

LA CRISE

N° 55, Février 2023

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

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

QUATRE CRISES ET UNE INFLATION

Résumé : La plupart des économistes, courant 2021, n'envisageaient l'inflation que comme un phénomène transitoire, lié à une remise en route chaotique de l'économie mondiale après le coup de frein de la pandémie Covid. La poursuite et l'amplification de l'inflation à l'échelle mondiale en 2022 oblige à renouveler l'analyse. L'inflation actuelle se situe au carrefour de quatre crises : une crise sanitaire qui se prolonge plus qu'envisagé initialement ; une double crise géopolitique, en Europe mais aussi dans la zone Indo-Pacifique ; une crise climatique qui impose d'urgence des choix technologiques et des investissements coûteux ; une crise sociale sur fond d'inégalités profondes aggravées par l'inflation, susceptible d'enclencher une spirale prix-salaires et donc de pérenniser l'inflation. Phénomène ancré dans des pénuries d'offre relevant de l'économie réelle, cette inflation est combattue monétairement par des hausses de taux, enclenchant un risque de récession et impliquant des impacts patrimoniaux lourds. A préférer la récession monétaire à l'inflation réelle, le risque n'est-il pas d'avoir les deux à la fois, c'est-à-dire la stagflation ?



1. Une inflation bien installée, au carrefour de quatre crises p.3
2. Quelle inflation demain ? Quelques scénarios d'évolution p.9
3. Et mes sous dans tout ça : entre inflation réelle et traitement monétaire p.16

Comme beaucoup d'économistes, j'ai pensé il y a deux ans que la sortie de la crise sanitaire Covid, du fait de la désorganisation des circuits productifs et logistiques, serait marquée par une inflation significative à l'échelle mondiale, mais provisoire, le temps de rétablir un fonctionnement « normal » de la production et de la distribution dans leur architecture internationale globalisée antérieure. Pour l'essentiel, c'est la thèse que j'ai défendu dans le N°51 de cette chronique (juin 2021, [Le syndrome du dentifrice ou le covid long des économistes](#)) même si j'y proposais des scénarios d'évolution à moyen terme moins optimistes, sur lesquels on reviendra plus loin, Deux ans plus tard, force est de reconnaître que nous sommes confrontés à une inflation durable. Pourquoi un tel changement de perspective ? Les économistes étaient-ils borgnes voire aveugles ? Non, mais ils ne voyaient et ne pouvaient fonder leurs projections que sur ce qui était visible à l'époque : la crise sanitaire et ses perspectives de sortie telles qu'elles pouvaient être imaginées à un moment où les vaccins occidentaux à ARN messenger montraient toute leur efficacité pour dédramatiser cette pandémie. Ils ne pouvaient pas voir les trois cygnes noirs (symbole de l'imprévu, de l'impensable) qui allaient sortir du bois dans les mois suivants, ci-dessous par ordre d'entrée en scène :

- l'entêtement de la Chine dans une politique zéro-covid qui s'est avérée contreproductive ;
- l'entrée en guerre d'une Russie qui s'embourbe dans une impossible conquête de l'Ukraine ;
- la mondialisation de la crise géopolitique par son extension à la zone Indo-Pacifique, suite à l'obsession chinoise d'une reconquête militaire de Taiwan.

Nous sommes donc face à une crise sanitaire qui perdure et à une crise géopolitique qui se mondialise. Mais là ne s'arrêtent pas les vecteurs inflationnistes. L'urgence climatique a été soulignée par des épisodes météo extrêmes durant les deux dernières années, aussi bien en Europe qu'en Amérique du Nord, conduisant à une accélération de l'agenda climatique, source de surcoûts supportés par les Ménages, les Entreprises et les Etats selon des modalités variables suivant les politiques concrètement adoptées dans les différents pays. Un vecteur de *greenflation* vient donc s'ajouter à une équation inflationniste déjà bien chargée. Cette inflation vient rogner le pouvoir d'achat des Ménages et tout particulièrement celui des plus modestes dont les coefficients budgétaires alimentaires et énergétiques sont les plus élevés : de quoi alimenter une tempête sociale, à partir de revendications salariales dont la satisfaction vient nécessairement augmenter les coûts de production des entreprises et les coûts de fonctionnement des Etats, enclenchant ainsi une spirale salaire-prix. Et il est plus facile d'entrer dans cette spirale que d'en sortir !

C'est ainsi que la plupart des pays sont engagés dans un itinéraire inflationniste majeur, au carrefour de quatre crises : sanitaire, géopolitique, climatique et sociale. Nous allons tout d'abord essayer de prendre la juste mesure de ce phénomène inflationniste et de l'articulation complexe des quatre crises en arrière-plan. Nous essaierons ensuite de nous projeter vers l'avenir en poursuivant une prospective entamée dans le premier numéro consacré à l'inflation (N°51, juin 2021). Enfin, dans la rubrique « *Et mes sous dans tout ça !* » nous nous interrogerons sur un paradoxe bizarre : on est face à un processus inflationniste dont les racines sont profondément ancrées dans l'économie réelle, à travers des pénuries de biens alimentaires et énergétiques ou des désordres dans les chaînes logistiques ; pourtant le traitement du phénomène est confié aux Banques centrales qui actionnent leurs instruments de politique monétaire (taux d'intérêt, masse monétaire). Cette dichotomie réel / monétaire interpelle nécessairement l'observateur qui peut craindre une inadéquation du remède au mal à combattre, avec des conséquences patrimoniales majeures.

1. Une inflation bien installée, au carrefour de quatre crises

L'encadré N°1 en page suivante vous permet de visualiser les taux d'inflation 2022 dans le Monde entier (carte FMI) ainsi qu'en zone Euro (tableaux Eurostat). Il se trouve que dans le numéro antérieur que j'avais consacré à l'inflation (N°51, juin 2021), j'avais reproduit la même carte du FMI pour 1980 et 2020 : si vous avez le courage de cliquer sur [ce lien](#) et d'aller à la page 4, vous allez constater que la carte 2022 ressemble beaucoup plus à celle de 1980 qu'à celle de 2020, avec des taux d'inflation élevés pour la plupart des pays. C'est dire qu'en matière d'inflation le Monde vient en quelques mois de faire un retour en arrière de plusieurs décennies. On s'était habitué à ce que l'inflation soit une affaire de « sous-développés », avec des pays phare comme le Zimbabwe ou l'Argentine aux taux annuels de plusieurs dizaines voire centaines de %, tandis que les pays développés restaient sagement à des taux très faibles, en accord avec l'objectif de 2% affiché par les Banques centrales.

Pour 2022, seuls trois pays s'affichent en dessous de 3% sur la carte du FMI :

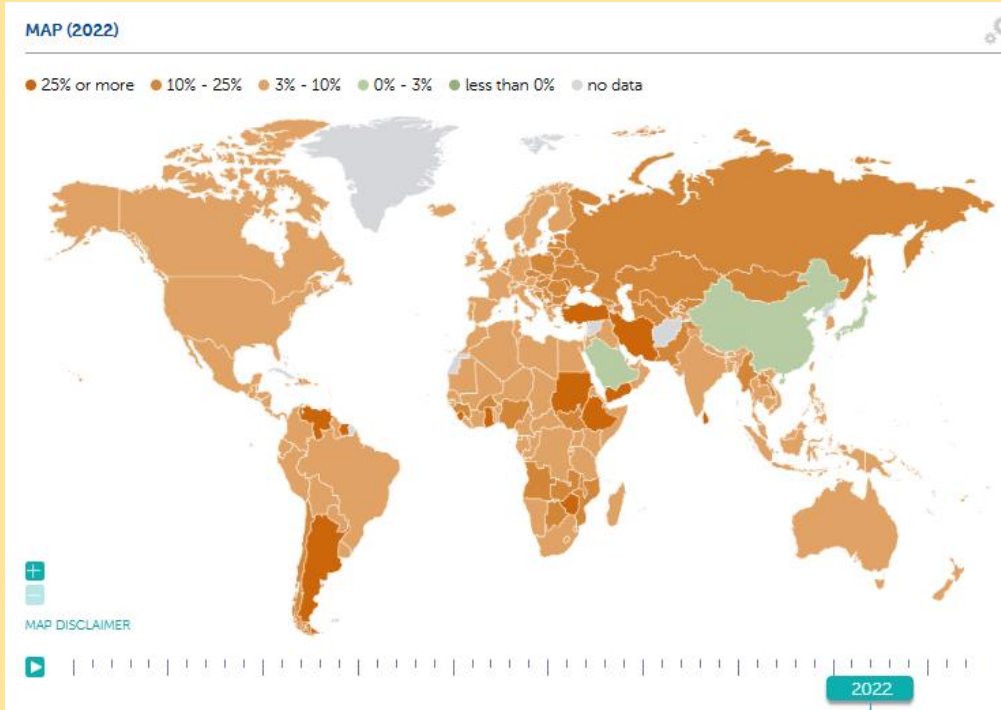
- le Japon à 2% ;
- la Chine à 2,2% : je n'en crois pas le premier mot, vu la réputation des statistiques chinoises !
- l'Arabie Saoudite à 2,7% : je ne sais pas trop quoi en penser. Pour sûr, ce n'est pas le prix de l'énergie importée qui les étouffe, mais quid de l'alimentation ? Peut-être subventionnée par l'Etat en tirant des chèques sur la manne pétrolière.

La plupart des pays développés sont entre 5 et 10% : France 5,8%, Australie 6,5%, Canada 6,9%, Etats-Unis 8,1%, Allemagne 8,5%, Royaume-Uni 9,1%.

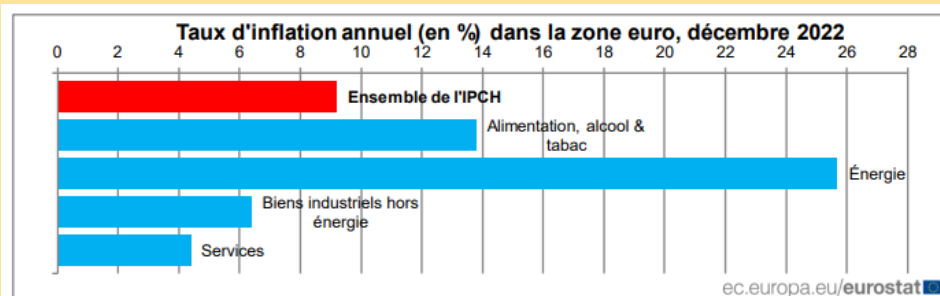
Enfin, en haut de l'échelle de l'inflation, la Turquie (73%) parvient à dépasser d'un cheveu l'Argentine (72%) tout en restant très loin des records impressionnants du Venezuela (210%) et du traditionnel champion du Monde, le Zimbabwe (285%).

Toutefois, en tant qu'économiste, les chiffres bruts de l'inflation, tels que je viens de les rapporter pour 2022, et encore plus tels qu'on peut les suivre de mois en mois, ne me font ni chaud ni froid ! C'est un peu comme les cours de bourse au jour le jour, ça va, ça vient, ça monte, ça descend, au gré de la conjoncture immédiate et des anticipations des intervenants sur les marchés ; mais rien de nécessairement structurel. Il suffit d'une méchante sécheresse ou au contraire de dramatiques inondations ou encore d'un gel malencontreux au mauvais endroit au mauvais moment pour que des prix alimentaires explosent sous l'effet combiné des pénuries effectives et des anticipations spéculatrices sur les marchés à terme. Et si au même moment un événement technique majeur ou une inflexion géopolitique inquiétante perturbe les approvisionnements énergétiques, les taux d'inflation explosent. C'est d'ailleurs cette concomitance d'un choc sur les prix alimentaires et d'un autre sur les prix de l'énergie que nous venons de vivre en 2022 avec la guerre en Ukraine : gros impact direct sur les prix du gaz et du pétrole, se répercutant sur le prix de l'électricité auquel s'ajoute un fort impact sur les prix des céréales et des oléagineux (blocage des exportations et réduction des volumes produits de céréales et de tournesol). Mais dès ce début 2023 on voit les prix refluer, les cours mondiaux revenir au niveau antérieur à l'invasion de l'Ukraine, une fois les circuits d'approvisionnement réorganisés, avec l'aide toutefois d'une météo clémente au début de l'hiver en Europe.

Encadré N°1 2022, Taux d'inflation Monde et Zone Euro



Source : [IMF Datamapper](https://datamapper.imf.org/)



Taux d'inflation annuel et de ses composantes (en %) dans la zone euro

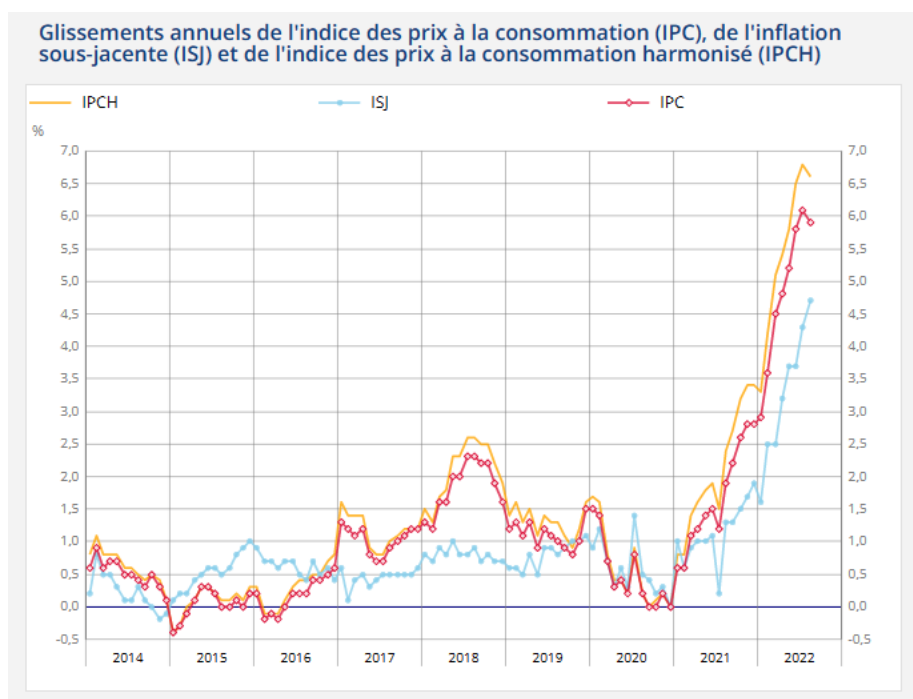
	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
		2022	Déc 21	Juil 22	Août 22	Sep 22	Oct 22	Nov 22	Déc 22
Ensemble de l'IPCH	1000,0	5,0	8,9	9,1	9,9	10,6	10,1	9,2e	-0,3e
Ensemble hors:									
> énergie	890,7	2,8	5,4	5,8	6,4	6,9	7,0	7,2e	0,6e
> énergie, aliments non transformés	841,2	2,7	5,1	5,5	6,0	6,4	6,6	6,9e	0,7e
> énergie, alimentation, alcool & tabac	681,8	2,6	4,0	4,3	4,8	5,0	5,0	5,2e	0,6e
Alimentation, alcool & tabac	208,9	3,2	9,8	10,6	11,8	13,1	13,6	13,8e	0,7e
> aliments transformés y compris alcool & tabac	159,4	2,8	9,4	10,5	11,5	12,4	13,6	14,3e	0,9e
> aliments non transformés	49,5	4,7	11,1	11,0	12,7	15,5	13,8	12,0e	0,0e
Énergie	109,3	25,9	39,6	38,6	40,7	41,5	34,9	25,7e	-6,5e
Biens industriels hors énergie	265,2	2,9	4,5	5,1	5,5	6,1	6,1	6,4e	0,4e
Services	416,7	2,4	3,7	3,8	4,3	4,3	4,2	4,4e	0,7e

e estimation

Source [Eurostat](https://ec.europa.eu/eurostat/)

Pour appréhender la prégnance du phénomène inflationniste et sa capacité à s'auto-entretenir, il faut éliminer de l'indice les prix les plus fluctuants c'est-à-dire les postes énergie et alimentation. On obtient alors ce que les économistes appellent l'inflation sous-jacente (voir la définition complète qu'en donne l'INSEE en note de bas de page¹), qui élimine la dimension conjoncturelle de l'inflation pour n'en retenir que la tendance structurelle, fondamentale. Le graphique ci-dessous relatif à la France, portant sur la période 2014-2022, illustre bien tout l'intérêt du concept : lorsque l'inflation sous-jacente s'envole (voir la courbe bleue) jusqu'à 5%, après être restée sous les 1% pendant de nombreuses années, c'est que l'inflation s'est diffusée, ancrée au plus profond des rouages économiques et qu'elle ne peut plus être prise à la légère.

France : une inflation sous-jacente affirmée



Source : [INSEE](#)

Comment analyser cette inflation sous-jacente qui, par définition, ne porte pas sur les postes actuellement les plus concernés par les hausses de prix, donc pas sur l'énergie (26% d'augmentation en zone Euro entre décembre 2021 et décembre 2022) ni sur l'alimentation (14% de hausse sur la même zone Euro). Il faut rechercher les causes du phénomène dans l'effet retard de diffusion des coûts de production des intrants des autres secteurs (industries et

¹ « 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 ». [Source INSEE.](#)

services) et dans les effets dits de second tour, de rattrapages salariaux qui peuvent mettre en place une spirale prix-salaires.

Mis à part les pays en hyperinflation, qui appellent des analyses spécifiques (liées en particulier à une fuite devant la monnaie locale), la montée générale de l'inflation se situe au carrefour des quatre crises déjà énoncées (sanitaire, géopolitique, climatique et sociale), chacune intervenant directement ou indirectement au processus dans des proportions diverses et évolutives, avec des temporalités différentes. La crise sanitaire allume la mèche, la crise géopolitique en version Ukraine jette de l'essence sur le feu naissant, mais l'une comme l'autre n'a pas vocation à être pérenne : on est là dans le court/moyen terme. Par contre une poursuite éventuelle de l'inflation pourrait trouver à s'alimenter durablement de la crise géopolitique en version Taiwan (rivalité sino-américaine), de la crise climatique et de la crise sociale.

La crise sanitaire inaugure donc le processus, à travers la désorganisation des circuits productifs et logistiques au départ des ports chinois (montée en flèche des tarifs des porte-conteneurs). La politique Zéro-covid mise en place par la Chine prolonge plus longtemps qu'initialement envisagé la désorganisation des circuits d'approvisionnement. La fin récente et brutale de cette même politique Zéro-covid et la recherche accélérée d'une immunité collective chinoise – par contamination plus que par vaccination efficace, au prix d'une mortalité tout aussi accélérée – présage de quelques mois encore de troubles et incertitudes dans la production et la logistique chinoise, prolongeant le vecteur inflationniste de la crise sanitaire. Mais on peut espérer en apercevoir la fin, sauf variant du virus imprévisible et résistant aux vaccins actuellement disponibles

La crise géopolitique version Ukraine constitue le booster absolu de l'inflation actuelle. L'entrée en guerre d'une Russie qui s'embourbe dans une impossible conquête de l'Ukraine et annexion de territoires, vient perturber, dans un entrelac de sanctions et représailles, les marchés mondiaux alimentaires et énergétiques, provoquant une flambée inflationniste immédiate de très grande ampleur.

Vient s'ajouter une mondialisation de la crise géopolitique par son extension à la zone Indo-Pacifique, suite à l'exacerbation d'un nationalisme chinois focalisé sur une reconquête militaire de Taiwan, à grand renfort de manœuvres belliqueuses, aériennes et maritimes. Si on est encore probablement loin d'un conflit armé dans la zone, la simple perspective d'une telle éventualité est loin d'être neutre, Les entreprises étrangères vont y regarder à deux fois avant d'investir en Chine ou de confier à des entreprises chinoises des segments de fabrication de leurs produits, de peur de devoir évacuer en catastrophe, comme on vient de le voir en Russie pour les sociétés occidentales². En plus des perturbations chinoises liées au covid, cette extension de la crise géopolitique ne peut que remettre en cause l'architecture de la globalisation et entraîner des relocalisations productives et des hausses de coûts de production, alimentant une tendance inflationniste de fond, à moyen et long terme.

La prise de conscience de l'urgence climatique conduit à accélérer des mutations technologiques au détriment des énergies carbonées (charbon, pétrole, gaz) et en faveur, d'une part, du nucléaire et, d'autre part, des renouvelables intermittents (solaire, éolien) et des

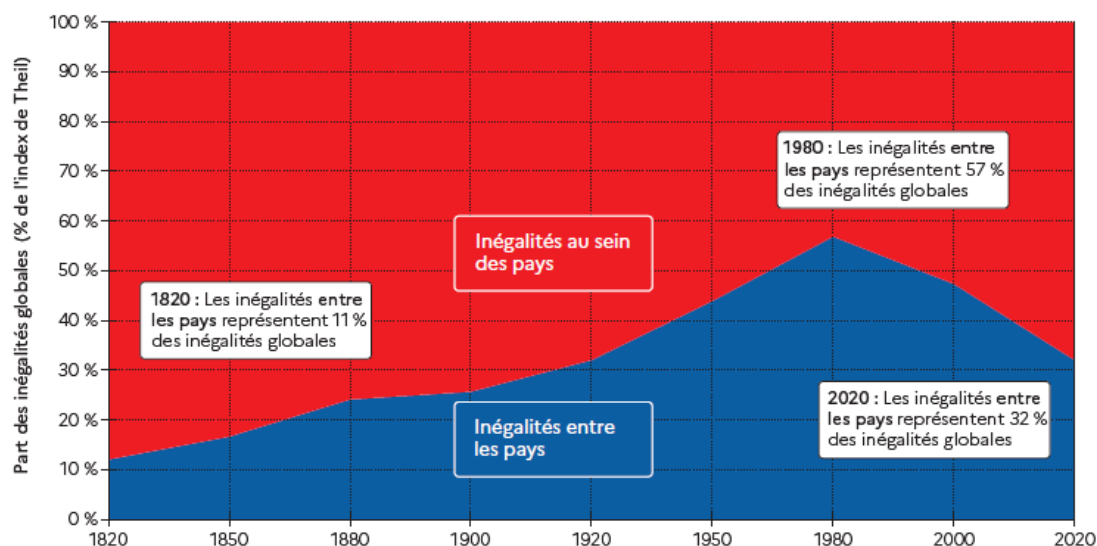
² Pour une juste appréciation de l'ampleur (limitée) du phénomène, cf. [Evenett, Pisani, dec 2022](#). A fin novembre 2022, 8,5% des firmes occidentales (U.E. et G7) implantées en Russie s'étaient séparées au moins d'une de leurs filiales russes.

techniques de stockage de l'électricité (hydrogène, batteries) permettant de contourner l'intermittence au prix de très lourds investissements qui se répercutent dans le coût de production du kWh. Le volume énorme des investissements requis pour cette transition énergétique dans ses multiples dimensions (mobilités, logement, industrie, agriculture) augure d'une tendance de fond lourde et de longue durée à l'augmentation des coûts de production et donc des prix des biens, induisant une érosion du pouvoir d'achat des Ménages.

Et c'est bien au niveau des Ménages que se jouera une bonne partie de l'avenir du processus inflationniste, dans le cadre d'une crise sociale, latente ou déclarée suivant les pays. On est là au cœur de la problématique économique des effets de second tour évoqués plus haut (boucle prix-salaires), mais aussi au cœur de la problématique sociologique de la « giletjaunisation » de nos sociétés démocratiques à inégalités croissantes, sous l'effet d'une mondialisation qui a réduit les inégalités entre nations mais les a accrues au niveau national, comme l'illustre le graphique ci-dessous, repris du dernier rapport sur les inégalités mondiales.

Inégalités de revenus mondiales : inégalités entre pays et inégalités à l'intérieur des pays (coefficient de Theil), 1820-2020

Source : [Rapport sur les inégalités mondiales 2022](#)



Interprétation : L'importance des inégalités entre les pays par rapport aux inégalités globales, comme mesurée par l'index de Theil, a augmenté entre 1820 et 1980 et fortement décliné depuis lors. En 2020, les inégalités entre les pays représentent environ un tiers des inégalités globales entre les individus. Le reste est dû aux inégalités au sein des pays. Les revenus sont mesurés après opération des systèmes de pension et d'allocations de chômage, et avant les taxes et les transferts. **Sources et séries :** [wir2022.wid.world/methodology](#) et Chancel and Piketty (2021).

Avec son recul historique sur deux siècles, ce graphique illustre bien l'impact sur les inégalités de revenus qu'a eu la mondialisation néolibérale à partir des années 1980, portée à l'origine par les politiques de Reagan et Thatcher puis largement promues, au Nord comme au Sud. De 1820 à 1980, la part des inégalités entre pays n'a cessé de croître, passant de 11% des inégalités globales à 57%, sous l'effet d'un développement beaucoup plus rapide des pays développés par rapport aux pays en développement, colonisés en début de période, puis progressivement indépendants pendant les décennies 50 et 60. Après 1980 et jusqu'à aujourd'hui, le processus s'inverse et les inégalités à l'intérieur des pays deviennent dominantes, représentant en 68% des inégalités globales en 2020. Le développement de la division internationale des processus de production, porté par une vague sans précédent d'investissements directs à l'étranger, a dopé

les taux de croissance de pays du Sud qui ont pu véritablement décoller et ont vu se développer une classe moyenne, mais ont enregistré aussi une violente montée de leurs inégalités internes.

Au cours des 40 dernières années, les pays développés ont connu une véritable rupture inégalitaire, en partie imputable à la mise en concurrence des travailleurs du Nord et du Sud. Les classes moyennes (à la définition floue et fluctuante) ont été lentement mais sûrement paupérisées et ont perdu la croyance en un ascenseur social pour les générations suivantes. Et surtout, en bas de l'échelle sociale, s'est formé ce que les sociologues appellent le « précarariat », en contractant les mots « précarité » et « prolétariat ». On n'entrera pas ici dans le débat, qui semble bien occuper les sociologues, de savoir si le précarariat constitue une nouvelle classe sociale ou pas. On retiendra l'idée qu'à côté d'un salariat stable organisé autour de contrats de travail à durée indéterminée et bien protégé par le droit du travail, un environnement syndical et un salaire minimum, il existe un vaste ensemble composite de travailleurs aux statuts divers mais qui ont en commun la précarité de leur situation et l'incapacité à se projeter dans l'avenir :

- travailleurs au statut incertain et peu protecteur : salariés qui enchaînent des contrats d'intérim ou à durée déterminée sans certitude d'un renouvellement et sans perspective de passer en CDI, salariés à temps partiel non désiré, contrats zéro heure (au Royaume-Uni en particulier) dont le temps de travail est à l'appréciation de l'employeur et donc de ses besoins au jour le jour, autoentrepreneurs au statut imposé par des employeurs donneurs d'ordre sans aucun engagement vis-à-vis de leurs intervenants (livreurs, VTC, Uber) qui doivent financer eux-mêmes leur outil de travail.

- des semi-actifs : retraités pauvres obligés de trouver d'autres sources de revenus, chômeurs et allocataires divers avec éventuellement du travail au noir.

La combinaison de la paupérisation relative de la classe moyenne et du développement du précarariat au cours des dernières décennies, sur fond d'exacerbation des inégalités de revenus et de patrimoine, constitue le terreau d'une profonde crise sociale dans la plupart des pays développés à régime démocratique, crise plus ou moins latente ou aigüe suivant les périodes et les pays. Les manifestations de cette crise sociale sont nombreuses : précarité alimentaire nécessitant un changement d'échelle de l'assistance alimentaire, précarité énergétique de nombreux ménages incapables de se chauffer du fait des prix de l'énergie dans les pays qui n'ont pas mis en place de bouclier tarifaire, votes populistes de rejet des gouvernements en place, mouvements sociaux (grèves, manifestations) en augmentation dans plusieurs pays, dont le Royaume-Uni, victime d'un Brexit populiste. La crise sociale est actuellement boostée par l'inflation... en attendant que l'inflation soit elle-même boostée par le retour du bâton social !

Voilà donc l'état des lieux que l'on peut faire aujourd'hui d'une inflation au confluent de quatre crises distinctes mais en interaction, aux temporalités bien différentes. On peut espérer en finir rapidement avec la crise sanitaire, sauf mauvaise surprise d'un variant qui ne serait pas maîtrisé. On aspire aussi en finir le plus vite possible avec la phase aigüe de la crise géopolitique que constitue la guerre en Ukraine, sans certitude que cette aspiration ne soit rien d'autre qu'un vœu pieux ! Mais la rivalité géopolitique sino-américaine et la remise en cause de la globalisation économique qu'elle génère va être une donnée de long terme, tout comme les ajustements productifs qu'elle appelle impérativement la crise climatique, le tout sur fond de désespérance sociale ! C'est dire que l'inflation a un bel avenir devant elle, même s'il est difficile d'en tracer la trajectoire précise une fois que les deux boosters Covid et Ukraine seront éteints, ne laissant plus en action que les moteurs au long cours : climat, déglobalisation, luttes sociales.

2. Quelle inflation demain ? Quelques scénarios d'évolution.

Il y a deux ans, la plupart des économistes envisageaient l'inflation comme un phénomène transitoire, strictement post-covid, faute de pouvoir lire dans la tête de Poutine ou de Xi Jing Ping (ce qui n'est pas de la compétence des économistes, mais il est vrai aussi qu'ils n'écoutent pas beaucoup les autres disciplines !), faute d'attacher suffisamment d'attention à l'urgence climatique et aux coûts des lourds ajustements productifs qu'elle appelle, et faute d'imaginer l'exacerbation de la détresse sociale qu'allait provoquer la première vague inflationniste (mais ça, c'est le travail des sociologues !).

Votre chroniqueur, lui aussi économiste ... même s'il se soigne depuis longtemps, écrivait ainsi à la page 4 du N°51 daté de septembre 2021 (donc rédigé pendant l'été) :

« ... 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 ».

Toutefois, avec l'expérience et la prudence qui sied si bien à un chercheur au long cours, j'ajoutais aussitôt dans le même paragraphe : *« ... 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 ».*

Ouf, je n'ai pas totalement manqué de clairvoyance... même si je ne pensais pas forcément que le moyen-long terme allait arriver aussi vite ! Dans la deuxième partie de cette chronique N°51, je proposais donc des scénarios prospectifs de l'inflation structurelle sur biens et services (l'inflation sous-jacente). Pour élaborer différents scénarios il faut identifier des variables et c'est au croisement des différentes positions de ces variables que vont se dessiner différents avènements possibles. J'avais retenu deux variables :

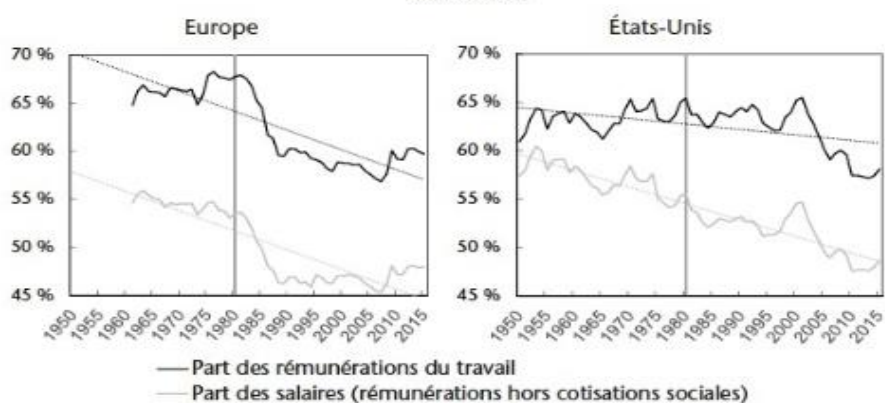
- le rapport de force entre les firmes et les Etats, en arrière-plan duquel se dessinent plusieurs paysages possibles de la mondialisation suivant que les firmes peuvent bénéficier d'une plus ou moins large liberté de manœuvre à l'échelle mondiale, en termes de flux de capitaux et de flux de marchandises ou bien d'optimisation fiscale.

- le rapport de force entre le capital et le travail qui va notamment influencer sur la répartition de la valeur ajoutée entre rémunération du travail et rémunération du capital.

Ces deux rapports de force renvoient à deux sphères d'analyse bien distinctes, mais néanmoins ils ne sont pas totalement indépendants l'un de l'autre. En particulier le rapport capital-travail est en partie déterminé par l'état de la mondialisation. On a déjà vu comment le tournant néo-libéral de la mondialisation dans les années 80 a fait augmenter la part des inégalités de revenus nationales dans les inégalités de revenus mondiales (cf. graphique p.7). La mise en concurrence systématique des pays du Nord et du Sud a en effet renversé la tendance en matière de répartition de la valeur ajoutée, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis, comme l'illustre le graphique ci-dessous (repris du Blog CEPII, [Comment expliquer la déformation du partage de la valeur ajoutée depuis 30 ans](#), Sophie Piton, Antoine Vatan, novembre 2018). Entre 1980 et 2015 la part des salaires bruts est passée en Europe de 68% à 60% de la valeur ajoutée, aux

Etats-Unis de 65% à 58%. Les auteurs remarquent que « en France et en Allemagne par exemple, la part salariale a perdu 3 points tous les dix ans en moyenne depuis 1980 ».

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.

Toutefois, la relation entre les deux variables n'est pas à sens unique. La montée des tensions sociales dans les pays du Nord, en particulier dans des zones particulièrement affectées par le déclin des industries traditionnelles, n'est pas étrangère à la remise en cause de politiques de libre-échange et à l'adoption de mesures protectionnistes pour protéger les anciennes activités ou à la mise en place de subventions à la localisation de nouvelles activités. Les politiques de Trump puis de Biden vont dans ce sens : le premier prend des mesures protectionnistes contre la Chine en augmentant les droits de douanes sur des produits sensibles, le second maintient ces mesures et y rajoute son IRA (*Inflation Reduction Act*) visant à encourager les investissements dans les industries de nouvelle génération sur le sol américain. On peut regretter que l'idiot du village – l'Europe- ne semble pas comprendre ce qui se passe et s'accroche à son libre-échangeisme idéologique sans aucune vision stratégique, ainsi qu'à sa croyance mystique en la Très Saint Concurrence, qui vont broyer l'industrie européenne dans les rouages de la rivalité sino-américaine.

Les scénarios d'inflation que j'avais proposé en 2021 s'inscrivait donc à la croisée des deux rapports de force Etats-Firmes et Capital-Travail, avec plusieurs états possibles concernant ces rapports de force.

Pour le rapport Capital-Travail :

- Option 1 : maintien du rapport de force antérieur, favorable au Capital, écrasant les salaires
- Option 2 : évolution en faveur du Travail avec remontée des salaires dans la répartition de la valeur ajoutée.

Pour le rapport Etats-Firmes :

- Option A : maintien de la situation actuelle, dans laquelle les firmes bénéficient à la fois d'une liberté maximale de mouvement à l'échelle mondiale, d'un flux constant de main d'œuvre immigrée dans les pays du Nord à démographie interne déprimée, le tout agrémenté d'une concurrence fiscale entre les Etats ... soit, au total, le paradis du Capital !

- Option B : un recadrage négocié de la mondialisation dans une approche multilatérale réaffirmée, définissant des plages de souveraineté économique renforcée, garantissant une imposition significative des firmes multinationales et organisant une coopération effective autour d'objectifs climatiques partagés ; je ne vous cacherai pas que c'est mon option préférée ... mais ce n'est pas moi qui décide !

- Option C : une démondialisation sauvage qui consacrerait un retour puissant du protectionnisme entre plusieurs blocs mondiaux, la fin du multilatéralisme commercial rendant problématique un multilatéralisme climatique pourtant indispensable, un rejet des migrations de main d'œuvre. En dépit d'apparences trompeuses, ce ne serait en rien le paradis du Travail, car les niveaux de vie baisseraient partout.

Au croisement de ces options (1,2 ; A, B, C) se dessinaient 6 scénarios possibles quant au niveau d'inflation structurelle :

Tableau repris de LA CRISE N°51, Septembre 2021
Prospective de l'inflation structurelle sur biens et services

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

Avec un an et demi de recul, une guerre en Ukraine en plus, une crise géopolitique sérieuse émergeant dans la zone Indo-Pacifique, une contrainte climatique encore plus prégnante et une accentuation de la crise sociale sous l'effet de la vague d'inflation conjoncturelle (Covid + Ukraine), où en sommes-nous ? Deux scénarios étaient déclarés improbables car associant des options incompatibles. Aujourd'hui il faut admettre que ce ne sont plus seulement deux croisements d'options qui sont improbables mais deux options en elles-mêmes. Le rapport de force Capital-Travail inchangé (option 1) et le rapport de force Firms-Etats inchangé (option A) sont de plus en plus improbables :

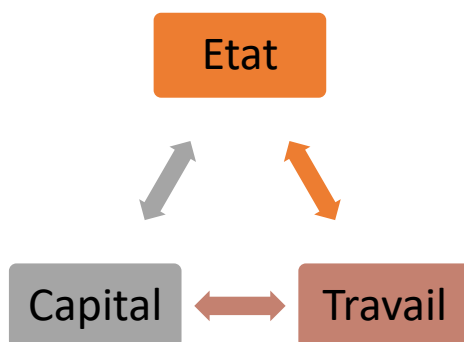
- l'option A d'une mondialisation inchangée ne résiste pas à la rivalité sino-américaine et aux impératifs de la lutte contre le changement climatique : mesures commerciales américaines (commerce des puces électroniques, relèvement des tarifs douaniers américains, subventions de l'IRA américain), mise en place par l'Europe de sa taxe carbone aux frontières. L'OMC n'est

plus que l'ombre d'elle-même, devant avaler de multiples couleuvres pour ne pas avaliser son propre acte de décès !

- l'option 1 d'un rapport de force Capital-Travail inchangé n'est pas plus soutenable : l'approfondissement de la crise sociale dans les pays développés rend indispensable un *new deal* dans la répartition de la valeur ajoutée, au détriment des revenus du capital, que ce soit directement en faveur du Travail à travers le salaire ou indirectement, via l'impôt, au profit d'Etats redistributeurs.

Cette invalidation de deux options réduit sérieusement le champ des scénarios possibles, limités à deux : 2B et 2C.

Toutefois, la limite principale de mon raisonnement initial n'est pas dans l'invalidation d'options, conséquence d'évolutions géopolitiques et sociétales accélérées au cours des deux dernières années et qu'il faut acter aujourd'hui. Elle est plutôt dans la juxtaposition par un incorrigible économiste de deux relations binaires (Firmes – Etats et Capital – Travail) alors qu'il serait plus judicieux de raisonner dans un cadre triangulaire entre trois pôles : Etat, Capital, Travail.



L'intérêt de ce cadre triangulaire est d'intégrer au raisonnement la relation entre les Etats et le monde du travail et d'ouvrir le champ du raisonnement aux sociologues et aux politistes. Car la situation du salariat et des travailleurs supposés indépendants ne se détermine pas seulement dans une relation binaire avec le patronat autour de la rémunération directe mais aussi dans une relation avec les Etats autour des inégalités que subit le monde du travail et des mesures correctrices que ces Etats peuvent prendre... ou ne pas prendre, dans le cadre de leurs choix budgétaires. Cette relation influe sur la cohésion sociale, se répercutant sur les choix électoraux et débouchant possiblement sur des troubles sociétaux majeurs tels que ceux qu'a pu engendrer le mouvement des gilets jaunes en France : ce mouvement a largement débordé d'une simple relation capital-travail et conduit à une remise en cause générale des relations sociales.

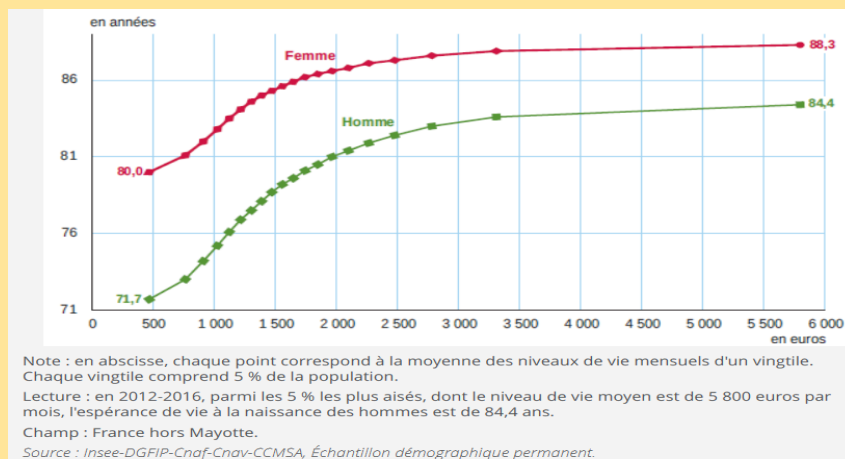
En effet, les inégalités croissantes, effectives ou ressenties, ne sont pas seulement des inégalités directes de revenus ou de patrimoines. Elles sont multiples, nourrissant une désespérance sociale qui peut déboucher aussi bien sur le plan économique (combativité salariale, grèves, recrudescence inflationniste avec des boucles prix-salaires) que sur le plan politique (populisme, remise en cause de la démocratie). A partir de données statistiques bien établies, on ne peut que remarquer des constantes sociétales qui peuvent fonder une désespérance sociale face aux inégalités : j'ai ainsi repéré trois relations que j'érige pompeusement en « théorèmes » tant elles me semblent fortes et incontournables. L'encadré N°2, *Trois théorèmes de la désespérance sociale*, en page suivante, illustre ces inégalités en termes d'espérance de vie, de sensibilité à l'inflation ou de sensibilité aux mesures coercitives relatives à la crise climatique.

Encadré N°2 : Trois théorèmes de la désespérance sociale

Premier théorème : L'espérance de vie est une fonction croissante du revenu

Espérance de vie à la naissance, en France, par sexe et niveau de vie mensuel

Source : [INSEE Première, N°1687, 2018](#)



Deuxième théorème : « L'inflation est une fonction décroissante du revenu »

Écart d'inflation en France pour certaines catégories de ménages relativement à l'ensemble

Source : [Note de conjoncture INSEE 24 juin 2022](#)

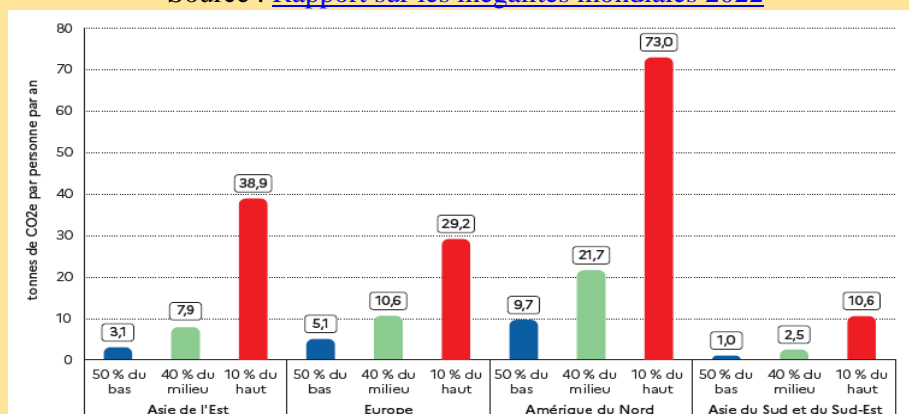
	Inflation d'ensemble	Écart à l'inflation d'ensemble														
		AGE			CSP			COMPOSITION DU MÉNAGE			COMMUNE			NIVEAU DE VIE		
		Moins de 30 ans	De 45 à 59 ans	75 ans et plus	Cadre	Ouvrier	Agriculteur	Personne seule	Couple 1 enfant	Famille monoparentale	Grandes villes	Petites villes	Rural	1 ^{re} décile	5 ^e décile	10 ^e décile
Avril 2022	+4,9	-0,9	+0,1	+0,8	-0,4	-0,2	+1,1	-0,2	-0,1	+0,2	-0,5	+0,4	+1,0	+0,4	+0,1	-0,1
Moyenne annuelle 2015-2021	+1,3	-0,1	+0,0	+0,1	-0,0	-0,0	+0,1	-0,0	+0,0	-0,0	-0,0	+0,0	+0,1	-0,0	+0,0	+0,0

Note : les catégories de ménages affichées se limitent à titre illustratif à celles présentant les écarts les plus marqués, complétées par une catégorie intermédiaire.
 Lecture : en avril 2022, l'inflation a été supérieure de 0,8 point pour les ménages dont la personne de référence a plus de 75 ans.
 Champ : France métropolitaine.
 Source : Indices des prix à la consommation, enquête Budget de famille, calculs Insee

Troisième théorème : « Moins on gagne moins on pollue, mais plus on est pénalisé par les mesures anti-pollution »

Emissions de CO2 par tête par niveaux de revenus des Ménages

Source : [Rapport sur les inégalités mondiales 2022](#)



Interprétation : L'empreinte carbone individuelle inclut les émissions domestiques, les investissements publics et privés aussi bien que les imports et exports de carbone intégrés dans les biens et services échangés avec le reste du monde. Les estimations sont basées sur une combinaison systématique de données fiscales, d'enquêtes sur les ménages et de tableaux d'entrée-sortie. Les émissions sont divisées également entre les membres d'un même ménage. Sources et séries : [wir2022.wid.world/methodology](#) et Chancel (2021).

La formule des humoristes « il vaut mieux être riche et en bonne santé plutôt que pauvre et malade », même si elle n'avance pas directement un lien de causalité, se trouve pleinement confirmée par le premier « théorème » : **l'espérance de vie est une fonction croissante du revenu**. Comme l'illustre le graphique de l'INSEE, un homme en France disposant de 500 € par mois a une espérance de vie de 72 ans (80 ans pour une femme). Cette espérance de vie augmente fortement jusqu'à 2000 € (81 ans pour les hommes et 86 ans pour les femmes) puis moins fortement jusqu'à 3000 € pour enfin se stabiliser et atteindre 84,4 ans (hommes) et 88,3 ans (femmes) à 5800 €. Au total, en fonction du revenu, on est sur une différence d'espérance de vie de 13 ans pour les hommes et de 8 ans pour les femmes. *L'argent ne fait pas le bonheur*, dit-on, mais au moins il prolonge la vie !

La deuxième inégalité remarquable est relative à l'impact différencié de l'inflation en fonction des diverses variables dont le revenu : **le niveau d'inflation subie est une fonction décroissante du revenu** et plus généralement du statut social appréhendé à travers plusieurs autres critères : catégorie socio professionnelle (CSP), lieu de résidence, âge, composition du ménage. En clair, vous serez sensiblement moins affecté par l'inflation si vous êtes un jeune cadre urbain célibataire et bien payé que si vous êtes un vieil agriculteur vivant à la campagne et disposant d'une très faible retraite. L'analyse que propose l'INSEE des écarts d'inflation pour certaines catégories de ménages relativement à l'ensemble montre que ces écarts étaient pratiquement négligeables lorsque l'inflation était faible, mais qu'ils deviennent significatifs dès lors que l'inflation devient forte. Sur la période 2015-2021, l'inflation moyenne annuelle est en France à 1,3% : sur chacun des critères de différenciation des ménages, les écarts à ce taux moyen ne dépassent pas 0,1%, en plus ou en moins, c'est-à-dire que le taux moyen s'applique à tous d'une manière quasi uniforme. En avril 2022, avec une inflation d'ensemble à 4,9% (par rapport à avril 2021), ces écarts se creusent significativement : entre -0,9 et +0,8 sur le critère d'âge, -0,5 et +1 sur le critère de lieu de résidence, -0,4 et +1,1 sur le critère CSP. En arrière-plan de ces écarts se trouvent bien évidemment des structures différentes de consommation en fonction des revenus : un budget modeste aura une part alimentaire plus forte et sera très impacté par une hausse des prix alimentaires plus forte que la hausse générale ; un lieu de résidence à la campagne et donc sans transports en commun signifie un poste budgétaire carburant important. Bref, il vaut mieux être riche et urbain que pauvre et rural !

La troisième inégalité constitue un vrai scandale sociétal. **Moins on gagne moins on pollue, mais plus on est pénalisé par les mesures anti-pollution**. Le graphique associé à ce troisième « théorème » rend compte des émissions de CO₂ dans différentes régions du monde en fonction du positionnement dans l'échelle des revenus : 50% du bas (les revenus les moins élevés), 40% du milieu, 10% du haut (les revenus les plus élevés). En Europe, les 50% du bas émettent 5,1 tonnes de CO₂ par tête et par an, les 40% du milieu 10,6 tonnes et 29,2 tonnes pour les 10% du haut. Pour l'Amérique du Nord les chiffres sont respectivement à 9,7 T, 21,7 T et 73 T. Donc les plus pauvres sont ceux qui polluent le moins. Mais, relativement à leurs budgets, ils sont les plus pénalisés par les taxes sur les carburants dès lors qu'ils doivent se déplacer dans leur vie courante (faute d'alternative à la voiture, en zone urbaine périphérique ou en milieu rural). De plus, leurs véhicules (anciens et aux normes d'émission élevées), qu'ils sont hors d'état de changer, vont être progressivement interdits dans les zones urbaines pour préserver les poumons des populations urbaines ! C'est ainsi qu'en 2020, selon une étude de l'ADEME, 13 pays

européens avaient mis en place 247 zones à faibles émissions (ZFE), *low emission zone* (LEZ) en anglais, dont le tableau ci-dessous vous donne le détail :

Les zones à faible émission en Europe

Pays	Nombre de LEZ						
	Mars 2011	Mars 2012	Mars 2014	Mars 2015	Sept. 2017	Nov. 2018	Avril 2020
Angleterre	2	2	3	1	1	1	1
Allemagne	43	56	69	78	83	87 ²	87
Autriche	1	1	2	4	4	4	4
Belgique					1	2	3
Danemark	4	4	4	4	4	4	4
Espagne					1	1	2
France					2	3	5 ³
Grèce				1	1	1	1
Italie	109	98	94	100	108	106	117
Pays-Bas	12	12	12	13	13	13	13
Portugal	0	1	1	1	1	1	1
République Tchèque	1	1	1	1	1	1	1
Suède	6	6	7	8	8	8	8
Total	179	182	193	211	227	232	247

Tableau 1 : Pays européens mettant en œuvre des LEZ (évolution entre 2011 et 2020)

Chiffres indicatifs de mars 2011, mars 2012, mars 2014, mars 2015, sept. 2017, nov. 2018 et avril 2020⁴

Source : ADEME, [Zones à faibles émissions à travers l'Europe](#), septembre 2020.

On notera que toutes ces ZFE ne sont pas comparables, ne fonctionnant pas selon les mêmes modalités : espace d'application restreint (quartier, commune) ou large (communauté d'agglomération), permanence du dispositif ou intermittence (en fonction des pics de pollution, certains jours, sur certains créneaux horaires). Mais cela pourrait bien être ressenti dans certains pays (en France en particulier ?) comme un apartheid urbain : les pauvres hors des villes ! Les apartheid conduisent rarement à la paix sociale !

J'imagine que beaucoup de mes lecteurs font partie des 20% du haut de l'échelle des revenus. Cette chronique ne devrait donc pas entraîner un boom de la vente de gilets jaunes ! Pour autant, ce que ces trois « théorèmes » révèlent des inégalités dans les pays développés (à partir de cas européens, pourtant parmi les moins inégalitaires de par le monde) doit alerter quant à la fragilité d'un consensus social indispensable au système démocratique, sauf à accepter des dérives populistes dont on ne sait que trop qu'elles finissent par menacer les libertés et la démocratie. Consolider ce consensus en réduisant les inégalités de niveaux de vie aura un coût : comment sera-t-il géré ? Baisse des profits dans le partage de la valeur ajoutée au profit des salaires ? Hausse des prélèvements obligatoires sur le haut de l'échelle des revenus et en particulier sur les revenus financiers (sous-taxés par rapport aux revenus du travail) ? Hausse des prix pour augmenter les salaires sans diminuer les profits, alimentant une nouvelle vague d'inflation ? Le jeu est ouvert, mais le *statu quo* serait difficilement gérable.

En attendant, l'inflation est là, pour de bon ! Comment la contenir et si possible la faire refluer, quelles conséquences patrimoniales ? Tel va être l'objet de la dernière partie de cette chronique.

3. Et mes sous dans tout ça : entre inflation réelle et traitement monétaire

Le moins que l'on puisse dire c'est que la vague d'inflation que nous connaissons s'est forgée dans l'économie réelle, dont relèvent aussi bien les problèmes logistiques dans les ports chinois, les récoltes ukrainiennes de céréales ou de tournesol en nette diminution et difficiles à exporter du fait d'une navigation dans la Mer Noire bloquée pendant plusieurs mois, les sécheresses au Canada qui anéantissent les cultures de graines de moutarde, les pénuries de puces électroniques qui freinent la production automobile notamment... et cet inventaire est loin d'être exhaustif. La plupart des économistes vous diront en effet que nous sommes confrontés à des chocs d'offre³ négatifs qui se traduisent par des hausses de prix.

Néanmoins, vous pourrez toujours trouver quelques vieux grincheux monétaristes – qui me font irrésistiblement penser au Prophète Philippulus dans l'album de Tintin *L'étoile mystérieuse* – pour vous ressasser que trop de monnaie tue la Monnaie, et que le tsunami de création monétaire de la période récente (de la crise financière de 2008-9 à la crise Covid) est à l'origine de cette inflation qui va tout emporter sur son passage. Mais avez-vous vu de l'inflation sur biens et services pendant cette période ? De mémoire de babyboomer, elle n'a jamais été aussi basse, désespérant les Banques centrales qui n'arrivaient pas à atteindre les 2% qu'elles se fixaient comme cible d'inflation ! Certes, des hausses de prix il y en a eu : dans l'immobilier et sur les actifs financiers on en trouve sans même les chercher, un vrai festival ! Mais sur les biens et les services de la vie courante, on en cherche sans les trouver, jusqu'à 2021 (premiers frémissements fin 2020)

Les hausses de prix de l'immobilier et des valeurs des actifs financiers (actions, obligations et produits divers) ont clairement résulté de la politique monétaire menée dans les années antérieures, caractérisée par des taux d'intérêts nominaux très faibles (voire négatifs⁴ sur certains marchés) pour stimuler les économies. Par contre, la facilité d'emprunter à coût très faible n'a pas conduit à une explosion de la demande de biens et services courants (ceux dont les prix alimentent l'indice des prix à la consommation). On peut l'interpréter de deux manières : positive, en se disant que dans les sociétés occidentales les besoins essentiels sont satisfaits sans avoir besoin de recourir à l'emprunt ; négative, en se souvenant que « *on ne prête qu'aux riches* » ou à tout le moins à ceux qui ont une capacité à rembourser, ce qui n'est pas le cas de l'essentiel de la population du fait du caractère inégalitaire de nos sociétés. Par contre, la facilité à emprunter jointe à la rémunération anémique des supports obligataires a conduit à une forte demande immobilière (soit pour se loger, soit pour de l'investissement locatif) et à une demande considérable d'actifs financiers supposés avoir un fort potentiel de rendement,

³ « Un choc d'offre est une variation imprévue des conditions de production qui affecte les producteurs. Cette variation peut être positive et permet d'accroître l'offre, les quantités produites ; elle peut être négative et réduit donc l'offre, les quantités produites. Il s'agit d'un choc qui peut affecter directement les facteurs de production. Par exemple, un tremblement de terre est destructeur d'usines donc de capital. À l'inverse, l'arrivée de travailleurs immigrés accroît le nombre de travailleurs donc les capacités de production. Ce choc peut aussi affecter indirectement les capacités de production. Ainsi, une baisse des impôts payés par les entreprises accroît la rentabilité et donc incite à produire plus (et/ou à baisser les prix de vente). À l'inverse, une hausse du prix du pétrole a évidemment l'effet ... inverse : les coûts de production augmentent et n'incitent pas les entreprises à produire plus ». Source [ses.webclass](#)

⁴ Ça a été le cas pour le taux directeur de plusieurs Banques centrales (dont la BCE, mais pas la FED américaine) et pour les Bons du Trésor de grands pays développés jusqu'à des durées de 10 ans (même sur l'OAT française à 10 ans, c'est dire !)

d'où les envolées des indices boursiers ou des cours de produits plus ou moins exotiques tels que les cryptoactifs (type Bitcoin).

L'inflation actuelle sur biens et services, démarrée courant 2021, est donc bien un phénomène de l'économie réelle, sans relation avec la politique monétaire très permissive des années antérieures. Un esprit rationnel pourrait donc légitimement penser qu'un phénomène réel dû à des chocs d'offre négatifs doit être combattu par la mise en place de chocs d'offre positifs. Mais le problème est que la politique économique ne sait pas provoquer de tels contrechocs. Elle n'est pas capable d'augmenter la disponibilité du tournesol ukrainien, d'empêcher l'impact des sécheresses canadiennes sur la récolte de graines de moutarde, de rétablir les flux gaziers russes ou d'influer sur les politiques de prix du cartel pétrolier qu'est l'OPEP. Les économistes ne peuvent pas agir sur ces paramètres exogènes, climatiques ou géopolitiques. Dès lors, sauf exceptions, ils n'imaginent pas pouvoir combattre l'inflation autrement que par une diminution de la demande globale, afin de l'ajuster à une offre réduite. Pour ce faire, le moyen le plus radical est le maniement du *Big Stick* monétaire qui consiste à augmenter les taux d'intérêt afin de réduire l'enthousiasme à emprunter, quelqu'en soit la motivation (consommation ou investissement) et refroidir ainsi l'économie. Et c'est bien ce que font les Banques centrales depuis le premier semestre 2022 : en partant de zéro (ou proche), on en est (début février 2023) à 3% pour la BCE, 4% pour la BoE (*Bank of England*), 4,5-4,75% pour la FED américaine. Et ces chiffres de début février seront probablement dépassés si vous lisez cette chronique fin février ou en mars, car la tendance annoncée ou suggérée par les Banques centrales reste à la hausse. Même le Japon donne des signes dans le sens d'un durcissement monétaire, une véritable révolution au Pays du Soleil levant mais au taux dormant !

Toutefois, la voie monétaire adoptée pour combattre cette inflation réelle n'est pas sans danger. Le risque est de déprimer l'activité économique sans pour autant réduire les prix de biens dont la consommation est peu sensible au prix : allez-vous arrêter de manger si les prix des biens alimentaires restent élevés ? Allez-vous arrêter de rouler avec votre voiture parce que le prix de l'essence continue à augmenter, si vous n'avez pas d'alternative pour aller à votre travail, conduire vos enfants à l'école ou faire vos courses ? Le risque est de cumuler récession et inflation : ce cumul a un nom, c'est la stagflation. Et bien pire encore, le danger est grand de rajouter un crack mémorable, une crise financière potentiellement dramatique (comme l'envisagent aussi bien [Nouriel Roubini](#) que [Kenneth Rogoff](#)) aux quatre crises déjà au cœur de cette chronique (sanitaire, climatique, géopolitique et sociale).

Car, en effet, derrière ces mouvements de taux se profile la très forte probabilité de dégâts collatéraux sur la Finance, avec des conséquences en cascade pouvant aller jusqu'à des faillites bancaires (très problématiques pour les déposants) ou de fonds de pensions (très désagréables pour les retraités). Le Royaume-Uni – et le reste du Monde par contagion - n'est pas passé très loin d'une telle catastrophe il y a quelques mois, après une erreur quant à l'articulation des politiques budgétaire et fiscale d'une part et monétaire d'autre part. Peut-être avez-vous entendu parler fin septembre ou début octobre d'un problème des fonds de pension britanniques, pendant le bref séjour de Mme Liz Truss à Downing Street (44 jours, record à battre !). En fait, pendant quelques jours, le cœur du réacteur financier anglais a été en fusion, menaçant d'exploser et de faire sauter la place financière londonienne et la Livre sterling en même temps. C'est finalement la météorite Première Ministre Liz Truss qui a sauté, après qu'elle ait elle-même renvoyé son Chancelier de l'Echiquier. Le rite sacrificiel de Liz Truss et son remplacement par le flamboyant banquier Rishi Sunak a permis de rétablir la confiance et de sauver la finance

londonienne et la Livre ... mais pour combien de temps, tant le pays est secoué par les conséquences délétères du Brexit ? Dans un contexte général d'interrogations sur l'incohérence de la politique budgétaire (nouvelles dépenses) et fiscale (réduction d'impôts pour les hauts revenus) du gouvernement Truss, le problème des fonds de pension découlait de la remontée des taux qui entraînait une dépréciation de la valeur des fonds dits LDI acquis par ces fonds de pension (ne lire la note de bas de page sur ces LDI⁵ que si vous disposez à proximité d'un comprimé d'aspirine ou de paracétamol, en cas de maux de tête).

Ces mésaventures britanniques entre coordination malheureuse des politiques monétaires et budgétaires incitent quelques économistes à se demander si on combat l'inflation avec les bons instruments, adaptés à la situation. Je vous invite à lire la synthétique et stimulante chronique de Patrick Artus dans le Monde du 14 janvier dernier : [L'ajustement de la pression fiscale à l'inflation peut être efficace](#). Cet article n'étant accessible qu'aux seuls abonnés au Monde, au cas où ça ne serait pas votre cas, je vous en fais un bref condensé (toutes les citations ci-dessous non spécifiquement référencées sont extraites de cette chronique).

Artus élimine tout d'abord les hausses de taux, trop récessives : « *La hausse des taux d'intérêt doit être très forte pour faire diminuer significativement l'inflation : il faut en gros 1 point de hausse des taux pour obtenir de 0,5 à 1 point de baisse de l'inflation. D'autre part, la hausse des taux impose de réduire les déficits publics structurels pour conserver la solvabilité de la dette des Etats, effet particulièrement malvenu lorsqu'il faut réaliser des investissements massifs dans la transition énergétique, la recherche, l'éducation, la santé. Cette politique ne devrait tout simplement pas être utilisée aujourd'hui* ». Il fallait le dire !

Peut-être pourrait-on imaginer que les Banques centrales ne soient pas braquées sur un objectif d'inflation à 2% et acceptent un taux supérieur (4%) avant de sortir l'artillerie lourde : « le danger de ce type de politique économique est de voir les salaires s'envoler. Tant que l'objectif d'inflation est très bas (2 % actuellement), l'indexation des salaires n'est pas nécessaire : les augmentations liées à l'ancienneté, aux promotions et aux conflits sociaux suffisent à compenser l'inflation. Mais, si la norme d'inflation est augmentée, il devient nécessaire d'indexer explicitement les salaires. Le risque est alors de provoquer une forte instabilité en cas de choc inflationniste extérieur, comme dans les années 1970 et 1980 ».

Si les mesures monétaires sont exclues, peut-être pourrait-on recourir à l'austérité budgétaire ? « *Alors que la hausse des taux resterait limitée pour maintenir l'investissement, une politique budgétaire restrictive deviendrait l'instrument de la lutte contre l'inflation. Cela a été expérimenté en 2022 aux Etats-Unis, où, en plus d'une hausse des taux d'intérêt, une réduction de 8 points de PIB de déficit public a été mise en œuvre. Cette réduction des dépenses publiques portait sur les aides aux ménages et sur les subventions aux entreprises. Mais, dans une situation où... les besoins de dépenses publiques vont être très importants, faire peser le poids des politiques anti-inflationnistes sur les dépenses publiques paraît très dangereux* ».

⁵ LDI = *Liability Driven Investment*, que l'on peut traduire littéralement « investissement guidé par le passif », même si cette traduction n'est pas décisive pour votre compréhension ! Il s'agit de fonds d'actifs financiers vendus aux fonds de pension par de grands gérants d'actifs (tels que BlackRock), structurés autour de produits dérivés de façon à rapporter lorsque les taux baissent, ce qui a été le cas pendant de longues années, permettant de compenser la faiblesse de rémunération des obligations détenues par ces fonds de pension (l'essentiel de leurs portefeuilles), due précisément à la faiblesse des taux. Mais gros problème dès que les taux remontent car la valeur de ces LDI baisse, et problème énorme si ces LDI ont été acquis en empruntant, à la recherche d'un effet de levier pour doper la performance : la performance est bien dopée... mais à la baisse. D'où un appel de marge (appel de fonds du prêteur au fonds de pension emprunteur) pour ajuster la garantie à la valeur en baisse du LDI), qui va obliger le fonds de pension à se procurer des liquidités... en vendant des obligations qu'il détient par ailleurs... ce qui va accélérer la hausse des taux et donc la baisse des FDI et ainsi initier une spirale mortifère. Bref... si vous avez tout compris, c'est que je me suis mal exprimé !

Donc, pas de politique monétaire restrictive, pas de politique de réduction des dépenses budgétaires. Que faire pour lutter contre l'inflation ? C'est alors qu'Artus dégage l'arme fiscale pour nous sauver de l'inflation : « Une quatrième voie est préférable. Elle consiste à conserver une politique monétaire assez expansionniste pour ne pas entraver l'investissement par des taux d'intérêt réels trop élevés ; à réaliser tous les investissements et dépenses publiques nécessaires qui ont été énumérés ; et, enfin, à contrôler l'inflation par une politique fiscale flexible. Certains impôts seraient augmentés en cas d'inflation, ou réduits en cas de désinflation – en l'espèce, l'impôt sur le revenu des ménages et la taxation des profits des entreprises –, alors qu'une augmentation de la TVA, par exemple, serait à exclure, parce qu'elle est par nature inflationniste et antiredistributive ».

Mais je vous connais bien, chers lecteurs ! En voyant Patrick Artus énumérer les quatre politiques anti-inflation possibles, vous ne vous intéressez pas tant aux subtilités de la science économique qu'à la manière dont vos sous seraient affectés par telle ou telle modalité de lutte contre l'inflation. Alors, laissons de côté l'inflation en tant que phénomène général et objet de débats entre économistes et intéressons-nous encore plus directement à nos sous. Toutefois, autant vous prévenir tout de suite : l'analyse patrimoniale traditionnelle atteint vite ses limites dans la période actuelle où l'analyse géopolitique surdétermine l'analyse des fondamentaux économiques. L'avenir à moyen terme de nos sous se jouera beaucoup plus dans les plaines de l'Ukraine et éventuellement sur les plages de Taiwan qu'à la BCE, la FED, l'OMC, le FMI, la Commission européenne à Bruxelles ou le Trésor à Washington ! Néanmoins, en dépit des limites inhérentes à la période actuelle, il n'est pas inutile de rappeler quelques mécanismes patrimoniaux essentiels, même si les grands paramètres en amont du raisonnement (taux de croissance, taux de change, taux d'inflation...) ne relèvent plus exclusivement de l'analyse économique.

Nous savons tous, parce que nous le vivons, que l'inflation rogne le pouvoir d'achat de nos revenus immédiats qui cette année achètent moins de biens et services que l'année dernière. Mais qu'en est-il de nos patrimoines, accumulés au fil du temps ? J'ai dû écrire au moins dix fois déjà dans cette chronique qu'en matière patrimoniale il y a trois variables fondamentales ; les taux, les taux et encore les taux. Je n'ai pas peur de me répéter (sinon je n'aurais jamais été prof pendant plus de quarante ans !), donc je le dis à nouveau ! Il s'agit bien sûr des taux d'intérêt, dont le maniement à la hausse ou à la baisse est l'outil principal des Banques centrales. N'en déplaise à certains, la période est à la hausse, et on peut raisonnablement penser que cette hausse va se poursuivre encore pendant plusieurs trimestres, puis que les taux resteront durablement supérieurs à ce qu'ils ont été pendant la période antérieure. Mais attention, il s'agit de taux nominaux et pas de taux réels, ces derniers – défalqués de l'inflation -restant négatifs. La conséquence la plus immédiate de la hausse des taux est que les nouvelles obligations ou bons du Trésor émis ont une rémunération en hausse qui va avoir tendance à détourner les nouveaux placements à leur profit, et au détriment certain ou possible :

- **des anciennes obligations**, que vous ne détenez pas directement mais dont vos assurances-vie et produits d'épargne retraite sont bourrés, ce qui n'est pas sans conséquence pour vous. Plutôt que d'avoir du 1% sur vos assurances-vie, peut-être pensez-vous qu'il serait-il judicieux de sortir de ce placement et de rentrer sur un nouveau support, tout aussi obligatoire mais de création récente et se remplissant de nouvelles obligations à taux beaucoup plus rémunérateurs. Le risque est que les sorties des anciens supports se multiplient, obligeant leurs gestionnaires à vendre massivement les anciennes obligations pour dégager des liquidités (au prix de moins-values) pour rembourser les sortants. Pour ne pas trop déstabiliser le marché obligataire, une seule solution, le gel des rachats : donc interdiction de sortir ; votre capital reste garanti, mais vous ne pouvez pas en disposer. La probabilité de mise en œuvre d'un tel gel (dans le cadre de la loi Sapin 2 en France) n'a jamais été aussi élevée : après une année 2022 catastrophique sur

les marchés obligataires⁶, une poursuite de la hausse des taux rend plus probable que jamais des velléités de sortie des anciens véhicules obligataires de la part de épargnants qui sont conscients du problème et dont le produit détenu permet (sauf gel !) une sortie à tout moment, rendant inévitable le gel si le phénomène de sortie prenait de l'ampleur.

- **des actions**, dont les revenus (dividendes) sont moins désirables au vu des nouveaux taux obligataires. Dans la période précédente, de nombreux placements en actions ont été faits dans la seule logique d'échapper aux rendements quasi-nuls des obligations, à la recherche de dividendes annuels et de plus-values que l'afflux massif de nouveaux entrants sur le marché rendait quasi certaines. Toutefois, si la hausse des taux a bien entraîné des baisses d'indice pendant l'année 2022, au final, à fin 2022 ou début 2023, la plupart des indices avaient retrouvé leur niveau de début d'année 2022 (voire leurs records historiques), preuve qu'il n'y a pas une corrélation inverse absolue entre les taux d'intérêts et les indices boursiers. D'autres éléments interviennent, notamment les bénéfices réalisés ou anticipés à la hausse, sans parler de l'effet FOMO (*Fear of missing out*) qui va conduire certains investisseurs à ne pas sortir du marché de peur de rater un dernier moment haussier, au risque de sortir trop tard. Quant à dire qu'il n'y aura jamais un gros krach actions ... c'est un pas que je ne franchirai certainement pas, bien au contraire. Mais bien malin qui pourrait prédire sa date ou son évènement déclencheur !

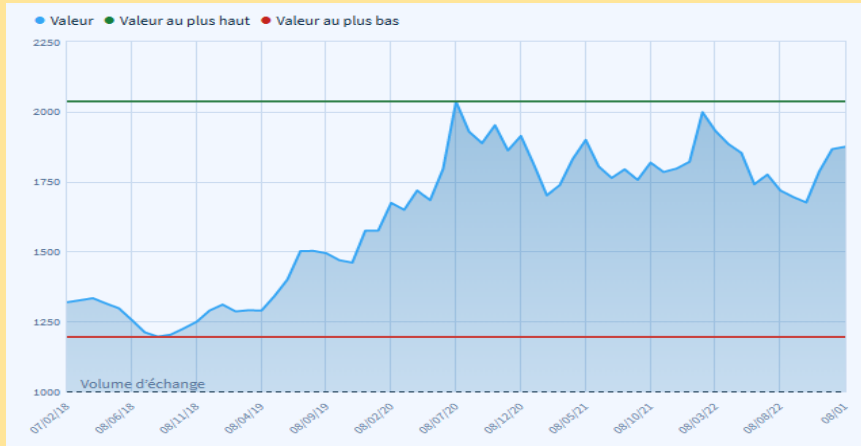
- **de l'immobilier**, qui ne peut que souffrir de la hausse des taux d'emprunts. Mais il souffre très différemment suivant que l'on est dans un pays où l'essentiel des emprunts se fait à taux fixe, ou à taux variable. A taux fixe, seuls les nouveaux emprunts sont affectés : les futurs accédants à la propriété se voient désolvabilisés, devant renoncer à leur achat ou réajuster leur projet à la baisse en termes de taille du bien convoité. Mais ceux qui ont déjà acheté et continuent simplement à rembourser leur emprunt ne sont en rien concernés. Globalement le marché immobilier est moins dynamique, mais pas sinistré. A taux variable, le panorama n'est pas le même : les anciens acheteurs qui remboursent encore leur emprunt voient leurs mensualités de remboursement augmenter. S'ils ne peuvent pas suivre, la revente du bien fini par être la seule option. Dans ce cas, le marché est profondément déstabilisé, l'offre augmentée se retrouve en face d'une demande diminuée et une tendance fortement baissière peut s'enclencher, en dépit de l'inflation qui règne sur les biens et services.

A priori, **les métaux en général et l'or en particulier** pourraient être affectés négativement aussi par la hausse des taux : l'or ne rapporte aucun revenu (pas d'intérêt, pas de dividende, pas loyer) ; le seul gain possible est une plus-value, au moment de la revente. Lorsque les taux sont bas, les obligations, qui ne rapportent presque rien, ne font pas d'ombre à l'or ; mais dès que les taux augmentent significativement, les choses changent et les investisseurs peuvent être tentés de quitter l'or pour un placement obligataire à revenu régulier. Par contre en période d'inflation et *a fortiori* d'inflation + gros troubles géopolitiques, l'or est supposé faire des miracles quant à sa capacité de préserver le pouvoir d'achat sur le long terme. Mais finalement ce n'est pas tant en termes patrimoniaux qu'en termes géopolitiques qu'il s'est passé des choses passionnantes sur le marché de l'or en 2022, et c'est bien ce qui me fait aborder ce thème plus longuement qu'à l'habitude dans le cadre de cette chronique. Voyons d'abord avec **l'Encadré N°3 : l'or entre Picsou et De Gaulle** les faits saillants de l'année 2022 sur le marché de l'or.

⁶ Lu dans les Echos en date du 26/12/2022 sous le titre [Le marché obligataire a connu sa pire année du siècle](#) : « Annus horribilis. L'expression est sur toutes les lèvres parmi les gérants obligataires. La valeur des obligations mondiales a chuté cette année de plus de 15 %, sa pire performance en deux décennies. Au plus fort de la crise, la perte a même dépassé les 20 % ».

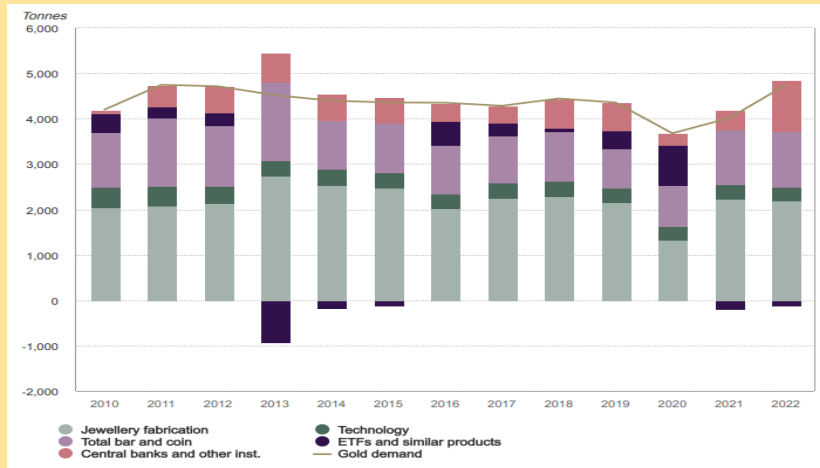
Encadré N°3 : L'or entre Picsou et De Gaulle

Cours de l'once d'or en \$ sur 5 ans



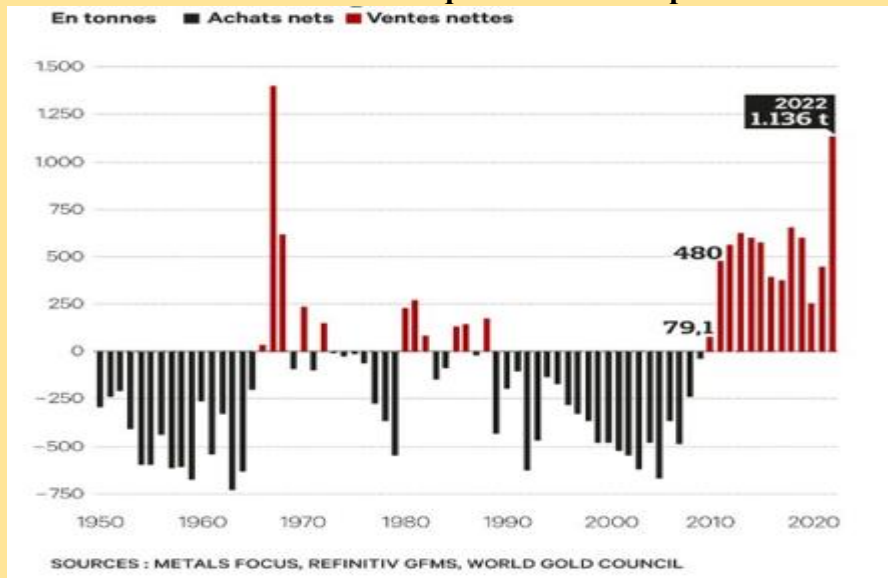
Source : capture d'écran le 7/02/2023 sur [Investir-Les Echos](#)

Demande annuelle d'or : 2010-2022



Source : [world gold council](#)

Les achats d'or des Banques centrales depuis 1950



Source : Les Echos, 31/01/23, [La spectaculaire ruée des Banques centrales vers l'or](#)

Le premier graphique de l'encadré retrace l'évolution du cours de l'or sur les cinq dernières années. Sur l'année 2022, en pleine inflation et Guerre d'Ukraine, la réputation de l'or en prend un coup : vraiment pas de quoi casser trois pattes à un canard ! Certes au début de la Guerre, l'once vient flirter avec la barre des 2000 \$ mais sans même atteindre le niveau du pic précédent, deux ans plus tôt. Puis le cours redescend nettement avant de faire une petite remontée en fin d'année. Pas quoi de quoi saliver devant des gains mirobolants ! Décidemment, notre pauvre Picsou n'a pas été en 2022 à la fête qu'il aurait pu espérer !

Le deuxième graphique décompose, de 2010 à 2022, la demande annuelle d'or entre les différents intervenants sur le marché. Année après année, c'est toujours la joaillerie qui est le premier demandeur d'or, soit 2190 tonnes en 2022 sur un total de 4754 tonnes. Ensuite viennent les achats de lingots et pièces à titre d'investissement pour 1217 tonnes, puis les Banques centrales pour leurs réserves avec 1136 tonnes. L'industrie n'intervient qu'à hauteur de 309 tonnes (dont 252 pour l'électronique). Si vous voulez en savoir plus, allez voir cet article de Nicolas Perrin, un très bon spécialiste du marché de l'or, sur le site « L'or et l'argent » : [Marché de l'or en 2022](#).

Mais c'est le troisième graphique qui fait vraiment vibrer mon âme de chercheur et m'incite à vous parler autant de l'or dans ce numéro : les achats d'or des Banques centrales depuis 1950. Désolé pour la réputation du service infographie des Echos, mais la légende du graphique est inexacte : les achats nets sont en rouge et les ventes nettes en noir à l'inverse de ce qui est indiqué (*errare humanum est* !). Car en effet, selon les périodes, les Banques centrales sont tantôt vendeuses et tantôt acheteuses, mais toujours acheteuses depuis 2010 (syndrome post-traumatique de la Grande crise financière qui précède ?). Tous les grands médias économiques, suite, à la récente publication du rapport 2022 du *World Gold Council*, notent qu'en 2022 les achats des Banques centrales ont explosé : ils ont en effet triplé par rapport au niveau moyen des 10 dernières années. Bien qu'un peu inférieurs, ils ne sont comparables qu'aux achats de 1967, il y a donc 55 ans. Pourquoi : mystère total, aucun des articles que j'ai pu parcourir n'avance la moindre explication sur ce parallèle 1967 / 2022. C'est donc là que le marché de l'or commence à vraiment me passionner, au-delà de mon ironique sympathie pour l'oncle Picsou !

Que s'est-il donc passé en 1967, et en quoi la situation de 2022 est-elle comparable à celle de 1967 ? 1967, comme dirait M. de La Palice, c'est quatre ans avant 1971. Et le marché de l'or de 1967 prend tout son sens quand on comprend qu'il se situe dans un mouvement qui va aboutir le 15 août 1971 à l'annonce par Nixon de la fin de la convertibilité or du dollar à la parité fixe de 35 \$ l'once d'or, instaurée par les accords de Bretton Woods de 1944. Rembobinons le film. La suprématie du dollar allait de soi au sortir de la Guerre ; les Etats-Unis détenaient des réserves en or considérables dans les coffres de Fort Knox et vantaient un dollar « *as good as gold* » qui jouait un rôle déterminant dans le commerce mondial. Puisque le dollar est aussi bon que l'or, pourquoi donc les pays détenant des excédents en dollars demanderaient-ils leur conversion en or ? Toutefois, le Général De Gaulle, revenu au pouvoir en France en 1958, ne l'entend pas de cette oreille : il préfère stocker dans les coffres de la Banque de France de l'or plutôt que des dollars. Il n'aura donc cessé tout au long des années 60 d'exiger la conversion en or, tout en dénonçant le privilège exorbitant du dollar qui permet aux entreprises américaines

d'acquérir tout et n'importe quoi (notamment des entreprises étrangères) par une simple création monétaire interne. Les déficits successifs de la balance américaine, aggravés par la Guerre du Vietnam, instillent le doute sur la capacité des Etats-Unis à maintenir le système : Fort Knox se vide progressivement (deux tiers des réserves mondiales d'or au sortir de la Guerre, un quart en 1970) : le dollar n'est plus vraiment perçu comme aussi bon que l'or. Il devient donc de plus en plus difficile de maintenir le cours de l'or sur le marché libre au niveau de 35 \$, en dépit de la création en 1961 d'un Pool de l'or à Londres, regroupant la FED et 7 banques centrales européennes, chargé de défendre mordicus la parité 35\$ l'once. En juin 1967 la France quitte le Pool de l'or (après avoir quitté le commandement intégré de l'OTAN en 1966). Les Banques centrales anticipent une forte montée du cours de l'or et font massivement leurs emplettes en 1967. Le Pool de l'or sera dissous en 1968⁷. En 1971 intervient donc un énorme réajustement du Système Monétaire International (SMI) avec passage à un régime de change flottant, et une flambée du prix de l'or dans les années qui vont suivre.

Question : les achats massifs d'or par les Banques centrales en 2022 annoncent-ils un prochain bouleversement du SMI ? Je n'ai pas de réponse définitive à cette question, mais je vous rassure tout de suite : il n'y a aucune chance pour que quatre ans plus tard (en 2026 donc) le Président américain, qu'il soit républicain ou démocrate, annonce le 15 août l'adoption du Renminbi⁸ comme monnaie américaine ! Néanmoins, ce qui est certain c'est que le système actuel est parcouru par de multiples lignes de fracture, à l'intersection des plaques tectoniques très agitées de la géopolitique mondiale. Tout comme dans les années 60, les Etats-Unis creusent eux-mêmes la tombe du dollar (encore pas très profonde, va falloir encore attendre !), cette fois-ci en mettant en avant l'extraterritorialité du droit américain et en poursuivant devant leur justice toute transaction internationale en dollar qui contrevient à leurs décisions d'embargo commercial (9 milliards \$ d'amende pour la banque française BNP en 2014 !). D'où une recherche de plus en plus soutenue, et totalement légitime, de contournement du dollar dans les échanges internationaux par un nombre croissant de pays. Cette fois-ci ce n'est plus la France dans le rôle du « méchant » empêcheur de dollariser à tout va, mais les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) qui essayent de monter des solutions alternatives autour de systèmes de compensation dans des échanges avec leurs propres monnaies nationales. Et sans disposer encore des chiffres définitifs, on estime que ce sont précisément la Russie, la Chine et l'Inde qui se sont le plus gavées sur le marché de l'or en 2022. Elles étaient précédemment respectivement au rang 5, 6 et 9 des plus fortes réserves d'or, selon cet article de l'[Agefi](#) en date du 4/11/2022:

« Parmi celles qui pourraient avoir augmenté leurs réserves, la Russie, la Chine et l'Inde sont parfois citées. Elles se situent déjà respectivement au 5e, 6e et 9e rang des banques centrales détentrices d'or, avec 2.300, 1950 et 785 tonnes en réserve. Le trio de tête reste dominé par les Etats-Unis, avec 8.130 tonnes, l'Allemagne, avec 3.350 tonnes et l'Italie avec 2.450 tonnes. La Banque de France se situe en quatrième position avec 2.435 tonnes d'or dans ses coffres ».

A travers l'augmentation de leurs stocks d'or les Banques centrales visent à se prémunir d'une déroute éventuelle du dollar suite à un improbable défaut de paiement américain, mais aussi à

⁷ Pour une analyse plus approfondie, cf. un autre papier de Nicolas Perrin : [Du Pool de l'or à la libéralisation du cours de l'or \(1967-1971\) \(loretlargent.info\)](#)

⁸ Monnaie chinoise

pouvoir éventuellement adosser la création d'une monnaie numérique Banque centrale sur un actif monétaire géopolitiquement neutre. Donc, l'or joue doublement un rôle assurantiel : assurance patrimoniale pour les particuliers en tant que placement, assurance géopolitique pour les Banques centrales et les Etats qui souhaitent détenir une part de leurs réserves monétaires dans un actif matériel non susceptible d'être victime d'une faillite étatique. Précisons toutefois que le parallèle que je fais entre des ressemblances possibles entre les situations 1967 et 2022, à partir des achats d'or des Banques centrales, prend tout son sens quand on s'intéresse au marché de l'or sous l'angle « De Gaulle », des rapports de forces géopolitiques. Mais si votre centre d'intérêt est côté « Picsou », rien ne garantit que la situation actuelle soit le prélude à une forte hausse des cours de l'or, même si rien ne l'exclut. Si ça vous tente, prenez vos risques, mais n'oubliez jamais que le risque est risqué !

En attendant de nouveaux développements sur ces thématiques, l'heure est venue de mettre un terme à cette chronique. Toutefois, avant de vous quitter, je veux vous dire que suis bien conscient que certains des lecteurs de cette chronique ont peut-être noté, à leur grand regret, que dans mon bref tour d'horizon patrimonial, je n'ai pas dit un seul mot des crypto-actifs libertariens (type bitcoin). C'est exact, en effet. Tout simplement parce que je respecte trop les convois mortuaires : déjà qu'on ne tire pas sur les ambulances, donc *a fortiori* pas non plus sur les corbillards !

Henri REGNAULT, le 8 février 2023

henri.regnault@univ-pau.fr

Cette chronique est garantie avoir été écrite par un être humain doté d'une intelligence naturelle (certes limitée !). La rédaction n'a bénéficié d'aucune autre assistance informatique que celle d'un logiciel de traitement de texte.