoise sera fonction du développement des Routes de la Soie dont une des fonctions consiste à booster le développement (et donc le pouvoir d'achat) de pays partenaires de la Chine. Or, il se trouve que les répercussions économiques de la crise ukrainienne ne vont pas sans perturbations majeures du commerce international. Par conséquent, les possibilités de valorisation des Routes de la Soie s'en trouvent compliquées et c'est évidemment un ennui majeur pour Pékin. Pour situer l'ampleur des enjeux, on commentera un indicateur mesurant l'activité commerciale *stricto sensu*, c'est-à-dire l'indice Harpex calculé par l'affréteur Harper-Petersen & Co. L'Harpex a pour fonction de refléter le taux d'occupation effectif des porte-conteneurs. On s'aperçoit que l'indice Harpex a beaucoup baissé au cours du dernier semestre. Il est passé de 4.600 points à la fin du mois de mars à 2.600 euros à la fin septembre de cette année. Il s'agit là ni plus ni moins d'une diminution de 44,5%⁸⁵.

Jusqu'à présent, nous sommes restés dans le cadre macroéconomique global anticipé et souhaité par les banquiers centraux, à savoir une diminution de l'inflation après augmentation du niveau des taux directeurs entraînant une augmentation du chômage et partant, des revendications salariales. On retiendra, dans cette veine, l'interview donnée récemment au journal Les Echos par Patrick Artus, conseiller économique de Natixis. Selon ce dernier, les banques centrales doivent amplifier la dynamique de resserrement monétaire « afin de réduire la pression salariale et ralentir la croissance, seule façon de dompter réellement la hausse des

⁸⁴ Rosstat, Service fédéral des statistiques de Russie, cité par Daniel AC Mathieu, Mediapart, 29 octobre 2019.

⁸⁵ Harper Petersen & co, Harpex Index, Url: <https://www.harperpetersen.com/#harpex>. Date de consultation: 27 septembre 2022.

prix »⁸⁶. Si ce choix politique devait cependant déboucher sur une récession de l'économie mondiale, bien des révisions déchirantes devraient s'opérer. On creusera cette hypothèse en s'intéressant aux contradictions et fragilités de l'économie américaine.

Etats-Unis : le calme avant la tempête ?

Si des soubresauts importants devaient caractériser le secteur financier états-unien au cours des prochains mois, la crise en cours pourrait s'approfondir au point de menacer la stabilité économique mondiale. A l'heure où ces lignes étaient rédigées, l'indice Dow Jones plaçait la bourse de New York dans une perspective significativement baissière avec une diminution de plus de 20% par rapport à son dernier pic de janvier dernier. A 29.261 points, le Dow Jones se retrouvait à son niveau de novembre 2020⁸⁷. De surcroît, et ce n'est pas pour rassurer les marchés outre-Atlantique, le relèvement des taux d'intérêt a eu pour effet collatéral de booster le cours du dollar face aux autres devises, avec à la clé le risque de pénaliser les exportations américaines et au contraire, de favoriser les importations. Dans un pays où le déficit du commerce extérieur constitue une donnée structurelle de la vie économique depuis des décennies, ce type d'occurrences n'est pas sans risques puisque l'économie américaine dépend de financements de l'extérieur pour assurer le rééquilibrage de sa balance courante.

Par conséquent, le raffermissement des taux est susceptible de coûter cher à l'économie américaine dans un proche avenir. Si l'on scrute l'évolution de la balance courante des Etats-Unis sur trois ans, on s'aperçoit que le déficit de juillet 2002 était le plus élevé pour l'année en cours, à l'exception de celui du mois de janvier, avec un solde débiteur de 250 milliards de dollars. Si les chiffres de l'été 2022 en ce qui concerne le déficit de la balance courante des Etats-Unis marquent une amélioration par rapport au printemps 2022, on peut raisonnablement douter du prolongement de cette trajectoire. En effet, la devise chinoise, le yuan, est en nette baisse face au dollar depuis le début de la politique de normalisation monétaire décidée par la Fed. Le mercredi 28 septembre 2022, le yuan s'est déprécié au point de terminer à son plus bas niveau face au billet vert depuis la crise de 2008. Or, comme nous l'avons déjà vu, la croissance du PIB chinois va repartir à la hausse dès 2023, cela signifie que le niveau de la production va augmenter et ce surplus productif sera bon marché en dollars car la Banque populaire de Chine (BPC), au lieu d'opter comme ses homologues occidentales pour un resserrement monétaire, a décidé de baisser le loyer de l'argent au mois d'août de cette année. A la fin du mois de septembre, la BPC précisait que ce mouvement de relaxation monétaire était loin d'être terminé. C'est ainsi qu'à la fin du mois de septembre, la BPC annonçait *urbi et orbi* que les taux d'intérêt actuels de la Chine étaient raisonnables et laissaient une marge de manœuvre pour une action politique future »⁸⁸. De ces déclarations,

⁸⁶ Les Echos, édition du 23 septembre 2022.

⁸⁷ Les Echos, édition du 27 septembre 2022.

⁸⁸ Bloomberg, *China's Central Bank Signals It Has Policy Space to Ease*, article mis en ligne le 21 septembre 2022.

on peut conclure que la baisse des taux en Chine pourrait reprendre au cours des prochains mois.

Ce type de décisions ne sera pas sans conséquences sur la balance des paiements des Etats-Unis puisque la Chine, même en 2020 alors que l'Empire du Milieu était frappé de plein fouet par la crise de la Covid et les fermetures de sites de productions occasionnées par la pandémie, était la première source d'importations des Etats-Unis (19,5% des importations américaines) devant les partenaires de l'Accord de libre-échange nord-américain (Aléna), à savoir le Mexique et le Canada (respectivement 14,5% et 11,8% des importations des Etats-Unis)⁸⁹. Il devient évident, vu la reprise de la production en Chine l'année prochaine, d'une part et la dépréciation du yuan, d'autre part, que la balance courante des Etats-Unis, un grand consommateur au sein de l'économie mondiale, va se détériorer à l'égard de l'atelier chinois du monde. On constate également un mouvement d'appréciation similaire du billet vert à l'égard du dollar canadien (+7% en un an). Pour l'heure, la dynamique d'appréciation à l'égard du peso mexicain reste limitée (1% en un mois) mais pourrait s'intensifier dans les mois qui viennent.

En effet, le pessimisme des investisseurs les conduit de plus en plus à se détourner des actifs risqués car les analyses économiques laissent entrevoir de plus en plus clairement une récession mondiale de grande ampleur. Il est vrai que l'appréciation du dollar place en délicate posture les devises de pays dont le niveau d'endettement extérieur en dollars est important. C'est indéniablement le cas du Mexique, depuis que le dollar approche des sommets jamais vus depuis 1985 en raison des relèvements de taux opérés par la Fed pour lutter contre l'inflation. Pour information, la dette extérieure du Mexique représentait 34% du PIB du pays l'année dernière⁹⁰. En cas de récession, un scénario de plus en plus prévisible, ce ratio ne fera qu'augmenter. Voilà évidemment pourquoi les marchés US parient aujourd'hui sur une dépréciation du peso⁹¹. La perte de compétitivité de l'économie des Etats-Unis, suite à l'appréciation du dollar, resterait supportable si cette tendance haussière ne se doublait d'une grosse inquiétude quant à la capacité réelle des acteurs US à supporter une hausse des taux.

Faisons le point. La hausse actuelle du dollar (et nous verrons qu'elle n'est pas près de s'arrêter) renforce l'économie des Etats-Unis en tant que pôle de consommation de produits fabriqués à l'étranger. Partant, elle déforce la compétitivité à l'exportation des industries états-uniennes. Cet état de choses influe sur la rentabilité des entreprises cotées à Wall Street. Des calculs effectués par la banque Morgan Stanley estiment que l'impact de l'appréciation du billet vert se traduira par une baisse du niveau des profits de 10% au

⁸⁹ The Observatory of Economic Complexity (OEC), United States of America, Url: <https://oec.world/en/profile/country/usa?>. Date de consultation: 29 septembre 2022.

⁹⁰ CEIC Data, Mexico's External Debt: % of GDP from 2002 to 2021, Url: <https://bit.ly/3y46RiG>. Date de consultation: 29 septembre 2022.

⁹¹ Nikkei Asia, *Superstrong dollar threatens debt crisis across emerging economies*, édition mise en ligne le 2 septembre 2022.

quatrième trimestre 2022 (pour celles de l'indice actions S&P 500). Or, le risque de déceptions cet automne sur les bénéfices des entreprises américaines cotées est jugé élevé, à l'image de l'effondrement récent en Bourse du géant de la logistique Fedex dont la cotation, de la mi-août à la fin septembre 2022, avait perdu plus de 30%.

Une nouvelle crise financière d'envergure est-elle envisageable, quatorze après celle des emprunts *subprimes* de 2008-2009? C'est l'avis de Morgan Stanley, qui redoute les retombées de l'envolée spectaculaire du dollar (+22% sur un an face à l'euro !) depuis juin dernier. L'ampleur de la hausse du billet vert rend « intenable » la situation pour les actions et les autres actifs à risque, d'après la banque américaine. Le dollar fort, qui menace l'économie américaine, a souvent favorisé des crises financières dans le passé. Selon Morgan Stanley, les conditions sont actuellement réunies pour un nouveau choc. Déjà, l'appréciation du dollar rognera les profits des sociétés cotées à Wall Street, à hauteur de 10% au quatrième trimestre, d'après les calculs de la banque. Le risque de déconvenues concernant les bénéfices des entreprises américaines cotées commence, pour l'heure, à se matérialiser, à l'image des déboires en Bourse de Fedex, le géant US actif dans la logistique. Plus largement, Morgan Stanley estimait, fin septembre 2022, que la montée du dollar fera pression à la baisse sur l'indice actions S&P 500. Ce dernier devrait se situer entre 3.000 et 3.400 points d'ici le début de 2023⁹². Pour le détail, il s'agit d'une baisse particulièrement impressionnante de l'ordre de 22% puisque l'indice S&P 500 dépassait de peu les 4.100 points au mois d'août de cette année.

Un des ressorts de l'impressionnante remontée du billet vert repose sans doute sur des facteurs davantage géopolitiques que monétaires *stricto sensu*. En effet, la vigueur du dollar vis-à-vis des autres monnaies de référence a de quoi surprendre puisque les autres grandes banques centrales de par le monde (à l'exception, par ailleurs notable, du Japon) resserrent vigoureusement leurs taux. Théoriquement, cette politique de taux forts aurait dû être de nature à profiter à d'autres devises que le billet vert puisque la remontée du loyer de l'argent garantit précisément la rémunération des placements effectués dans les monnaies concernées.

Cette force du dollar vis-à-vis des autres grandes devises peut à première vue étonner dans la mesure où les grandes banques centrales durcissent fortement, tout comme la Fed, leurs politiques monétaires. Or, en théorie, il devrait résulter des effets bénéfiques pour les devises de ces pays puisque la hausse des taux améliore la rémunération des placements effectués dans les monnaies concernées. Il n'en est rien. Il faut, pour comprendre ce paradoxe, revenir sur la valeur géostratégique du dollar en tant que valeur refuge. En période de fortes tensions susceptibles de remettre en cause l'architecture des relations internationales, on a déjà pu constater que l'épargne accumulée aux quatre coins du monde se convertissait en dollars. C'est ce qui s'est produit, par exemple, lors de la première Guerre du Golfe. A l'époque, les analystes s'attendaient à une remontée des cours de l'or, valeur refuge par excellence. Au lieu de cela, c'est le cours du billet vert qui a été dopé par la conjoncture internationale, et cela en

⁹² Capital, « Le dollar s'envole. Morgan Stanley brandit le spectre d'une crise financière mondiale », édition mise en ligne du 27 septembre 2022.

dépité du fait que l'administration Bush Senior n'avait, à cette époque, apporté aucune réponse crédible aux problèmes des déficits jumeaux du commerce extérieur, d'une part, et du budget, d'autre part, des Etats-Unis. Le même type de réflexes semble aujourd'hui gagner la planète.

Dès lors, il apparaît plutôt contreproductif de relever les taux d'intérêt pour compenser la dépréciation face au billet vert puisque cette dernière repose fondamentalement sur des données extra-économiques. Pour rappel, les dépenses militaires des Etats-Unis classaient l'Oncle Sam en tête des puissances mondiales pour ce qui est de l'armement et représentaient 39% du total mondial en 2020⁹³. Ces dernières années ont, d'ailleurs, été caractérisées par des augmentations successives. Elles sont principalement dues aux « menaces perçues par les États-Unis de la part de concurrents stratégiques comme la Chine et la Russie, ainsi que la volonté de l'ancien président américain Donald J. Trump de renforcer ce qu'il considérait comme une armée épuisée »⁹⁴. Donc, pour l'heure, les investisseurs paient, pour le dire familièrement, la protection du parapluie militaire américain en achetant des dollars. En d'autres termes, vouloir résister aux pressions venues de la montée du dollar par l'augmentation de taux directeurs constituera une réponse de portée limitée face à la hausse du billet vert puisqu'aucun Etat sur cette planète ne peut, pour l'heure, rivaliser avec la puissance militaire américaine.

La remontée des taux actuellement en cours (on pourrait, d'ailleurs, parler de guerre des taux entre banques centrales) n'est sans doute pas de taille, dans un monde aussi convulsé que le nôtre, à rassurer les investisseurs. Par conséquent, les résultats qu'obtiendra la BCE, avec sa politique des taux forts, sera profondément ambivalent. En effet, si d'un côté, ce mouvement de resserrement de l'offre monétaire se traduira inévitablement par un effet de pression à la baisse sur l'inflation à partir de la deuxième moitié de l'année 2023 en Europe, on peut d'ores et déjà anticiper que ce mouvement de désinflation, toute relative au demeurant, n'aura pas fondamentalement pour cause le relèvement de l'euro face au billet vert. En dépit des remontées de taux opérées par la BCE, l'euro a perdu près de 12% face au dollar depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine. La modération de l'inflation en Europe ne proviendra pas d'un raffermissement de la monnaie commune européenne face au billet vert mais plutôt d'un affaiblissement de l'économie du Vieux Continent puisque le relèvement des taux aura pour effet de déprimer la demande en relevant le loyer de l'argent et donc en faisant pression à la baisse sur la consommation et l'investissement.

A y regarder de plus près, la BCE a désespérément besoin d'une sérieuse révision de son analyse. Si l'inflation est élevée, c'est d'abord parce que la Russie, comme les Etats membres de l'OPEP au milieu des années 1970, se sert de l'arme énergétique pour renforcer sa position dans sa partie de poker avec les Occidentaux. Dans ce contexte, les hausses de taux ne feront pas baisser, comme par magie, le prix du gaz en Europe. Elles se solderont très vraisemblablement par une déprime de l'activité économique et partant, favoriseront la

⁹³ GRIP, Dépenses militaires, production et transferts d'armes, Compendium 2021, p.9.

⁹⁴ GRIP, Idem, p.10.

récession de la zone euro. A vrai dire, tout se passe comme si l'ensemble des banques centrales de la planète redécouvraient, comme à tâtons, que derrière le statut de réserve d'une monnaie se lovent des facteurs de puissance de nature *stricto sensu* politique et pourtant, décisives, comme l'arsenal militaire d'un pays. Voilà pourquoi aujourd'hui, alors que le monde entier renoue, comme au milieu des années 1970, avec une frayeur, bien légitime, devant l'usage potentiel de l'atome militaire, le dollar a progressé face à toutes les grandes devises du monde, de l'euro au yuan en passant par la roupie indienne, le réal brésilien et le yen japonais. Une seule exception à ce tableau: le rouble russe. On se gardera pourtant bien de qualifier cette progression de « victoire économique pour la Russie ». En effet, vu la situation de conflit et de sanctions, le commerce extérieur de la Russie avec les Occidentaux est bloqué de sorte que la devise nationale s'apprécie face au billet vert puisque le pays doit sortir moins de roubles pour acquérir des dollars. Mais on signalera également que des pénuries d'approvisionnement sont déjà apparues en Russie. Ces dernières résultent des sanctions, entraînant au passage une forte inflation. Cette année, d'après la Banque de Russie, l'inflation annuelle devrait se situer entre 11 et 13%⁹⁵.

Au total, si toutes les grandes banques centrales décident de relever leurs taux en même temps sans effet en termes d'amélioration notable du cours de leurs devises face au billet vert et entrent en récession, il est logique d'anticiper pour l'année prochaine le scénario qui suit. Si les pénuries dues aux tensions sur les chaînes de valeur et la pression en faveur des salariés sur les marchés du travail perdurent, ces rehaussements de taux pourraient placer l'inflation mondiale sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) aux alentours de 5% en 2023, ce qui est très raisonnable. Toutefois, si l'intention des banquiers centraux est de ramener l'inflation à un niveau de 2%, les taux d'intérêt devront encore être relevés d'au moins deux points de pourcentage supplémentaires. Et c'est ici que le bât blesse car si la croissance mondiale devait trop souffrir, on pourrait surgir des tensions déstabilisantes sur les marchés financiers. A ce propos, la banque mondiale tablait sur une croissance du PIB mondial patinant au niveau de 0,5% en 2023, soit une contraction de 0,4% par habitant qui équivaldrait à la définition technique d'une récession mondiale. Cette dernière serait, d'ailleurs, comparable, en ce qui concerne son ampleur, à celle qui est survenue il y a une trentaine d'années, au début des années 1990⁹⁶.

Et c'est ici qu'existe un danger en retour pour l'économie américaine. Pour s'en convaincre, il nous faut discerner quelle serait l'ampleur d'une récession mondiale comme celle du début des années 1990 sur le système financier contemporain. On partira de l'hypothèse que plus les acteurs au sein d'une économie donnée sont endettés, plus ils sont fragilisés devant la survenance d'un épisode récessif du fait de l'importance de leurs passifs, cette dernière

⁹⁵ Bank of Russia, Bank of Russia cuts key rate by 50 bp to 7.50% p.a., 16 septembre 2022. Date de consultation : 2 octobre 2022.

⁹⁶ Justin Damien Guénette, M. Ayhan Kose, and Naotaka Sugawara, « Is a Global Recession Imminent? » in Equitable Growth, Finance, and Institutions Policy Notes (EFI Policy Notes n°4), World Bank Group, septembre 2022, p.27.

donnée impliquant une plus grande sensibilité des acteurs à des pertes de revenu provenant d'un tarissement de la croissance. En 1991, la dette privée aux Etats-Unis représentait près de 125% du PIB contre 224,7% en 2021. Une croissance à ce point rapide de la dette privée est de nature à entraîner des crises financières. C'est ainsi que la croissance galopante de la dette privée a entraîné la crise des emprunts *subprimes* de 2008 aux États-Unis, la crise de l'immobilier japonais de 1991 et la crise de 1997 dans toute l'Asie, pour ne citer que trois exemples restés célèbres.

En 1991, nous savons que la diminution du PIB a été de 2,09% pour une économie américaine dont les acteurs privés étaient endettés à hauteur de 125 points de PIB. En terme d'impact sur la santé économique des Etats-Unis, une baisse identique du niveau du PIB, mais frappant cette fois des acteurs économiques endettés pour l'équivalent de 225% du PIB, correspondra plutôt à un impact équivalent à une diminution de PIB de l'ordre de 3,762% si l'on prend comme échelle de référence l'endettement moyen privé de l'année 1991. Si l'on rapporte ce choc à celui de la crise de 2007-2008, nous avons à comparer pour cette époque une dette privée de l'ordre de 227% avec une diminution de l'ordre de 4,3% entre son sommet du 4e trimestre 2007 et son creux du 2e trimestre 2009. La crise qui vient sera donc deux fois plus dure que celle du début des années 1990 tout en se situant à plus proche de celui (mais quoiqu'inférieur) de la Grande Récession de 2007-2009.

Cette approche quantitative (certes, confessons-le, fort rudimentaire) n'a pas d'autre ambition que de donner des ordres de grandeur visant à situer l'amplitude du choc à venir pour l'économie des Etats-Unis. On repèrera également que les structures de financement de l'économie ont beaucoup évolué depuis la Grande Récession de 2007-2009. Face aux entreprises de régulation du secteur bancaire, on a vu se multiplier des structures plus opaques que l'on regroupe sous l'appellation un peu mystérieuse de finance de l'ombre (ou *shadow banking*). Cette dernière (également désignée sous le nom d'« intermédiation financière non-bancaire ») « désigne un système de collecte de fonds et d'octroi de financements impliquant des acteurs qui n'appartiennent pas au système bancaire traditionnel, bien qu'ils puissent conduire des activités similaires à celles des banques »⁹⁷. De nos jours, les activités de l'intermédiation financière non-bancaire (IFNB) mobilisent 48% des actifs financiers dans le monde (soit 60.000 milliards de dollars). Le secteur du *shadow banking* ne jouit pas, contrairement aux banques classiques, de la possibilité de création monétaire via l'octroi de prêts. Les acteurs de la finance de l'ombre travaillent à partir de la collecte de fonds auprès des épargnants-investisseurs. Les fonds ainsi constitués sont investis sur les marchés mais peuvent également faire l'objet de prêts à différents acteurs économiques.

Le développement de l'IFNB va de pair avec le renforcement des régulations ayant trait à l'intermédiation bancaire classique qui a visé à limiter la prise de risques des banques en augmentant les exigences de fonds propres dans le chef de ces dernières. Le développement de l'IFNB a permis au capital financier de s'émanciper de ces contraintes avec le risque

⁹⁷ Banque de France, *Shadow banking ou Intermédiation Financière Non-Bancaire (IFNB)*, fiche de synthèse, septembre 2022.

d'entraîner, en cas de forte chute des marchés, la multiplication des faillites de ce type de structures.

Dans une interview accordée au Times cet été, monsieur Claudio Borio, chef du département monétaire et économique de la BRI, a déclaré que les acteurs de l'IFNB, et ceci comprend les fonds spéculatifs, les fonds de pension ainsi que les sociétés de capital-investissement, sont collectivement confrontés à une crise de liquidité continue qui a, en réalité, commencé en mars 2020 au moment du confinement. « Il y a un souci de liquidité qui a éclaté en mars 2020 et nous ne pouvons pas exclure de nouvelles possibilités de tensions dans le secteur bancaire parallèle », a déclaré Claudio Borio⁹⁸. Ce sombre avertissement faisait suite à l'effondrement d'Archegos Capital Management, une structure valant plusieurs milliards de dollars et créée pour gérer des fonds appartenant au milliardaire américain Bill Hwang. La faillite du fonds spéculatif appartenant à l'oligarque américain avait rejailli sur plusieurs banques d'investissement, dont Goldman Sachs, Morgan Stanley et Crédit Suisse, et leur ont fait perdre des milliards en quelques jours.

Ces craintes ont été confirmées, à la rentrée, par Larry Summers, ancien Secrétaire au Trésor entre 1999 et 2001 de l'administration du président Bill Clinton dans un entretien au magazine économique Bloomberg : « Je suis préoccupé par le système bancaire parallèle et les situations en dehors du système bancaire où il pourrait y avoir des risques importants », en cause une insuffisance des mécanismes régulateurs dans ce segment du capital financier⁹⁹.

Si l'on ajoute ce risque (inexistant en 1991) à celui de défauts de paiement en série de la part de pays émergents, on commence à comprendre qu'une récession, même d'ampleur modeste, pourrait avoir des répercussions pour le moins funestes sur les structures du capital financier mondialisé. Pour autant, les Etats-Unis ne sont pas au bout de leurs surprises car la crise, qui s'annonce en Europe, aura fatalement des répercussions mondiales. En effet, la profondeur de la récession qui est là devant nous serait, d'après certaines sources, comparable au choc de l'après 2008 si l'hiver s'avère particulièrement rigoureux. Dans ce cas, l'impact de la récession serait de l'ordre de 5 points de PIB en Europe. Un tel niveau de recul de l'activité ne sera évidemment pas sans conséquences sur l'économie mondiale puisque l'Union européenne représente le premier marché de consommation au monde.

En cas de récession plus importante que ce qui est prévu, l'impact sur les ménages américains se présentera comme suit. On peut s'attendre à ce que le secteur financier US soit sérieusement touché par la vague de défauts de paiement parmi les pays émergents mais aussi par une fragilisation accrue de la finance de l'ombre aux Etats-Unis (ces deux tendances résultant du mouvement de remontée des taux actuellement en cours). La probabilité de la survenance d'une crise financière sera d'autant plus importante en cas de long hiver en Europe, auquel cas la pénurie de gaz fera sentir ses effets de manière particulièrement

⁹⁸ Times, *Aggressive interest rate increases risk crisis in shadow banking sector*, 27 juin 2022.

⁹⁹ Bloomberg, *Summers Sees Heightened Risk of Market Breakdowns*, 28 septembre 2022.

déstabilisante pour l'économie européenne. Plus cette dernière plongera, plus l'onde de choc de l'entrée en récession du premier marché de consommation au monde affectera le niveau de croissance de l'économie mondiale, spécialement chez les pays émergents (nettement plus dépendants de leur commerce extérieur pour ce qui est de la bonne tenue de leurs économies). L'affaiblissement de leur croissance va accentuer les difficultés de remboursement de leurs dettes extérieures.

Au total, les indices boursiers vont plonger. Or, les ménages américains sont plus qu'en Europe dépendants de la Bourse pour ce qui est de la détermination de leur niveau de vie. Par exemple, alors qu'en Europe, le secteur des retraites est essentiellement le fait de systèmes socialisés par répartition, aux États-Unis, en revanche, les pensions sont financées via un système par capitalisation. Les fonds de pension placent bien évidemment les primes recueillies auprès de leurs membres à Wall Street. C'est le rendement de ces placements qui détermine, *in fine*, le niveau des retraites. Si la bourse baisse, le niveau de vie des ménages américains sera également orienté à la baisse, ce qui affectera à la baisse leurs moyens sociaux d'existence et partant, leurs possibilités de consommation.

En cas de propagation d'une crise financière, on pariera sur une répétition des suites de la crise financière de 2007-2008. A cette époque, la Chine avait, par un vaste programme de dépenses publiques, alimenté la croissance mondiale et son importance dans la hiérarchie des grandes puissances mondiales en était ressortie rehaussée. On voit déjà, à ce propos, la Banque populaire de Chine afficher une orientation de politique monétaire davantage soucieuse de maintien de la croissance que de maîtrise des prix comme si elle s'apprêtait, une fois de plus, à réactiver l'économie mondiale. Comme la mondialisation constitue, depuis la chute du mur de Berlin et la désagrégation du bloc soviétique, une forme d'américanisation du monde, tout processus d'affirmation d'une puissance rivale aux États-Unis susceptible, comme c'est le cas de la Chine, de constituer un contre-modèle au néolibéralisme financiarisé états-unien met à mal le projet d'unification globalisante du monde sous hégémonie américaine. Il s'agit là bien évidemment d'un facteur de démondialisation.

Plus profondément, on ne peut qu'être frappé devant la multiplication des innovations politiques de nature interventionniste en Europe qui, de la taxation des surprofits des grands groupes de l'énergie à la mise en œuvre de prix plafonnés du gaz ou de l'électricité, constituent de fâcheuses exceptions au consensus néolibéral. Les réorientations qui émergent de nos jours vont plutôt à contre-courant des vieilles recettes néolibérales. A ce sujet, on relèvera avec intérêt l'interview de la politologue Catherine Fieschi dans les pages l'Echo: "Les échanges commerciaux entre la Russie et l'Europe sont terminés pour toujours. La seule façon de tenir pour les gouvernements, c'est de faire de l'interventionnisme à tout crin. Et que l'UE le soutienne, quoiqu'il en coûte. Il va falloir montrer qu'il ne relève pas d'un héroïsme superflu. Il va falloir prouver que cet héroïsme paie et qu'on peut se l'offrir »¹⁰⁰. Bigre, on a, dans le passé, connu une presse hégémonique moins portée sur le lyrisme.

¹⁰⁰ Interview de Catherine Fieschi, L'Echo, édition des 1,2 et 3 octobre 2022.

Bien sûr, il se trouvera toujours un gouvernement, à l'instar de celui de madame Borne en France, pour lancer un grand projet de réforme néolibérale, comme celui, par exemple, des retraites. Cela dit, gare au gouvernement qui échouerait à imposer un seul point de cet agenda régressif connu de longue date, il se pourrait que le mouvement de résistance qui l'a mis en échec fasse tache d'huile à travers toute l'Europe. Pour l'heure, les grèves en cours dans les raffineries françaises pourraient servir de catalyseur à un tel réveil du mouvement social.

Une éventuelle reconfiguration des politiques économiques allant dans un sens plus clairement interventionniste et plus redistributif, à rebours des prescrits de la mondialisation néolibérale, répond, en fin de compte, plutôt bien, et la chose pourrait s'avérer décisive dans les mois et années à venir, à la double contrainte qui enserme, pour l'heure, les gouvernements de l'Union européenne. Comme nous l'avons vu, le relèvement des taux d'intérêt peut conduire à faire baisser l'inflation mais en mettant en péril, au titre des dommages collatéraux, le taux de croissance. Symétriquement, une augmentation des déficits et une baisse du niveau du loyer de l'argent sera de nature à soutenir la croissance tout en laissant la bride sur le cou à l'inflation. Pour sortir de cette quadrature du cercle, une augmentation des impôts sur les tranches supérieures de revenus et de patrimoine accompagnée d'une taxation des surprofits réalisés par les oligopoles du secteur énergétique constitue une piste de solution dans la mesure où elle permet de soutenir le pouvoir d'achat des ménages les plus touchés par l'inflation sans pour autant, augmenter le niveau général de la demande, ce qui aurait pour effet de renforcer la pression sur des chaînes de valeur encore très tendues du fait des pénuries que la guerre en Ukraine n'a fait que renforcer. Il s'agit là de l'analyse développée depuis un certain temps déjà par la gauche de transformation sociale en Europe et plus récemment par Philip Lane, le chef économiste irlandais de la Banque centrale européenne (BCE)¹⁰¹.

On pourra toujours objecter que l'emprise des marchés sur nos Etats reste puissante (ce qui est indéniable). Mais peut-on, à partir de ce constat, poser comme indépassable le néolibéralisme? Attention, en la matière, à la confusion entre deux niveaux de sens. Décrire nos sociétés comme asservies à des finalités d'accumulation de surplus économique ne permet pas de statuer *a priori* quant au caractère éventuellement néolibéral des politiques économiques menées par un pays ou d'un ensemble d'Etats-nations rassemblées à la manière de l'Union européenne. A la limite, on fera valoir qu'une société qui mettrait en œuvre une planification centralisée sur le mode des plans quinquennaux soviétiques d'autrefois ne serait pas totalement émancipée de l'échange marchand puisque précisément, elle encadrerait, mais sans jamais les abolir, les transactions monétaires. En tout état de cause, si l'on assimile purement et simplement toute forme de mise en œuvre de régulations publiques au service de la constitution d'un surplus économique à un cadre néolibéral, il faudrait alors conclure que l'Union soviétique était un pays néolibéral. On reconnaîtra, au passage, la pente naturelle du discours décroissant. La chose est absurde évidemment. Pourtant, il est possible d'entendre ce genre d'inepties à la radio de nos jours. Il en sera sans doute toujours ainsi que tant que les

¹⁰¹ Guillaume de Calignon, « La BCE favorable à la taxation des plus aisés et des superprofits des entreprises », *Les Echos*, édition mise en ligne le 27 septembre 2022.

titres des experts, choisis avant tout en fonction de leur proximité idéologique avec l'une ou l'autre vedette du petit paysage médiatique belge francophone, serviront de prétexte, capital symbolique oblige, pour empêcher l'organisation du débat public dans un esprit de démocratie culturelle¹⁰². Plus fondamentalement, le thème du néolibéralisme bute sur deux questions tabous (mais peut-être plus pour très longtemps) au sein des médias dominants.

La première a trait aux classes sociales formant bloc hégémonique au sein de la société. Les politiques économiques étiquetées comme néolibérales ont pour point commun de procéder de la fusion des intérêts entre les segments les plus intégrés au procès de production du salariat avec les classes supérieures (qualifiées par les personnes peu instruites de « classes moyennes ») et les détenteurs des moyens de production. Ni la crise financière de 2008 et encore moins les bluettes consacrées au « monde d'après » dans la foulée de la pandémie de la Covid-19 (spécialement entre Auderghem et Saint-Gilles en passant par Ixelles) ne furent en mesure de changer cette donne relative au bloc hégémonique exerçant les fonctions de direction politique. Il n'en va, en revanche, pas de même dès lors que la facturation annuelle de la fourniture de gaz et d'électricité dans un pays comme la Belgique avoisinera, au cours des prochaines années, les 5.000 euros par ménage en moyenne. A ce niveau de prix, on se bornera à constater qu'acheter une voiture constituera une opération moins coûteuse à l'avenir pour une famille que se chauffer et s'éclairer quotidiennement.

La seconde a trait à l'exercice de l'autorité étatique sur l'appareil productif. On peut comprendre, en ces temps encore très marqués par le legs idéologique des années 1980, que l'idée d'un contrôle public (n'impliquant pas forcément une remise en cause complète, comme nous le verrons, de la propriété privée) sur les moyens de production effraie encore quelque peu. Pourtant, la montée du capitalisme d'Etat en Chine n'a rien à voir avec du néolibéralisme puisque l'activité privée y est autorisée mais soumise à un droit de regard des pouvoirs publics. Voilà pourquoi des spécialistes estiment que « depuis l'accession au pouvoir de Xi Jinping, il apparaît clairement que la convergence avec les modèles occidentaux a cessé et qu'a émergé à la place un mode particulier de capitalisme d'Etat, dirigé par le Parti communiste chinois (PCC) »¹⁰³.

Cet état de choses nous prouve qu'il ne faut pas se laisser enfermer dans la dichotomie binaire et stérile du « néolibéralisme triomphant versus l'abolition complète (et illusoire) de l'échange marchand ». Fonctionnellement, le secteur de l'énergie en Europe pourrait tout

¹⁰² Pour une illustration de ce contresens, écouter le podcast réalisé par Arnaud Ruysen intitulé « Vivons-nous la fin du néolibéralisme ? » sur le site de la Première, en particulier l'interview de Kenneth Bertrams, Maître de Conférences à l'ULB (Url : <https://bit.ly/3Ed46zu>). Date de parution: 21 septembre 2022. Pour information, un Maître de conférences désigne, en Belgique francophone, le titre dévolu aux personnes étrangères au corps académique d'une université et qui, à titre intérimaire, y donnent des cours (le plus souvent facultatifs) ou qui y pallient l'absence d'un membre du corps académique. Il s'agit, en quelque sorte, d'un intermittent du grand spectacle académique.

¹⁰³ Kjeld Erik Brodsgaard, « Un mode particulier de capitalisme d'Etat a émergé en Chine, dirigé par le Parti communiste », tribune parue dans Le Monde du 21 janvier 2022.

doucement commencement à être structuré sur le mode d'interaction entre acteurs économiques et autorités publiques typique du capitalisme d'Etat. En Europe, depuis la guerre en Ukraine, les gouvernements proposent, mais sans grand résultat probant jusqu'à présent, des régulations du secteur de l'énergie susceptibles de laisser des acteurs privés, s'ils le désirent, entrer sur un marché tout en ne leur accordant pas la faculté de déterminer selon leur bon vouloir leurs prix de vente, ces derniers étant plafonnés. Ce *modus operandi* n'est pas très différent, en substance, de la manière dont les prix sont déterminés en Chine, par exemple, pour des biens jugés stratégiques par les autorités.

En fin de compte, la mondialisation aura reposé sur une certaine forme d'auto-dépossession par les Etats occidentaux de leurs prérogatives d'encadrement des acteurs économiques privés. Et c'est sans doute parce que la conjoncture requiert précisément un degré plus affirmé d'encadrement des activités économiques que s'opère graduellement un virage par rapport au consensus néolibéral jusqu'à présent dominant. De ce point de vue, le contexte d'économie de guerre s'avère particulièrement propice à une affirmation de position de contrôle par l'Etat des sphères constitutives de l'accumulation. Les exemples historiques ne manquent pas. On retiendra, par exemple, que l'économie américaine s'est caractérisée durant le Deuxième Guerre mondiale par un haut degré de planification. C'est ainsi que le *Victory Program* de décembre 1941 lancé par l'administration Roosevelt « a fourni la marge de la victoire : en 1943 et 1944, les États-Unis ont fabriqué 40% des armements mondiaux et nourri une grande partie de la population mondiale tandis que le niveau de vie [y] augmentait »¹⁰⁴. Le niveau de dirigisme du *Victory Program* est difficilement envisageable sans faire directement référence à ce contexte de guerre.

Par exemple, les installations des industries automobiles ont été prioritairement affectées à la construction d'appareils militaires. L'endettement qui résultera des déficits faisant suite à l'entrée en guerre du pays sera amorti après 1945 par un niveau de taxation marginale particulièrement important pour la fraction la plus favorisée de la population puisqu'il oscillera jusque 1975 entre 70 et 90%. En tout état de cause, la guerre en Ukraine, comme ce fut le cas de nombreux conflits armés dans l'histoire, inaugurera de profonds changements du point de vue des interactions entre la sphère publique et l'appareil de production.

Et donc tant qu'à faire de l'histoire, et spécialement celle du néolibéralisme, autant ne pas se limiter aux quarante dernières années sous peine de restreindre son champ d'observation aux années de *Pax Americana*. Cette dernière a vécu. Autant en tirer les conséquences pratiques et théoriques en auscultant de près, et en évitant les idées générales (soit, le Café du Commerce des professions intellectuelles), une économie de guerre. Si 5 à 10 hivers difficiles nous attendent, nul doute qu'il y aura matière à discerner dans l'action de bien des gouvernements des éléments de retour à un certain dirigisme que l'on croyait mort et enterré depuis une quarantaine d'années, c'est-à-dire une période finalement fort brève.

¹⁰⁴ Andreas Wilkens et Gérard Bossuat (dir), *Jean Monnet, l'Europe et les chemins de la Paix*, Publications de la Sorbonne, Paris, 1999, p.99.

Cette perspective semble d'autant plus probable que les pronostics d'entrée en crise de l'économie mondiale paraissent se concrétiser chaque jour davantage. C'est ce dont témoigne pleinement l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Le 5 octobre 2022, le rendement d'une obligation du gouvernement américain à dix ans était de 3,76%, tandis que le rendement d'une obligation à deux ans était de 4,15%¹⁰⁵. Cette évolution augure très fréquemment de la survenance d'une crise au cours des douze prochains mois. En effet, le rendement d'une obligation de court terme doit logiquement être inférieur à celui d'une obligation de long terme puisque le risque inhérent à cette dernière est plus élevé. Si l'inverse se produit, c'est que le risque à court terme est plus élevé qu'à long terme. Voilà pourquoi il s'agit là d'un signe avant-coureur de récession.

Cet état de crise se traduira mécaniquement par une diminution de l'inflation au cours des mois à venir. Le dernier rapport du FMI ne dit pas autre chose lorsqu'il pointe qu'en dépit d'une accélération de l'inflation au cours des derniers mois, les salaires réels ont eu tendance, en moyenne, à être stable ou en baisse dans toutes les économies. Il s'agit là d'un aspect important de la conjoncture actuelle, puisque la baisse des salaires réels peut être désinflationniste en abaissant les coûts réels des entreprises. Une analyse des épisodes historiques présentant des caractéristiques similaires à celles d'aujourd'hui suggère, au demeurant, que ces épisodes n'ont pas eu tendance à être suivis d'une spirale inflationniste prix-salaires¹⁰⁶.

Vu le contexte de profondes divisions géopolitiques à l'échelle mondiale, il est sans doute utopique de miser sur une coordination des politiques de relance comme ce fut le cas lors de la Grande Récession de 2007-2009. Il s'agit là bien entendu d'un facteur qui pousse à la démondialisation. De surcroît, la place qu'occupe le billet vert dans les transactions internationales pourrait, en dépit de l'impressionnante remontée, depuis quelques mois, du dollar, être remise en cause au fur et à mesure que vont s'alourdir les coûts de transaction dans la devise états-unienne. Voilà pourquoi les rivaux stratégiques des Etats-Unis accentuent leurs programmes de dédollarisation. Ces derniers, alors que la coopération Sud-Sud progresse, finiront par concerner des zones de plus en plus étendues. Par exemple, 95% des livraisons d'hydrocarbures de la Russie vers les BRICS étaient, il y a une dizaine d'années, libellés en dollars. En 2021, c'était moins de 10%. De ce point de vue, la guerre en Ukraine joue un rôle de catalyseur important puisque l'Inde et la Chine ont récemment convenu de libeller leurs transactions avec la Russie dans leurs devises nationales respectives. De cette façon, les sanctions sont contournées puisque ces échanges n'utilisent ni l'euro ni le dollar. L'Occident, et les Etats-Unis au premier chef, sont mis sur la touche.

Cette perspective de dédollarisation est d'autant plus crédible qu'une guerre des monnaies a pris place entre les différentes grandes banques centrales de la planète au début de l'automne 2022. Pour lutter contre la dépréciation de leurs devises, certaines grandes banques ont choisi

¹⁰⁵ Wall Street Journal, édition du 6 octobre 2022.

¹⁰⁶ IMF, World Economic Outlook, octobre 2022, chapitre 2, p.66.

d'intervenir sur leur marché des changes. L'idée est de vendre des dollars détenus en réserve par les banques centrales de façon à soutenir le cours de leurs monnaies nationales. C'est ce qu'avaient fait les banques centrales d'Inde et du Japon à cette époque. Une telle volonté de ne pas se soumettre à la force d'attraction du dollar et des taux d'intérêt de la Fed cadre d'évidence mal avec un rôle de valeur refuge pour le billet vert. Partant, c'est la structuration de l'économie en un *global world* américanisé qui en prend, au passage, un coup. Cette tendance au détricotage du maillage de l'économie mondialisée post-Guerre froide pourrait se renforcer davantage encore sur le Vieux Continent. C'est ainsi que la Banque d'Angleterre envisageait d'emboîter le pas à New Delhi et Tokyo. Cependant, pour pratiquer une intervention massive sur les marchés des changes, il faut disposer de réserves internationales conséquentes et ce n'est pas le cas de l'Angleterre¹⁰⁷. Dès lors, on conçoit sans peine qu'un gouvernement conservateur jouera la carte de la dérégulation et de la City comme paradis fiscal pour attirer de précieux billets verts à Londres pour défendre la livre sterling, de quoi compliquer davantage encore les relations avec l'Union européenne.

Par ailleurs, la perte d'importance du dollar dans les échanges internationaux contribue à relativiser la puissance de Washington dans le monde. Or, la deuxième vague de mondialisation des années 1990 est la résultante de la fin du duopole mondial américano-soviétique de la Guerre froide. Par conséquent, la conjoncture actuelle, puisqu'elle résulte de l'affirmation de puissances concurrentes au monopole d'influence de Washington, est de nature à mettre fin à la deuxième grande vague de mondialisation des échanges.

Cette crise affectant la sphère de circulation des marchandises placera, à coup sûr, dans une délicate posture les zones du monde ayant sacrifié leurs industries dans le procès d'internationalisation des échanges. En effet, si l'Europe occidentale ne peut plus, à l'avenir, importer de biens qu'en provenance de pays dits amis, elle se trouvera confrontée à des difficultés d'approvisionnement et donc des coûts de production plus élevés. A la fin de l'année 2022, la question du financement d'un développement de capacités de production dans des zones du monde plus proches politiquement des orientations géostratégiques de la Commission européenne s'avérait particulièrement délicate, du fait de l'imitation par la BCE de la politique de raffermissement des taux de la Fed. L'entrée en crise de l'économie mondiale à partir de la deuxième moitié 2024 pourrait cependant alléger quelque peu cette contrainte. Cela dit, la BCE a tellement favorisé la finance de marché ces dernières années qu'elle éprouvera conceptuellement et idéologiquement des difficultés à mettre au point des schémas de développement d'infrastructures et de lignes de production en Afrique et en Amérique latine calquées sur la pratique chinoise des prêts concessionnels (c'est-à-dire des prêts consentis à des taux inférieurs au marché via des institutions publiques).

Evidemment, cela ne place guère l'Union européenne, à la fois comme construction politique et ensemble économique, en bonne posture face aux changements qui s'annoncent. Il incombera, dans ces conditions, au Vieux Continent de renouer avec des formules impliquant

¹⁰⁷ La Tribune, Bienvenue dans la nouvelle guerre des monnaies!, édition du 4 octobre 2022.

davantage les acteurs publics dans la définition d'un cadre macroéconomique de croissance, comme cela fut le cas jusqu'à la grande vague de libéralisation des années 1990-2007.

Une page d'histoire se tourne. Lentement mais sûrement...