

# LA CRISE

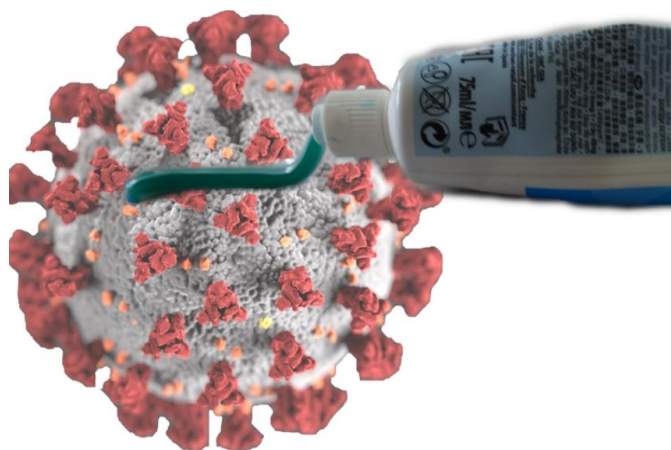
N°51, Septembre 2021

*Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !*

ISSN 2563-9234 – Montréal – Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM), UQÀM

## LE SYNDROME DU DENTIFRICE... ou le covid long des économistes !

*Résumé : Selon la formule consacrée, « l'inflation c'est comme le dentifrice : une fois sortie du tube, impossible de l'y faire rentrer ! ». La reprise économique post-covid génère à la fois des signaux de hausse des prix et des angoisses inflationnistes chez quelques économistes et chez beaucoup de journalistes, blogueurs ou simples citoyens inquiets. L'objet de ce numéro est de faire le point sur la réalité de cette hausse des prix, dossier d'autant plus sensible que ses implications sociétales et patrimoniales sont énormes. Le phénomène est-il clairement établi ? Oui, mais son estimation n'est-elle pas entachée de biais statistiques qui font illusion ? Son appréciation doit-elle être conjoncturelle ou structurelle ? Son interprétation relève-t-elle de la sphère monétaire, de l'économie réelle ou d'une combinaison des deux. Le covid long pourrait donc se décliner aussi sur le plan économique à travers des interrogations sans fin des économistes sur les prix et sur les bulles : prix des biens et services et encore plus prix des actifs dont les bulles éclateraient si les Banques centrales devaient juguler une inflation significative par une politique monétaire restrictive.*



**Source :** le dentifrice de votre chroniqueur sur fond d'un virus anonyme qui passait sur son écran (rassurez-vous, votre chroniqueur n'est pas contagieux, doublement vacciné ARN messenger... vous ne courez aucun risque sanitaire à lire cette chronique ! Par contre, vu la thématique, le risque patrimonial est élevé).

- |   |             |
|---|-------------|
| <b>1. L'inflation en mode Janus : prix des biens et services / prix des actifs</b>          | <b>p.3</b>  |
| 1.1. Inflation et biais de lecture : effet de base, inflation mesurée / inflation ressentie | p.5         |
| 1.2. Une inflation peut en cacher une autre : les subtilités de l'inflation sous-jacente    | p.7         |
| 1.3. L'inflation des actifs financiers et immobiliers                                       | p.9         |
| <b>2. Prospective de l'inflation sur biens et services: quelques scénarios</b>              | <b>p.14</b> |
| <b>3. De la possibilité d'une bulle... ou la nouvelle controverse de Valladolid !</b>       | <b>p.20</b> |

Après les efforts consentis pour la rédaction du cinquantième numéro de cette chronique et le repos mérité qui en découlait, je suis resté de longues semaines dans l'expectative quant à la thématique de ce N°51. Finalement, la fréquentation assidue de mon tube de dentifrice couplée à la lecture de divers articles économiques a débloqué la situation avec un vrai choc intellectuel, une révélation à l'origine de ce numéro : le covid provoque chez les économistes un syndrome sinon inconnu mais du moins inédit depuis plusieurs décennies, le syndrome du dentifrice, qui risque de les affecter durablement ! Et, moi-même, bien que vacciné de tout enthousiasme ou allégeance économique, je n'ai pas échappé pas à ce syndrome : mais me voilà guéri, sans hydroxychloroquine ni ivermectine, par le seul effet de la conception, documentation et rédaction de ce numéro !

Les présidents de Banques centrales restent souvent célèbres à travers des formules choc : on se souviendra longtemps du *Whatever it takes* de Mario Draghi (copié plus tard par Emmanuel Macron avec son « Quoi qu'il en coûte »). Celle que je préfère vient de Alan Greenspan (FED américaine) avec son « si vous m'avez compris, c'est que je me suis mal exprimé ! », façon de dire qu'un discours de Banquier central se doit de rester sibyllin. Mais la citation la plus adaptée à la période est sans doute celle du Président de la Bundesbank, Karl Otto Pöhl qui, en 1980, avait été parfaitement clair et voulait être bien compris en déclarant : « L'inflation, c'est comme la pâte dentifrice : une fois qu'elle est sortie du tube, il est impossible de l'y faire rentrer ; ainsi, il vaut mieux ne pas appuyer trop fort sur le tube ». Car c'est bien d'inflation que nous allons traiter dans ce numéro. Le sujet est très tendance, non sans raisons. Mais de même qu'une hirondelle ne fait pas le printemps, un indice des prix en hausse de 3 ou 4% sur quelques mois ne fait pas une inflation, sachant que l'on part d'un niveau de prix minoré par l'arrêt partiel de l'activité pendant la période covid. Et encore faut-il savoir de quels prix et de quels indices on parle : prix de la baguette de pain ou indices boursiers ? De l'inflation, certes il y en a, mais pas forcément où on en cherche *a priori*. Bref, il va falloir dépoussiérer les concepts, relativiser les évolutions conjoncturelles pour mieux prendre en compte les variables pertinentes.

Nous allons dans une première partie faire un portrait du Janus de l'inflation : la face traditionnelle des biens et services mais aussi la face habituellement non prise en compte, la face cachée des actifs. Les Chinois se sont bien posés sur la face cachée de la lune, pourquoi n'irions-nous pas faire un tour sur la face cachée de l'inflation ! Nous concluons que pour le moment il n'y a pas vraiment d'inflation sur biens et services... ce qui facilite grandement la vie de nos Banquiers centraux. Mais, qu'en sera-t-il demain ? Dans la deuxième partie, nous nous interrogerons donc autour d'une prospective de l'inflation sur biens et services, au carrefour de divers rapports de force géopolitiques et sociétaux.

Et bien sûr cette chronique peut revendiquer un label « 100% Et mes sous dans tout ça » car l'inflation sur biens et services vient forcément grignoter nos sous de consommateurs, même si des épargnants peuvent vivre positivement l'inflation des actifs financiers et immobiliers qui peut les éniévrer d'un puissant effet de richesse : plus dure sera la chute quand les bulles éclateront ! Mais d'aucuns prétendent qu'avec des taux proches de zéro, le concept de bulle n'est plus pertinent car la valeur fondamentale des actifs tend vers l'infini : « Bon appétit, Messieurs ! »<sup>1</sup>. Nous terminerons ainsi avec un débat digne de la casuistique chère aux jésuites : de l'existence possible ou impossible des bulles dans un monde à taux d'intérêt très faible... et il ne s'agit pas des bulles du Pape, et encore moins, hélas, des bulles de Champagne !

---

<sup>1</sup> Victor Hugo, [Ruy Blas, Acte III scène 2](#)

## 1. L'inflation en mode Janus : prix des biens et services / prix des actifs

Prenez n'importe quel manuel d'Économie pour étudiant débutant : il vous définira l'inflation comme une hausse des prix des biens et services, mesurée par un indice des prix à la consommation construit à partir des consommations d'un Ménage standard ( un couple avec deux enfants) en pondérant les évolutions des prix des différents postes de consommation (alimentation, produits manufacturés, énergies, services, logement appréhendé à travers le loyer + charges<sup>2</sup>...) par leurs poids dans le budget dudit Ménage standard.

C'est sous ce format qu'on m'a présenté l'inflation quand j'étais étudiant, et c'est comme ça aussi que j'ai pu l'enseigner quand j'étais prof. Mais ce n'est certainement pas ainsi que je la présenterai aujourd'hui. Car désormais l'analyse des phénomènes d'évolution des prix se doit d'être duale : d'un côté les prix des biens et services et de l'autre les prix des actifs (actifs immobiliers et financiers). Et cette dualité n'est pas simplement une juxtaposition descriptive, elle est aussi et surtout une interaction systémique entre les deux types de prix, interaction au cœur des débats de politique monétaire, alimentant ainsi un dossier sociétal et patrimonial explosif qui peut se décliner autour de quelques thèmes clefs : inégalités de revenus et de patrimoines en fortes hausses, prix des logements inaccessibles à l'achat comme à la location pour des franges de plus en plus importantes de la population, bulles financières sur divers marchés (obligations, actions, produits dérivés, cryptomonnaies), risque d'effondrement des valorisations de l'épargne accumulée et donc faillite possible des systèmes de retraites par capitalisation... bref... des détails de l'histoire économique longue, mais de ces détails qui peuvent tétaniser des générations et générer des révolutions !

Commençons donc par faire le point sur l'état actuel de l'inflation, successivement dans ses deux dimensions : d'abord la dimension traditionnelle, sur biens et services, puis la dimension non conventionnelle, relative aux prix des actifs immobiliers et financiers.

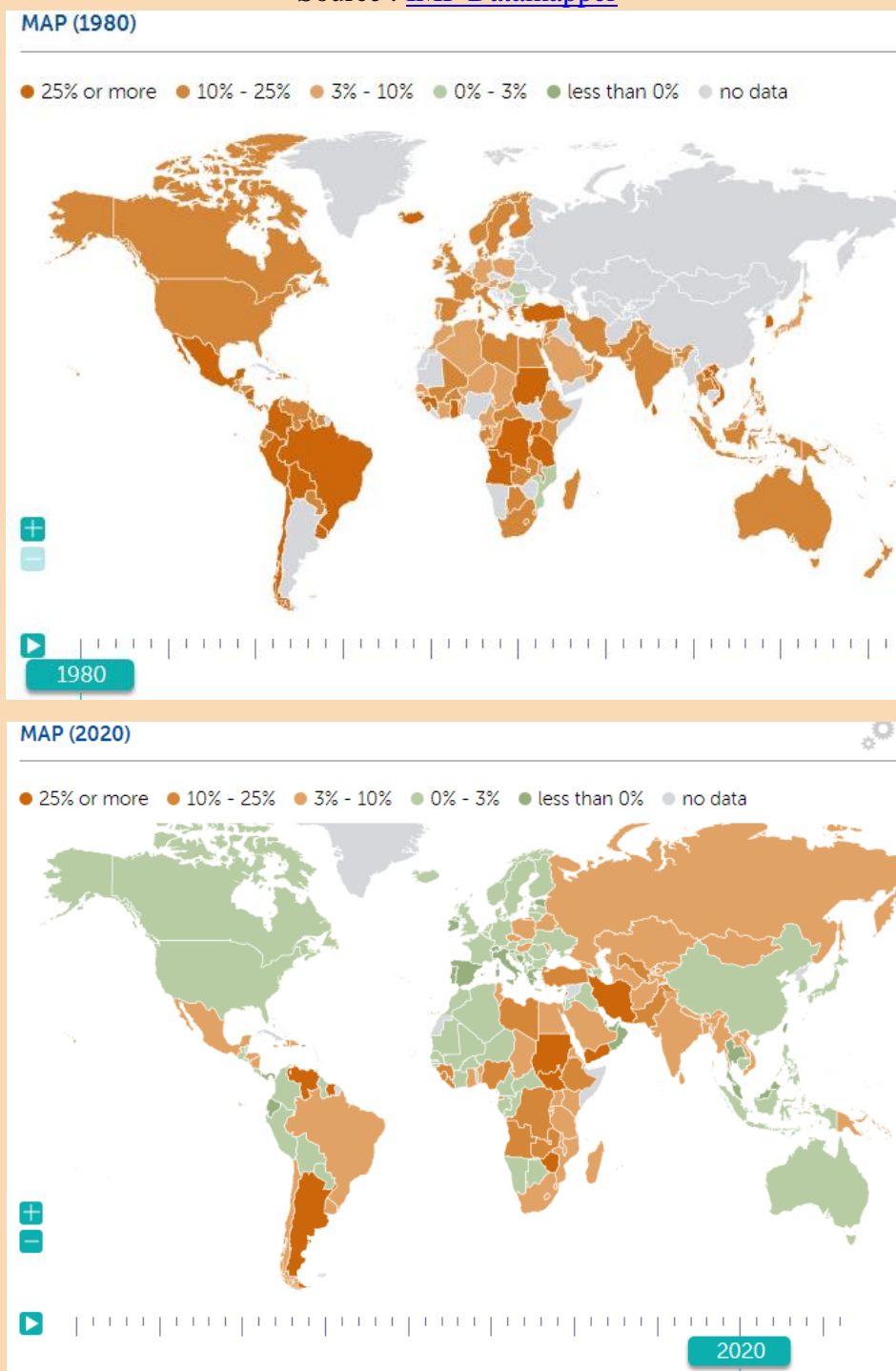
A lire certains blogs, dont je ne donnerai pas ici les références pour ne pas faire la promotion de médias débiles et/ou complotistes (éventuellement anti-vaccins en plus !), nous serions d'ores et déjà en hyperinflation, Weimar serait à nos portes et vous n'auriez pas d'autre option de survie patrimoniale que de vider vos comptes bancaires et d'acheter de l'or et de l'argent, ou du bitcoin ! Du calme ! Tout d'abord, prenons un peu de recul en comparant les taux d'inflation en 1980 et en 2020. Ma génération (celle des baby-boomers) a connu l'inflation, pour de vrai, à niveau élevé de 1970 à 1990. La première carte de l'encadré N°1, **A la recherche de l'inflation perdue**, en page suivante, rend compte de cette inflation pour l'année 1980 : plus de 10% dans la plupart des pays développés (USA 13,5%, France 13,1%, Espagne 15,6%, Australie 10,1%, Allemagne 5,4% seulement), plus de 25% dans beaucoup de pays en développement clairement en hyper inflation (Chili 35%, Pérou 59%, Brésil 90%). Ce niveau d'inflation explique d'ailleurs pourquoi, quand j'ai fait mon premier achat immobilier, en 1981, j'ai dû emprunter à 12,3%, Mais aujourd'hui mes enfants empruntent à 1% : ce fossé générationnel en termes de taux d'emprunt n'est pas le fruit du hasard. Car 40 ans plus tard, en 2020, le panorama inflationniste est radicalement différent : le contraste est même saisissant, comme en atteste la carte 2020 de l'inflation.

---

<sup>2</sup> Voir cette [note de l'INSEE](#) relative à la prise en compte du logement dans l'indice des prix à la consommation.

## Encadré N°1 : A la recherche de l'inflation perdue ! L'inflation dans le monde en 1980 et 2020

Source : [IMF Datamapper](#)

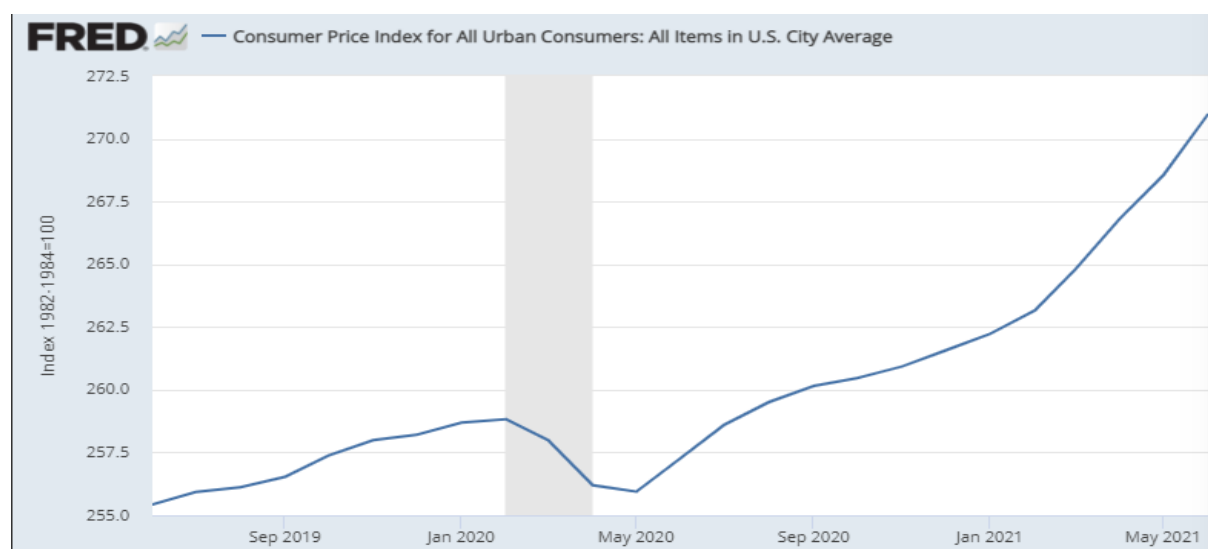


En effet, en 2020, les pays développés sont à des taux d'inflation très faibles, voire négatifs pour des pays du ClubMed : USA 1,2%, France 0,5%, Allemagne 0,4%, Italie -0,1, Espagne -0,3%. Si la plupart des pays en développement restent à des taux très modérés (par exemple, Brésil 3,2%, un exploit !), quelques-uns, pour des raisons liées à des problèmes politiques internes et/ou géopolitiques sont confrontés à des taux élevés (Argentine 42%) voire à de l'hyperinflation (Iran 365%, Zimbabwe 557%, sans parler du Venezuela, répertorié à 2360% !).

### 1.1. Inflation et biais de lecture : effet de base, inflation mesurée / inflation ressentie

C'est donc à partir du très faible niveau d'inflation en 2020 qu'il faut examiner le redémarrage de l'inflation en 2021, indéniable mais limité, plus conjoncturel que structurel, tout en faisant attention à ne pas être piégé par un biais statistique (effet de base) qui amplifie la perception du phénomène, comme l'illustre l'analyse du cas américain. Voici ci-dessous la courbe de l'indice américain des prix à la consommation (CPI) sur 24 mois (juin 2019 – juin 2021) :

#### Etats-Unis : Indice des prix à la consommation, juin 2019 à juin 2021 ([Source](#))



Au 1<sup>er</sup> juin 2019 l'indice était à 255,4. Il monte légèrement jusqu'en février 2020, atteignant 258,8, puis descend à 255,9 en mai 2020 sous l'effet de la récession induite par la paralysie de l'activité due à la pandémie, avant de reprendre une hausse qui va conduire à l'indice 271 en juin 2021. On annonce, légitimement, que l'inflation sur un an aux Etats-Unis en juin se situe à 5,3%, donc très au-dessus de l'objectif de 2% que se fixent traditionnellement les Banques centrales occidentales. Ce taux d'inflation de 5,3% entre juin 2020 (indice 257,3) et juin 2021 (indice 271) est parfaitement exact et mes lecteurs les plus curieux en verront le calcul précis dans la note ci-dessous<sup>3</sup>. Mais cette mesure se fait par rapport à une base juin 2020 déflatée par la baisse des prix résultant de la récession covid. Si l'on fait le même calcul sur 2 ans, juin 2019 (indice 255,4) à juin 2021 (indice 271), on trouve une inflation de 6,10% sur 2 ans soit un taux moyen annuel de 3,01%<sup>4</sup>, ce qui change notablement l'appréciation du phénomène inflationniste. En tout cas, pas de quoi crier à l'hyperinflation !

<sup>3</sup>  $(271-257,3)/257,3 \times 100 = 5,32$

<sup>4</sup>  $(1,061)^{1/2} = 1,0301$



D'un point de vue plus sectoriel, si ça vous fait plaisir de pousser l'effet de base dans ses derniers retranchements, vous pouvez vous défouler et hurler à l'hyper-hyperinflation en considérant l'évolution des prix du pétrole WTI (West Texas Intermediate) avec comme point de départ les quelques heures du printemps 2020 pendant lesquelles le prix du baril était négatif<sup>5</sup> (17 avril 2021, -38\$). Mais restons calmes : les cours du pétrole ne font que retrouver leurs niveaux d'il y a trois ans... soit 0% de hausse en moyenne annuelle sur 3 ans.

### Evolution du prix du baril WTI sur les cinq dernières années



Source : capture d'écran du 30/07/2021 sur [Trading Economics](#)

Plus généralement les cours des matières premières ou des denrées alimentaires sont beaucoup plus fluctuants, à la hausse et à la baisse, que les prix des produits finis ou des services achetés par les consommateurs finaux. Or ce sont ces derniers qui déterminent l'évolution des indices des prix à la consommation sur la base desquels se mesure l'inflation. Donc, il vaut mieux ne pas crier au loup inflationniste dès qu'une courbe de prix d'une matière première se prend d'un fort tropisme ascensionnel : le pétrole qui retrouve son niveau d'il y a trois ans va peut-être replonger demain sous l'effet de dissensions intra OPEP (Arabie Saoudite / Emirats Arabes Unis, ces derniers réclamant l'augmentation de leur quota de production) ou entre l'OPEP et des partenaires extérieurs (regroupés sous l'appellation d'OPEP+). A l'inverse, les cours du cuivre, déjà en forte hausse ces derniers mois (prix plus que doublé entre mars 2020 et la période actuelle) pourraient bien connaître une nouvelle flambée avec la grève qui s'annonce dans les principales mines chiliennes (début août 2021)<sup>6</sup>. On est donc là avec des prix qui vont et qui viennent, dans un sens puis dans un autre, dans le cadre de fortes rigidités productives (techniques et financières) peu propices à un ajustement souple de l'offre et de la demande. Ces mouvements exacerbés de prix ne sont en rien des indicateurs avancés de grandes vagues inflationnistes ou déflationnistes. Mais, tout comme en météo il faut distinguer entre température mesurée et température ressentie, s'il est vrai que le prix en hausse de telle ou telle matière première n'est pas nécessairement une prémisse d'inflation mesurée (un prix ne fait pas l'indice), il peut être la base d'une inflation ressentie lorsqu'il s'agit d'un produit

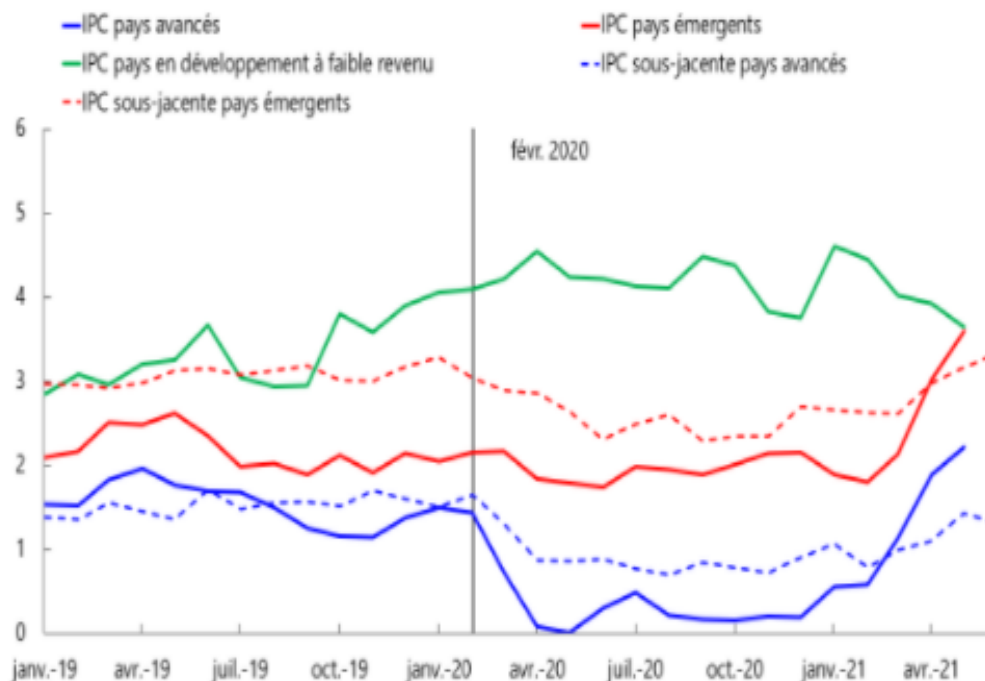
<sup>5</sup> Un phénomène exceptionnel et limité aux USA, résultant des spéculations sur les marchés à terme : faute de vendre leurs contrats d'achat, les opérateurs financiers acheteurs auraient dû prendre livraison de quantités physiques (des barils de pétrole) ce dont ils n'avaient pas nécessairement l'intention à l'origine de leur démarche et pour lesquelles ils ne pouvaient pas trouver de solutions de stockage dans une période où toutes les capacités de stockage étaient saturées, d'où la nécessité de s'en défaire à n'importe quel prix.

<sup>6</sup> Finalement il n'y aura pas de grève, un accord syndicats-direction a été signé en date du 11 août à la mine *Escondida*

emblématique : c'est en particulier le cas avec le prix du pétrole et donc celui de votre plein d'essence ou gas-oil qui peut avoir chez l'automobiliste un fort goût d'inflation. Pour autant, dans la période actuelle, au-delà de l'illusion statistique par effet de base et d'un ressenti inflationniste médiatiquement amplifié à partir de quelques prix phare, la seule hypothèse raisonnable concernant les pays développés est celle d'une faible inflation sur biens et services, de nature conjoncturelle et provisoire et certainement pas celle d'une spirale inflationniste auto entretenue. Certes, cela n'exclut pas qu'à moyen et long terme se mette en place une telle spirale, hypothèse que nous examinerons plus loin, dans la deuxième partie de cette chronique, moins descriptive et plus prospective.

## 1.2. Une inflation peut en cacher une autre : les subtilités de l'inflation sous-jacente

### Inflation des prix à la consommation, janvier 2019 à juin 2021 (pourcentage, glissement annuel, valeur médiane)



Source : [blog FMI](#), 27/07/2021, Gita Gopinath, Reprise mondiale, le fossé s'élargit entre les pays.

Le blog du FMI, en date du 27/07/2021, publie le graphique ci-dessus qui illustre bien le caractère limité du redémarrage de l'inflation. Sur la période début 2019 – mi 2021, la courbe bleue relative aux pays avancés (pays développés en terminologie plus habituelle) retrace l'évolution du taux d'inflation en glissement annuel, c'est-à-dire en comparant l'indice d'un mois à celui du même mois de l'année précédente : un peu en dessous de 2% en début de période, il descend à 0% au printemps 2020, au plus fort de la paralysie économique imputable au covid, puis va remonter à partir de fin 2020 et dépasser les 2% à la fin du deuxième trimestre 2021. Et au-delà que va-t-il se passer ? Même si on n'a aucune certitude, on peut avoir une petite idée du probable à partir de la courbe bleue en pointillé, qui retrace l'inflation sous-

jacente<sup>7</sup>. La note de bas de page ci-dessous, pour les lecteurs courageux, vous dit tout de cette inflation sous-jacente. Les lecteurs moins courageux qui ne lisent pas les notes de bas de page se contenteront de savoir que c'est une mesure de l'inflation qui ne tient pas compte des prix les plus volatils (énergie, fruits et légumes...) ni des influences fiscales (prix du tabac, variations de TVA, taxes sur les produits pétroliers ...). C'est une construction statistique d'économistes pour des économistes, au plus loin du ressenti de consommateurs qui ne peuvent pas reconnaître leur vécu immédiat dans cet indice. Inutile d'argumenter avec un « gilet jaune » qui vient de faire le plein de sa voiture et d'essayer de le convaincre qu'il n'y a pas de tendance inflationniste durable avérée en lui expliquant que l'inflation sous-jacente est très faible et que si le prix de son plein de carburant s'envole c'est un détail insignifiant ! Ce n'est que l'effet d'un aléa conjoncturel relatif au marché pétrolier, ou bien le résultat banal d'une augmentation de la fiscalité pétrolière pour lutter contre le réchauffement climatique ! Néanmoins, il est peut-être utile dans la période actuelle de préciser que l'indicateur d'inflation sous-jacente n'est pas une tentative insidieuse des élites perverses pour cacher au bon peuple la réalité de l'inflation qui rogne son pouvoir d'achat ! En effet l'inflation sous-jacente est tantôt en dessous tantôt en dessus de l'indice classique des prix à la consommation, en fonction de la résultante à la hausse ou à la baisse des prix des produits exclus de son calcul. Il s'agit donc d'un instrument de mesure subtil à interpréter, mais très utile aux responsables économiques pour comprendre si l'inflation mesurée est un phénomène conjoncturel provisoire ou structurel durable, si une spirale inflationniste auto-entretenu est enclenchée ou non. Or, pour le moment l'inflation sous-jacente est très sage, ce qui vous explique pourquoi les Banques centrales ne s'affolent pas et ne se précipitent pas à remonter leurs taux pour contrer le petit redémarrage d'inflation que l'on peut mesurer. Cette poussée inflationniste actuelle est le résultat de la confrontation :

- d'une demande dopée par le déblocage d'une épargne contrainte par les freins à la consommation dus à la fermeture antérieure des commerces et services divers, et aux difficultés de circulation (confinements, couvre-feu),
- et d'une offre soumise à de multiples tensions liées à la brusque et forte reprise d'une économie précédemment à l'arrêt, d'où des goulets d'étranglement, des frais de transport augmentés et des délais de livraison allongés qui alimentent des mini-pénuries réelles mais momentanées.

Ainsi, au vu de la faible inflation sous-jacente, les Banques centrales estiment ne pas avoir à lutter contre l'inflation sur biens et services, et maintiennent donc des politiques monétaires (taux bas ou nuls, émission de monnaie très active) visant à stimuler l'activité économique, à revenir au plus vite aux niveaux de PIB antérieurs, à favoriser les rentrées fiscales d'Etats surendettés. Ce faisant, ces Banques centrales alimentent les feux de l'inflation des actifs et gonflent les bulles immobilières et financières.

---

<sup>7</sup> [L'INSEE définit ainsi l'inflation sous-jacente](#) :

« L'indice d'inflation sous-jacente est un indice désaisonnalisé qui permet de dégager une tendance de fond de l'évolution des prix. Il traduit l'évolution profonde des coûts de production et la confrontation de l'offre et de la demande. Il exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac...) et les produits à prix volatils (produits pétroliers, produits frais, produits laitiers, viandes, fleurs et plantes ...) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux. L'indice d'inflation sous-jacente est corrigé des mesures fiscales (hausse ou baisse de la TVA, mesures spécifiques sur les produits...) de façon à neutraliser les effets sur l'indice des prix de la variation de la fiscalité indirecte ou des mesures gouvernementales affectant directement les prix à la consommation. L'inflation sous-jacente est ainsi plus adaptée à une analyse des tensions inflationnistes, car moins perturbée par des phénomènes exogènes ».



### 1.3. L'inflation des actifs financiers et immobiliers

Pendant que l'inflation sur biens et services reste plutôt sage, les prix des actifs financiers et immobiliers s'affolent. L'encadré N°2 en page suivante, « **Des actifs très actifs** », ne peut pas prétendre retracer en un seul indicateur tous les prix des actifs, pour lesquels il n'existe pas d'indice global comme il peut y en avoir pour les prix des biens et services. J'ai sélectionné trois actifs, sur les dix ou vingt dernières années, que l'on peut considérer comme étant emblématiques : un indice actions, un indice obligataire, un indice immobilier. Je vais les commenter brièvement l'un après l'autre, mais la forme globale des courbes pourrait se suffire à elle-même : ça monte très fort !

L'indice action est celui du S&P 500 : cet indice Standard & Poors concerne les 500 plus grandes actions américaines. Il est le plus représentatif de l'ensemble des bourses américaines, englobant 80% de la capitalisation boursière du pays. La version la plus couramment utilisée est hors dividende réinvesti. Début août 2011 cet indice est à 1100, dix plus tard à 4400, soit un quadruplement, 300% de hausse soit 11,6% en moyenne annuelle. Sur 10 ans, difficile de trouver mieux. Toutefois la souscription d'un fonds indiciel répliquant le S&P 500 est fortement déconseillée à toute personne souffrant d'une pathologie cardiaque : entre le 19 février 2020 et le 23 mars 2020 il passe de 3386 à 2237, soit une chute de 34%.

L'indice obligataire est celui des obligations à haut rendement (*high yield*) américaines (revenus réinvestis) : indice 365 en août 2001, indice 1556 en août 2021, 326% d'augmentation en 20 ans, soit un taux moyen annuel de 6%. Certes il s'agit d'un placement risqué dont l'évolution est loin d'être linéaire, avec des creux notables, mais dont le rendement est très notablement supérieur à celui des emprunts d'Etat américains. Précisons néanmoins pour les non-initiés que cette performance ne doit pas tant aux intérêts perçus qu'aux plus-values en capital du fait précisément de la baisse des taux... qui ne durera pas éternellement, on y reviendra plus loin.

L'indice immobilier enfin est relatif à la France. La courbe noire du graphique retrace l'évolution des prix de l'immobilier ancien entre 1965 et aujourd'hui, base 1 en 2000. Entre 1965 et 2000, les mouvements de prix sont de faible ampleur : la courbe évolue entre 0,8 et 1 dans ce qu'on appelle le « tunnel de Friggitt », du nom de l'économiste spécialiste de l'immobilier concepteur de cette courbe. A partir de 2000, la courbe sort violemment du tunnel et monte en 8 ans à l'indice 1,7, soit 70% d'augmentation des prix. Depuis elle évolue dans un tunnel supérieur - entre 1,6 et 1,7- dont elle semble s'échapper vers le haut à partir de 2020 : 1,76 au T1 2021.

On pourrait multiplier les exemples, les pays et les marchés d'actifs : tout ou presque va dans le même sens de fortes hausses, les bourses battent des records chaque mois, les prix du M<sup>2</sup> rivalisent de ville en ville. Mais il y a une exception notable : les actifs monétaires qui se traînent et désespèrent les petits épargnants. Avec des livrets faméliques, des comptes à terme bancaires dont les rendements tangentent l'infiniment petit et des fonds de trésorerie que votre banquier n'ose même plus vous proposer, voilà des actifs supposés sans risque qui contrastent avec les marchés plus risqués sur lesquels les épargnants très aisés et les riches investisseurs dopent leurs patrimoines... pour le moment. Toutefois il n'y a nul mystère dans cette dichotomie entre actifs monétaires raplapla et actifs financiers et immobiliers en mode grande vitesse : toute l'explication relève des politiques monétaires.

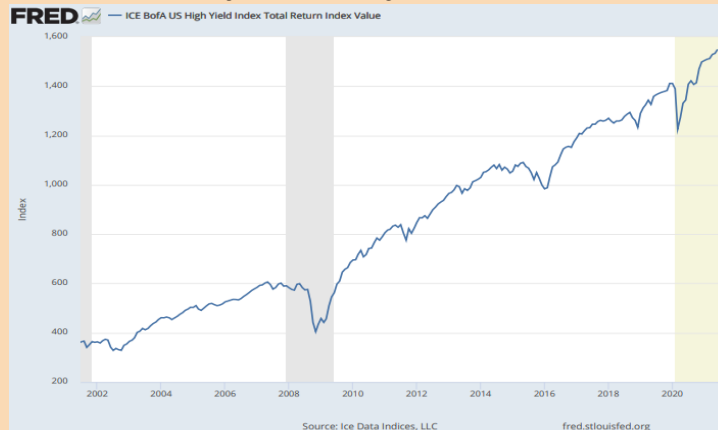
## Encadré N°2 : Des actifs très actifs !

Jackpot à New-York : 10 ans de S&P 500 (Août 2011-Août 2021)



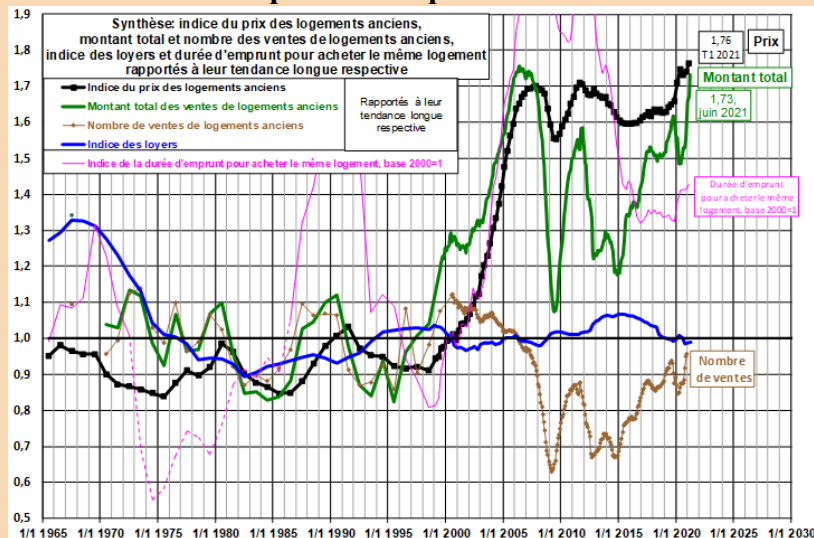
Source : [FRED StLouis](#)

20 ans de performance globale des obligations à haut rendement américaines  
(juin 2001 – juin 2021)



Source : [Federal Reserve St-Louis](#)

2000 – 2020 : l'explosion des prix immobiliers en France



Source : [Conseil General de l'environnement et du développement durable](#)

Les politiques monétaires en vigueur sont ce qu'elles sont parce qu'indispensables face à l'interminable Grande Crise financière initiée en 2008-2009 puis à la Crise covid, mais elles ne sont possibles que grâce à une faible inflation sur biens et services. Il y a une unité systémique entre faible inflation sur biens et services, très faibles rendements des actifs monétaires et fortes valorisations des actifs financiers et immobiliers, système cimenté par une politique monétaire donnée. Mais le jour où un élément de cette cohérence systémique bougera, tout le reste devra s'ajuster pour refaire système, la donne sera modifiée de fond en comble, l'adaptation sera douloureuse pour beaucoup d'acteurs ... et fatale aux acteurs les plus exposés au grand retournement.

Le grand retournement concernera bien sûr la politique monétaire. Celle en vigueur actuellement est dite non-conventionnelle. La politique monétaire traditionnelle s'exprime par le maniement du taux d'intérêt, à la baisse quand il faut relancer l'économie face à un risque de déflation, à la hausse quand il faut éviter une surchauffe se traduisant par de l'inflation sur biens et services. Mais avec la Grande Crise financière initiée en 2008-9, une fois les taux des Banques centrales au plus bas, l'arme des taux est inopérante pour stimuler l'économie. Les politiques non conventionnelles vont dès lors jouer sur la quantité de monnaie Banque centrale émise et encore plus sur les modalités de cette émission. Il ne s'agit plus d'augmenter la liquidité au rythme de la progression du PIB pour assurer une circulation monétaire optimale, il faut inonder de surliquidité les acteurs fragilisés :

- pour permettre aux banques commerciales de ne pas se retrouver en difficulté sur leurs engagements face à leurs pertes spéculatives et à des ratios de créances douteuses en forte augmentation, et au-delà pour qu'elles puissent accorder de nouveaux prêts aux acteurs de l'économie réelle, sans quoi l'économie s'effondrerait,
- pour que les Etats qui sont venus sauver le système bancaire commercial de ses turpitudes spéculatrices, à grand renfort d'endettement public, puissent continuer à s'endetter à faible coût en faisant racheter les bons du trésor par les Banques centrales, pesant ainsi à la baisse sur les taux longs du marché obligataire que les Banques centrales ne contrôlent pas directement, contrairement aux taux courts qu'elles déterminent. L'épisode covid va amplifier considérablement cette mission de sécurisation des finances publiques d'Etats qui portent à bout de bras des économies à bout de souffle.

L'encadré N°3, en page suivante, « **Open bar à la Banque centrale** », vous permet de visualiser l'évolution de la taille des bilans des Banques centrales (zone Euro, Etats-Unis, Japon) et donc des quantités de monnaies mises en circulation à travers leurs programmes divers et variés aux noms abscons comme les TLTRO (*Targeted longer-term refinancing operations*) ou au contraire très explicites comme le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) destinés à perfuser des banques commerciales et des Etats qui sinon seraient en état de déliquescence financière prononcée ou auraient dû regarder les économies de leurs pays s'effondrer.

Pour analyser les graphiques de cet encadré N°3, ne vous fatiguez pas les yeux à compter les zéros et à vous perdre entre les millions, les milliards et les trillions, les  $10^6$ ,  $10^9$  et  $10^{12}$  ! Visualisez simplement l'accroissement de la taille des bilans : ils sont multipliés par 7 ou 8 en 14 ans, aussi bien en Zone Euro, aux Etats-Unis ou au Japon. Mais le mieux est de comparer au PIB de chaque pays ou zone. En 2006 et 2007, avant que les effets de la grande crise financière ne se fassent sentir, ces ratios taille du bilan / PIB se situaient entre 10 et 20%. Fin 2020 nous en sommes à 131% pour le Japon, 61% pour la zone Euro, 35% pour les Etats-Unis.

## Encadré N°3 : Open bar à la Banque centrale

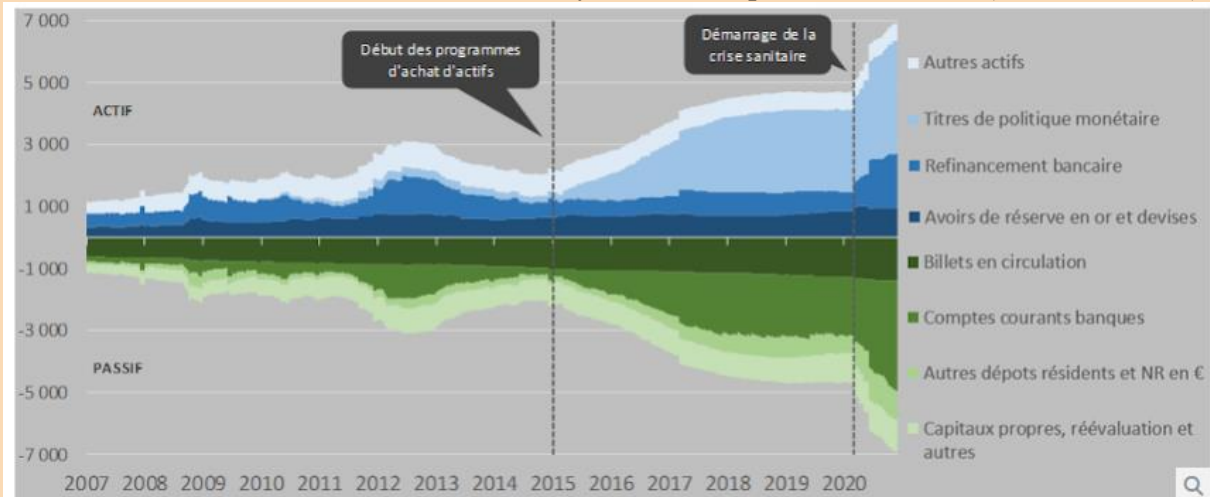
### Evolution des bilans de l'Eurosystème, de la FED et la BoJ

Graphique du haut : montants en milliards d'euros (G€), de dollars (G\$) et de yens (G¥)

Graphique du bas : en % du PIB. Source : [Banque de France](#)



### Évolution de la structure du bilan de l'Eurosystème sur la période 2007-2020 (en milliards d'€)



Source : [Banque de France](#)

L'année 2020 a été particulièrement prolifique en matière de création monétaire aux Etats-Unis et en Europe, dont les plans de relance *big size* ont été largement financés par rachats de bons du Trésor par les Banques centrales et donc émissions de monnaies Banque centrale et accroissement de la taille des bilans. A titre d'exemple, signalons qu'à fin 2015 4,4% de la dette publique française, soit 92 milliards €, était détenue par l'Eurosystème (BCE + Banques centrales nationales dont la Banque de France) et que, à fin 2020, on en était à 23,8% et 611 milliards. En 5 ans la dette publique française détenue l'Eurosystème a donc augmenté de 519 milliards : montant à comparer aux 552 milliards d'augmentation de la dette publique française globale. C'est dire que l'accroissement de l'endettement public français entre 2015 et 2020 a presque entièrement été financé par de la création monétaire. Toutefois il ne s'agit que d'une illustration française d'un phénomène général, que vous pouvez visualiser pour l'ensemble de la zone Euro avec le dernier graphique de l'encadré N°3 : à l'actif du bilan de l'Eurosystème vous voyez un type d'actif en bleu clair libellé « Titres de politique monétaire » : c'est sous ce vocable que se cache le rachat de bons du Trésor des différents pays de la zone, ces rachats constituant l'essentiel de l'objet des programmes d'achat d'actifs initiés officiellement par la BCE en 2015, mais pratiqués bien avant par le Japon (2001) et les Etats-Unis (2008) et d'autres pays (Royaume-Uni, Suède).

Mais quel est le lien entre ces politiques monétaires et l'inflation des actifs ? Autrefois, les bandits de grands chemins qui dévalisaient les voyageurs criaient « La bourse ou la vie ! ». Aujourd'hui les épargnants se voient signifier « La Bourse ou le néant ! », formule que l'on peut rallonger un peu sous la forme « La Bourse, la Pierre ou le néant ». C'est le fameux effet TINA : *There is no alternative*. En effet, si vous voulez que votre épargne rapporte, c'est bien « la Bourse, la Pierre ou le néant », il n'y a pas d'alternative pour obtenir un peu de rendement, car la politique monétaire non conventionnelle a tué le monétaire depuis de nombreuses années et l'obligataire plus récemment... après l'avoir bien engraisé ! Sur le monétaire c'est évident : les taux des placements monétaires (comptes à terme, livrets, fonds monétaires) sont tellement bas qu'ils ne permettent même pas de maintenir le pouvoir d'achat de l'épargne, malgré la faiblesse de l'inflation sur biens et services. Sur l'obligataire c'est un peu plus compliqué à comprendre : ne vous ai-je pas montré un graphique sur les obligations à haut rendement américaines qui avait fière allure ? Oui mais ... les performances du passé ne préjugent pas des performances d'aujourd'hui et de demain ! Ces performances passées additionnent le beurre et l'argent du beurre, c'est-à-dire le revenu annuel et les plus-values en capital générées par la baisse des taux. Aujourd'hui, avec les obligations d'émission récente, il n'y a presque plus de beurre (intérêt à zéro ou faible) et si les taux obligataires remontent un peu, la couche de beurre ne s'épaissira pas pour autant sur des obligations émises antérieurement et il faudra commencer à rembourser l'argent du beurre (moins-values en capital du fait de la remontée des taux des nouvelles obligations). Alors que faire, où aller placer son épargne ? Dans la configuration systémique actuelle, par effet TINA, il ne reste plus que les actions et l'immobilier. Et ça tombe bien, les taux d'intérêts sont faibles, vous pouvez donc emprunter à bon compte et vous précipiter pour acheter des produits actions (actions, unités de compte en fonds actions, produits dérivés divers répliquant les indices actions) ou de l'immobilier. Et voilà pourquoi les indices boursiers montent tout comme les prix du M<sup>2</sup>. Mais si la configuration systémique change... vous pourriez bien être méchamment « déconfigurés » ! Peut-être vous demandez-vous ce qui pourrait modifier la configuration systémique : excellente question assurément !



## 2. Prospective de l'inflation sur biens et services: quelques scénarios.

Contrairement à un point de vue répandu chez certains économistes, la très forte augmentation de la masse monétaire que nous connaissons depuis plusieurs années ne suffit donc pas à déclencher une grosse vague d'inflation sur biens et services. Le peu d'inflation que nous vivons aujourd'hui, en sortie de récession covid, trouve son explication dans des facteurs liés à l'économie réelle : de brusques désajustements de l'offre et de la demande, avec cette demande repartant au quart de tour par déblocage instantané de fonds mis en réserve alors que les circuits productifs souffrent de retards à l'allumage dus à des rigidités techniques. Car contrairement à une guerre mondiale qui détruit un appareil productif qu'il faut ensuite reconstruire (et donc financer), la crise covid ne fait que plonger cet appareil dans une léthargie différenciée suivant des secteurs dont les délais de remise en activité sont tout aussi différenciés. Toutefois, à l'inverse, ces mêmes économistes troublés dans leurs certitudes théoriques peuvent se consoler en se disant que l'expansion monétaire parvient effectivement à créer de l'inflation... là où ils ne l'attendaient pas : sur les actifs. Dans ces conditions, on peut faire l'hypothèse, que dans la période actuelle, l'inflation sur biens et services est un phénomène réel alors que l'inflation sur les actifs est un phénomène monétaire, dépendant des politiques monétaires mises en œuvre par les Banques centrales, politiques qui, elles-mêmes, sont conditionnées à l'état de l'inflation sur biens et services. Une faible inflation sur biens et services permet une politique monétaire expansive entraînant l'inflation des actifs alors qu'une inflation plus soutenue sur biens et services impliquerait une politique monétaire restrictive conduisant à une déflation des actifs. On aurait donc une relation inverse entre ces deux types d'inflation.

Si on s'en tient à cette hypothèse, une prospective de l'inflation sur biens et services doit donc s'appuyer sur une analyse des dimensions de l'économie réelle susceptibles d'être modifiées dans les années à venir, aussi bien à l'échelle multilatérale qu'à l'échelle des différentes grandes zones de l'économie mondiale. Pour mieux comprendre demain, rien de tel que de jeter un œil dans le rétroviseur pour voir ce qu'il s'est passé hier. Pourquoi depuis 30 ans avons-nous peu puis très peu d'inflation sur biens et services ? Et pourquoi dans les 20 ans qui ont précédé (1970-1990) en avons-nous beaucoup. Les années 80 marquent une profonde transition dans le modèle sociétal occidental, avec le passage d'une régulation fordiste à une dérégulation néolibérale (incarnée par Ronald Reagan et Margaret Thatcher) et l'approfondissement de la mondialisation qui en a résulté. Pendant la période post Deuxième guerre mondiale et jusqu'aux années 80, l'économie mondiale n'est pas encore mondialisée et reste encore fragmentée en espaces productifs autonomes protégés par des barrières tarifaires et non tarifaires. Le modèle de croissance en vigueur, dit fordiste, donne la priorité aux salariés sur les consommateurs : une forte influence syndicale permet une augmentation des salaires au moins équivalente à celle de la productivité, avec en contrepartie des prix élevés, favorisant ainsi la montée de l'inflation. La révolution néo-libérale va renverser la hiérarchie salarié / consommateur au profit des consommateurs qui vont bénéficier de prix plus bas sur les biens manufacturés, au détriment de beaucoup de salariés qui vont voir leur pouvoir d'achat s'éroder. Beaucoup de salariés se voient ainsi déçus d'une classe moyenne qui va rétrécir au fil des années par appauvrissement relatif du bas de l'échelle des revenus salariés et enrichissement du haut de cette échelle qui reçoit des profits en augmentation. Ces salariés appauvris vont inévitablement devenir friands de prix aussi bas que possible, renforçant ainsi la course à la délocalisation de la production qui fragilise encore plus leur statut de producteurs.

Mais cette analyse sous le prisme salariés / consommateurs, souvent mise en avant, sans être fautive, reste beaucoup trop superficielle pour rendre compte en profondeur de la révolution silencieuse qu'a représenté le passage du modèle fordiste au modèle néo-libéral de capitalisme actionnarial encouragé par les Etats à grand renfort de régimes fiscaux avantageux pour les profits. A la régulation fordiste par compromis entre syndicats et firmes sous la houlette de l'Etat succède une dérégulation tous azimuts qui va faire des marchés financiers les arbitres d'une mondialisation généralisée de la main d'œuvre et des capitaux. *In fine* ce n'est tant le consommateur qui bénéficie de la nouvelle donne que l'actionnaire. Et les plus cyniques des zéloteurs néo-libéraux peuvent faire miroiter aux salariés les bienfaits de la financiarisation à travers les performances de leurs fonds de pension par capitalisation : salariés et actionnaires même combat ? Pas vraiment, car le *hold up* sur les salaires a été conséquent !

Pour comprendre les ressorts profonds de cette révolution silencieuse, il faut décortiquer les rapports de force sociétaux et leurs évolutions au cours du dernier demi-siècle. L'attention doit se focaliser en particulier sur les rapports de force Capital / Travail et Firmes / Etats que l'approfondissement de la mondialisation a fait profondément évoluer.

### **Rapport de force Capital / Travail**

Qui a dit, en substance, « la lutte des classes existe, ce sont les riches qui mènent cette lutte et qui la gagnent » ? Si vous pensez que c'est Karl Marx, vous avez tout faux... il voulait que ce soient les prolétaires qui gagnent, pas de chance ! Cette formule, très cynique quand on sait qui l'a prononcée, provient de Warren Buffet<sup>8</sup>, une des plus grandes fortunes mondiales. Cynique, certes, mais tout à fait réaliste, comme l'explicitent les deux graphiques de l'encadré N°4 en page suivante, **Hold up sur les salaires**. La période 1980-2015 débute en effet par une rupture dans la répartition de la valeur ajoutée, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe, même si la baisse de la rémunération du travail est un peu décalée dans le temps aux Etats-Unis par rapport à l'Europe. La part du travail dans la valeur ajoutée baisse de 7 ou 8 points de pourcentage dans les deux zones : de 68 à 60% en Europe et de 65 à 58% aux Etats-Unis. Et voilà pourquoi votre classe moyenne a rétréci et comment le gilet jaune est devenu un accessoire très tendance. Et, paradoxalement, voilà aussi comment Donald Trump a été élu Président des Etats-Unis, alors même qu'il s'est gavé de dividendes plus que tout autre homme politique sur la planète : encore une ruse de l'Histoire qui ravirait Hegel !

### **Rapport de force Firmes / Etats**

Au milieu des années 70, jeune diplômé et encore en thèse d'Economie, j'ai monté à l'ESSEC un premier séminaire pluridisciplinaire sur les firmes multinationales, avec la collaboration d'un collègue juriste et d'une collègue gestionnaire. Il a fallu insister un peu pour inscrire dans le programme une thématique aussi exotique, mais finalement ce fut acté. Je n'ai plus mes notes de cours mais j'ai clairement souvenir qu'un des thèmes principaux tournait autour des obstacles étatiques à l'investissement international, avec des autorisations multiples à obtenir, pas toujours accordées, au nom de la souveraineté nationale ou de la protection des producteurs nationaux. Que de chemin parcouru depuis !

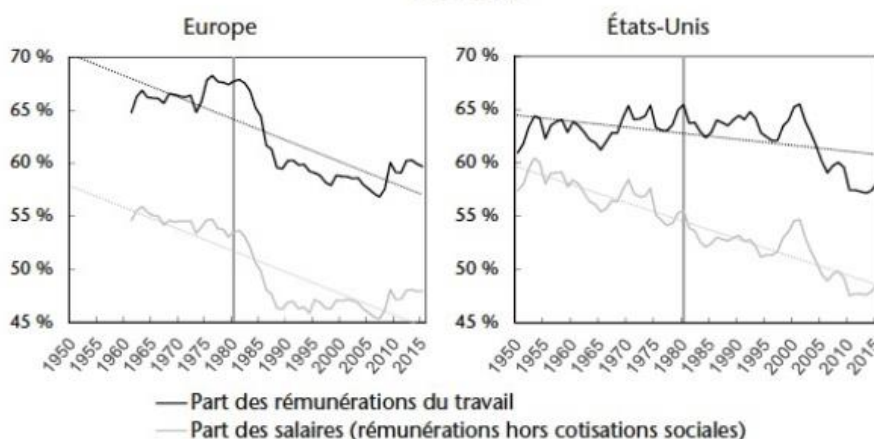
---

<sup>8</sup> La formule originelle, *There's class warfare, all right, but it's my class, the rich class, that's making war, and we're winning*, provient d'une interview de CNN en date du 19 juin 2005.

## Encadré N°4 : *Hold up* sur les salaires ! Le partage salaires / profits de la valeur ajoutée

Source : Sophie Piton, Antoine Vatan, Comment expliquer la déformation du partage de la valeur ajoutée depuis 30 ans, [Blog CEPIL, 12 novembre 2018](#)

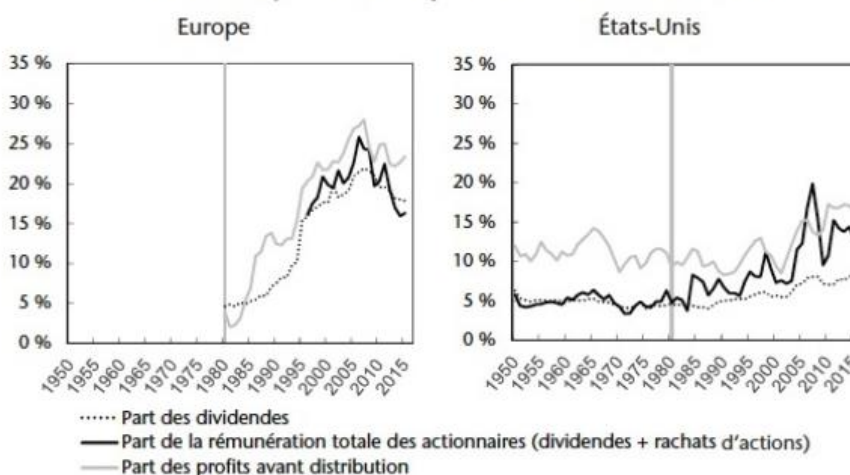
Part du travail dans la valeur ajoutée, Europe et États-Unis  
1950-2015



Note : ce graphique montre la part des rémunérations du travail (salaires et traitements, avec (noir) et sans (gris) les cotisations sociales) dans la valeur ajoutée des sociétés non financières. Le trait gris vertical marque le début des années 1980. Les traits en pointillés tracent les tendances linéaires.

Source : calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat et de la Réserve fédérale américaine.

Part des profits et des rémunérations des actionnaires  
dans la valeur ajoutée, Europe et États-Unis, 1950-2015



Note : ce graphique montre la part des rémunérations des actionnaires (dividendes et rachats d'actions), ainsi que la part des profits avant distribution (voir encadré 1), dans la valeur ajoutée. Voir Piton et Vatan [2018b] pour plus de détails sur la construction des indicateurs.

Source : calculs des auteurs à partir de données d'Eurostat et de la Réserve fédérale américaine.

L'intensification de la libéralisation commerciale multilatérale sous l'égide du GATT/OMC, au nom de la glorification de la concurrence et du bien-être des consommateurs, poursuivie jusqu'à l'admission de la Chine à l'OMC en 2001, a facilité la circulation internationale des produits finis mais aussi des intrants, permettant ainsi le développement de nouvelles stratégies d'investissement direct. On ne vient plus investir uniquement pour vendre sur le marché local mais aussi pour produire à moindre coût tel ou tel élément qui sera assemblé ailleurs en produit fini lui-même vendu encore ailleurs. Ce ne sont plus tant les firmes qui demandent des autorisations que les Etats qui encouragent les firmes à venir s'installer par des politiques d'attractivité dont l'objectif est de favoriser des créations d'emplois. Le rapport de force entre les Firmes et les Etats est inversé : le chantage fiscal des Firmes pousse les Etats au dumping fiscal quitte à se transformer en paradis fiscaux, à fermer les yeux sur des manipulations des prix de transfert entre filiales pour localiser le profit là où il sera le moins taxé.

Avec ces deux rapports de force on est au cœur de l'économie réelle, loin des politiques monétaires et des analyses monétaristes de l'inflation. Même s'il ne faut pas oublier la période initiale de taux d'intérêt très élevés pour refroidir la tendance, ce sont bien les inflexions de ces rapports de force qui ont cassé durablement la forte inflation de la période précédente: en mettant en concurrence les mains d'œuvre des différentes parties du monde, en recourant massivement au travail à bas coût et sinon en robotisant les processus, en favorisant la concurrence internationale des produits par élimination des obstacles tarifaires et encadrement des obstacles non tarifaire aux échanges. Si les mêmes rapports de force se maintiennent dans les années à venir, il n'y a aucune raison de penser que l'inflation repartira. Mais si ces rapports de force sont modifiés... tout est possible. Et certains signaux montrent que ça bouge, sans qu'on puisse encore déterminer où va se fixer le curseur. Le Tableau N°1 en page suivante, croisant deux et trois variantes de ces rapports de force, constitue une première ébauche prospective quant à l'inflation structurelle sur biens et services. Par « inflation structurelle » je vise une inflation auto-entretenu dans laquelle chaque hausse de prix s'impute durablement sur les coûts de production et entraîne inévitablement de nouvelles hausses de prix impliquant à la longue de fortes tensions à la hausse des salaires, susceptibles d'enclencher une spirale prix - salaires dont il est ensuite très compliqué de sortir. La meilleure mesure que l'on peut en proposer est celle de l'inflation sous-jacente évoquée plus haut.

Relativement au rapport de force Capital / Travail, on peut retenir deux positions de la variable : rapport de force inchangé (option 1) ou modifié en faveur du Travail (option 2), ce qui se traduirait par une répartition de la valeur ajoutée plus favorable aux salaires. Des signaux, encore faibles, vont dans le sens d'une telle évolution, qui sera ou non confirmée par des mouvements sociaux dans les mois à venir, une fois la reprise économique bien confirmée. Les « derniers de cordée mais premiers de corvée » aux avant-postes de l'activité économique pendant la pandémie parviendront-ils à faire reconnaître leur vraie contribution au bien-être collectif et à corriger la lente érosion de leur pouvoir d'achat ? Les pénuries de main d'œuvre constatées avec la reprise ou la désaffection pour certains emplois aux horaires infernaux (restauration) appelleront-elles à des réévaluations salariales conséquentes ? La remontée du salaire minimum fédéral américain vers les 15 \$/heure donnerait aussi un signal dans ce sens, si elle finissait par être actée.

**Tableau N°1 : Prospective de l'inflation structurelle sur biens et services**

<b>Rapport de force Firms / Etats</b>	<b>A</b> Mondialisation, libre-échange et migrations inchangés	<b>B</b> Régulation coopérative de la mondialisation, gestion multilatérale des défis mondiaux	<b>C</b> Démondialisation non-coopérative, protectionnisme populiste, blocage migratoire
<b>Rapport de force Capital / Travail</b>			
<b>1</b> Rapport de force Capital / Travail Inchangé	<b>1.A : Inflation structurelle minimale... à court terme</b>	<b>1.B : Inflation structurelle limitée</b>	<b>1.C</b> <i>Cas improbable</i>
<b>2</b> Rapport de force Capital / Travail modifié en faveur du Travail	<b>2.A</b> <i>Cas improbable</i>	<b>2.B : Inflation structurelle renforcée</b>	<b>2.C : Inflation structurelle maximale</b>

Pour ce qui est du rapport de force Firms / Etats, on peut envisager trois positions :

- Option A : mondialisation, libre-échange et migrations inchangés, laissant les Firms maîtresses du jeu en mettant en concurrence les Etats avec un chantage à l'emploi et aux recettes fiscales. C'est possible mais pas l'hypothèse la plus tendancielle.
- Option B : régulation coopérative de la mondialisation et gestion multilatérale des défis mondiaux, basées sur une reconquête de souveraineté publique au détriment de l'autonomie des firms. Les avancées en matière de taxation des firms multinationales, sous l'égide de l'OCDE, vont dans ce sens. Les projets de taxe carbone aux frontières européennes témoignent de la volonté de certains Etats de prendre à bras le corps le dossier climatique. Se dessine peut-être ainsi un scénario de reprise de pouvoir des Etats sur les firms, que conforte aussi bien la perspective américaine d'une régulation, voire de démantèlement, des monopoles des GAFAs, que la reprise en main des grandes firms chinoises par l'Etat-Parti communiste chinois. C'est une pente d'évolution possible sinon probable, et souhaitable, mais qui pourrait néanmoins venir se fracasser sur des relations conflictuelles entre le camp des démocraties et le camp des autocraties. A cet égard la montée de la conflictualité entre les Etats-Unis et la Chine, alimentée par l'arrogance agressive de la Chine dans sa zone régionale, pourrait faire déraiper toute forme de gestion mondialisée de l'urgence climatique.
- Option C : Démondialisation non coopérative, protectionnisme populiste, blocage migratoire. C'est une pente d'évolution non seulement possible mais qui a connu un début de mise en œuvre aux Etats-Unis pendant le mandat de Trump. Cette option se traduirait par une remontée des obstacles aux échanges internationaux et une réduction de la concurrence. Elle ouvrirait la voie à un meilleur rapport de force de la main d'œuvre non qualifiée au sein des pays développés, mais aussi à une incapacité totale à gérer les défis globaux en situation d'un grand « chacun pour soi » des Etats. Quant à l'augmentation des salaires, il n'est pas certain qu'elle se traduirait par une augmentation du pouvoir d'achat des salariés car la situation se prêterait au renforcement des rentes monopolistiques et oligopolistiques des firms cantonnées à leur



espace national ou régional. Ce serait la pire situation pour les firmes en terme de liberté de manœuvre, pas nécessairement en terme de rentes diverses ! Des fractions du patronat, probablement minoritaires, seraient donc susceptibles de soutenir une telle option, principalement portée par des groupes politiques souverainistes et des syndicats corporatistes ayant perdu toute boussole internationaliste !

Au croisement de ces options, six scénarios seraient théoriquement concevables. Mais j'en élimine immédiatement deux, les 1.C et 2.A. Difficile d'imaginer en effet qu'une démondialisation protectionniste populiste (1.C) puisse être compatible avec un rapport de force Capital / Travail inchangé, sauf peut-être dans un régime national-communiste de répression de la main d'œuvre ! De même il est peu probable que le rapport de force Capital / Travail puisse être modifié en faveur du travail dans une mondialisation inchangée (2.A) où le capital peut se mouvoir à son gré et mettre en concurrence les main-d'œuvres nationales à tous les niveaux de qualification. Ce sont donc deux cas où l'état de la mondialisation et le rapport de force Firmes / Etats qu'ils induisent surdéterminent la donne interne du rapport de force Capital / Travail.

Le scénario 1.A (case verte) est la prolongation de la situation existante, peu inflationniste. Mais il n'est pas viable à terme, de par son incapacité à gérer les défis collectifs mondiaux, en particulier le défi climatique. En laissant les Firmes mettre les Etats en concurrence, il se prête mal à la prise de décisions contraignantes (en matière environnementale notamment) qui viendraient nécessairement renforcer les coûts des entreprises. Mais en retardant le moment des mesures les plus difficiles, ce scénario se condamne à venir buter contre le mur de la réalité, engendrant des coûts d'adaptation finalement plus élevés que dans le scénario 1.B ou 2.B. C'est en ce sens qu'il s'agit d'un scénario d'inflation minimale mais à court terme seulement.

A l'opposé, le scénario 2.C (case rouge) serait le plus susceptible de voir un fort redémarrage de l'inflation. C'est le scénario de la fermeture internationale, de la réduction maximale de la concurrence, à la fois par limitation des échanges de marchandises mais aussi réduction des apports de main d'œuvre par migration vers les pays développés. Le risque serait maximal de retomber dans des spirales de hausse des prix et des salaires.

L'option B de régulation coopérative de la mondialisation ne surdétermine pas a priori le rapport de force Capital / Travail. Tout dépendra de ses propres modalités concrètes et des dynamiques sociales dans les différents pays. Mais cette régulation se traduira nécessairement par des contraintes productives qui augmenteront les coûts de production. Si cette augmentation n'est pas amplifiée par une hausse du coût du travail (1.B), l'inflation structurelle induite restera limitée. Dans le cas contraire (2.B) elle sera renforcée.

C'est dire que si nous vivons actuellement une faible inflation structurelle, possiblement agrémentée de soubresauts de quelques prix réactifs à des conjonctures particulières (minières et agricoles), il n'en sera pas forcément ainsi demain. En conséquence rien n'est moins certain que la poursuite de politiques monétaires permissives : peut-être faudra-t-il demain resserrer la création monétaire et remonter les taux<sup>9</sup> ? L'heure de l'éclatement des bulles d'actifs serait-elle alors venue ? Mais ces bulles existent-elles pour de vrai ou sont-elles purs fantasmes ? Bienvenue à la nouvelle controverse de Valladolid.

---

<sup>9</sup> Au moment où je boucle cette chronique (dernière semaine d'août) des signaux sont perceptibles en ce sens, notamment aux Etats-Unis avec des perspectives de diminution des achats d'actifs par la FED ; mais ces signaux sont encore très ténus et susceptibles d'être rangés au placard en cas de reprise épidémique. Donc, *Wait and see* !

### 3. De la possibilité d'une bulle... ou la nouvelle controverse de Valladolid

Je ne doute pas de l'immense culture historique des lecteurs de cette chronique ! Mais peut-être certains d'entre vous ne se souviennent-ils plus trop de la controverse de Valladolid. En quelques mots, de quoi s'agit-il ? Un tribunal ecclésiastique se réunit en 1550 à Valladolid pour trancher un débat fondamental : les Indiens (d'Amérique) ont-ils une âme ? Quel est l'enjeu ? S'ils ont une âme, on ne peut pas se permettre de les réduire en esclavage et de les faire mourir au travail. Les deux protagonistes principaux sont : Gines de Sepulveda, le méchant Jésuite, qui prétend que les Indiens ne sont pas des créatures de Dieu ; le gentil Dominicain, Bartolomeo de Las Casas, un inlassable défenseur des Indiens. Le tribunal conclura que les Indiens sont bien des fils de Dieu, mais qu'ils pourront utilement être remplacés, en tant qu'esclaves, par des Noirs amenés d'Afrique ! Tout de même, la compassion est une grande vertu chrétienne, mais faut ce qu'il faut, l'économie a ses nécessités ! Amen !

Aujourd'hui, je finis par me demander si les débats autour des bulles financières et immobilières ne relèvent pas d'une telle controverse : les uns crient aux bulles et attendent un jugement implacable qui les fera éclater tandis que d'autres nient jusqu'à l'existence de telles bulles.

Le grand prêtre de la casuistique bullologique<sup>10</sup>, le néo-Sepulveda, alias Patrick Artus, défend fougueusement l'inexistence des bulles dans un stimulant [article du Monde](#) en date du 29 Mai 2021, article peut-être un peu ardu pour beaucoup de lecteurs de cette chronique... et du journal Le Monde aussi : « *Les politiques monétaires ultra-expansionnistes ont fait disparaître le concept de valeur fondamentale des actifs, et par conséquent le concept de bulle* ». Eh oui, il y va fort ! Le raisonnement est imparable à première vue. Tout actif a une valeur fondamentale que l'on peut calculer par actualisation des revenus futurs (loyer d'un bien immobilier, dividende d'une action, revenu d'une obligation). L'actualisation est une opération qui rapporte un revenu futur attendu (au numérateur) à un taux obligataire de référence (du type emprunt d'Etat à 10 ans) au dénominateur). Lorsque le taux diminue, à revenu constant et *a fortiori* à revenu attendu en croissance, la valeur fondamentale augmente. Pour un revenu permanent (type rente perpétuelle) si le taux tend vers zéro, cette valeur tend vers l'infini<sup>11</sup>. Et Artus de conclure :

*Les politiques monétaires ultra-expansionnistes ont donc fait disparaître le concept de valeur fondamentale des actifs, et par conséquent le concept de bulle, si l'on définit celle-ci comme l'écart entre le prix observé de l'actif et sa valeur fondamentale. Puisqu'il n'y a pas de valeur fondamentale, donc plus de prix « normal » pour un actif, tout prix est possible : en théorie, il y a indétermination des prix des actifs dans un tel environnement.*

Pour Artus, l'inflation des actifs provient simplement de la surliquidité de l'économie résultant d'une création monétaire sans limite – indispensable pour sauver les Etats de la faillite - mais ne saurait être interprétée en termes de bulle, la notion n'ayant plus aucune pertinence : circulez, il n'y a rien à voir ! Inutile d'envisager des politiques antibulles : ce serait combattre des

---

<sup>10</sup> La bullologie, comme son nom l'indique, est la science des bulles.

<sup>11</sup> La valeur actuelle d'une rente perpétuelle est égale au montant du revenu annuel divisé par le taux d'actualisation. Si le revenu est égal à 100 et le taux 5% (noté 0,05) la valeur est égale  $100/0,05 = 2000$ . Si le taux est à 1%,  $100/0,01 = 10.000$ , et à 0,1%,  $100/0,001 = 100.000$ . Et lorsque le taux tend vers 0 la valeur tend vers l'infini.

moulins à vent. Mais ne doit-on pas craindre que ce soit un blanc-seing à une spéculation financière ou immobilière sans limite qui creuse plus que jamais un fossé entre le 1% des très hauts revenus et le reste de la population ? De plus l'argumentaire d'Artus doit être examiné avec circonspection : dire qu'il n'y a pas de bulle, au sens où il l'entend, suppose que le taux actuel se maintiendra indéfiniment. La bulle ne doit-elle pas s'apprécier par rapport à un taux de long terme historiquement constaté. Même si l'on sait que depuis le Moyen Âge les taux n'ont cessé de diminuer, le taux zéro n'est pas représentatif d'une quelconque normalité. Je serai donc moins péremptoire qu'Artus ; je dirais plutôt qu'il existe bien des bulles, cachées derrière les politiques monétaires actuelles, mais qu'elles se révéleront et éclateront dès que ces politiques monétaires commenceront à se normaliser et que les taux reviendront à une normalité historique.

A l'inverse du banquier Artus, le défenseur de l'économie réelle, des biens communs et du climat, grand pourfendeur devant l'Éternel de la spéculation et des inégalités, le néo-Bartolomeo de Las Casas, alias Gaël Giraud<sup>12</sup> (Jésuite dans la vraie vie, et pas Dominicain) ne doute pas un instant de l'existence des bulles, comme en témoigne une [interview de 2015](#) :

*Une nouvelle crise financière me semble probable avant 2020. Un signal parmi d'autres : les marchés financiers s'envolent, alors que l'économie réelle stagne en Europe de l'Ouest, au Japon et dans des pays émergents comme le Brésil.*

*Trop d'investisseurs ont profité des taux d'intérêt nuls – décidés par les banques centrales dans l'espoir de relancer la croissance – pour emprunter de l'argent bon marché et parier sur une hausse de l'immobilier ou des marchés financiers, au lieu de l'investir dans des entreprises capables de créer de vraies richesses et des emplois.*

*Aujourd'hui, ces actifs financiers dépassent leur valeur d'avant la crise des subprimes de 2008 ! Ces nouvelles « bulles spéculatives » éclateront tôt ou tard.*

L'enquête dispose par ailleurs d'éléments plus récents prouvant que le néo-Bartolomeo de Las Casas persiste et signe dans son affirmation de bulles financières et immobilières en période de faible taux, comme en témoigne ses tweets récents :



**Gaël Giraud** @GaelGiraud\_CNRS · 15 juil.

Les bulles immobilières et financières sont les deux principales sources d'explosion des inégalités de revenus (pdt que les salaires stagnent, les revenus du capital s'envolent) et aussi les 2 bénéficiaires de la générosité monétaire des banques centrales. Cherchez l'erreur.



**Gaël Giraud** @GaelGiraud\_CNRS · 18 de juny de 2020

Le TLTRO et l'ensemble de la politique monétaire de la BCE devraient être verts.

La manne de la BCE alimente les bulles spéculatives sur les marchés financiers, la bulle immobilière & les énergies fossiles. Creusement des inégalités et crise écologique. Une politique "neutre" ?



**Gaël Giraud** @GaelGiraud\_CNRS · 20 nov. 2020

Magnifique décision : les bulles immobilière et financière, alimentées par un secteur bancaire privé qui fait feu de tout bois, doivent être régulées sans état d'âme si nous voulons éviter l'explosion sociale induite par 40 ans de violences néo-libérales.

<sup>12</sup> Pour une approche moins sommaire de sa pensée, lire Gaël Giraud, *Illusion financière, des subprimes à la transition écologique*, Les Editions de l'Atelier / Les Editions Ouvrières, 2014

Alors qui faut-il croire quant à l'existence des bulles ? Notre néo-Sepulveda ne croit pas plus à l'existence des bulles que Sepulveda ne croyait à la possibilité d'une âme pour les Indiens. Et notre néo-Bartolomeo de Las Casas multiplie les déclarations de compassion pour les victimes des bulles tout comme son ancêtre le faisait en faveur des Indiens. Pour trancher ce débat nous n'aurons pas d'autre option que de convoquer un tribunal des bulles.

Réfléchissons tout d'abord à la composition du jury qui édictera le verdict. J'envisage deux banquiers, deux agents immobiliers, deux gestionnaires de fonds d'investissement du *Shadow Banking*, deux Professeurs de Finance, un élu de droite et un de gauche, deux syndicalistes et deux écologues, voire trois (il y a tellement de tendances chez eux !); et puis il faut des femmes, c'est très bien vu et sinon je vais me faire traiter de macho sexiste : Janet Yellen et Christine Lagarde devraient faire l'affaire et elles en tireront peut-être des idées pour ajuster les politiques monétaires. Et Greta Thunberg, bien sûr : elle ne connaît rien à la finance mais ce n'est pas grave ; sa présence crédibilisera le verdict auprès des jeunes. Et, précisément, il faut concevoir un verdict circonstancié, digne d'une controverse de Valladolid, donc du genre « non aux esclaves indiens, oui aux esclaves noirs ». Je peux suggérer un canevas pour ce verdict :

**-les bulles spéculatives existent bien et sont dommageables à la société, donc condamnables,**

- mais elles sont inhérentes à la finance *new-look* qui s'est mise en place au cours des dernières décennies,

- et cette finance peut faire des miracles pour sauver le climat, à l'aide d'instruments financiers sophistiqués décourageant l'émission de carbone ou encourageant l'investissement vert,

- en conséquence, et **conformément aux enseignements de Saint Thomas d'Aquin (1225-1274) dans sa Somme Théologique, nous concluons que seule l'intention morale compte,**

- donc une spéculation engagée pour le bien du climat ne peut qu'être approuvée ; vendez à découvert les mines de charbon et les gisements pétroliers ; achetez sans limites le solaire, l'isolation des bâtiments... et des voitures à pédales pour vos enfants afin qu'ils ne rêvent pas de piloter des avions,

- ce dont il résulte que **toute bulle repeinte en vert bénéficie d'une indulgence plénière !**

Allez buller en paix mes bien chers frères ! Les bulles vertes veilleront sur le climat. A tout hasard néanmoins, n'oubliez pas d'acheter, à crédit avec un taux indexé sur la réduction des émissions de CO<sub>2</sub>, un climatiseur à panneaux solaires, pour rafraîchir votre bulle domestique... si précieuse en ces temps troublés et confinés !

Henri REGNAULT, le 28 août 2021  
henri.regnault@univ-pau.fr

**Diffusion de LA CRISE** : le 15 mars 2021, avant la mise en ligne du N°50, le compteur de LA CRISE était à 164702 ; il est à ce jour à 167841 soit 3139 connexions depuis cette mise en ligne.