LE MONDE diplomatique

> **décembre 2022**, pages 1 et 22, en kiosques

QUAND L'ÉTAT FAIT LE CHOIX DE L'INÉGALITÉ

Qui est protégé contre l'inflation ?

Les pouvoirs publics ont longtemps mis les salariés à l'abri de l'inflation à travers un mécanisme d'indexation des rémunérations. Le gouvernement français estime désormais que procéder de la sorte reviendrait à jeter du kérosène sur la flambée des étiquettes, ce que contredit une étude récente du Fonds monétaire international (FMI). La règle édictée par Bercy ne vaut toutefois pas pour tous.

PAR BENJAMIN LEMOINE

FIGURE de Léviathan moderne pour les économies occidentales, l'inflation inquiète depuis quelques mois. La pandémie de Covid-19 puis la guerre en Ukraine ont provoqué une hausse des prix qui semble avoir escamoté les autres préoccupations des banquiers centraux. Les voici qui planifient de plonger l'économie mondiale dans la récession de façon à l'enrayer. Le 21 septembre 2022, lors d'une conférence de presse, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed) Jerome Powell a ainsi proclamé : *« Nous avons besoin d'une augmentation du chômage pour lutter contre l'inflation. »*

Face à ce « fléau », l'État français adopte deux attitudes diamétralement opposées pour deux types de population. Du côté des salariés, le gouvernement exclut d'introduire des mécanismes de rattrapage automatique. *« Nous ne sommes pas une économie administrée, ce n'est pas l'État qui décide des salaires ! »,* a justifié le président Emmanuel Macron lors d'un entretien sur France 2, le 26 octobre 2022. Outre qu'une indexation des rémunérations reviendrait, selon lui, à placer l'économie sous contrôle politique, elle provoquerait de nouvelles hausses de prix, imposant à leur tour une revalorisation des salaires : une *« spirale inflationniste sans fin dans laquelle nous refusons en responsabilité de rentrer, car nous serions perdants sur tous les tableaux »,* explique le ministre de l'économie Bruno Le Maire (1).

L'État « administre » pourtant à échéances régulières le niveau de revenus des investisseurs. Alors que l'un des plus importants économistes du XXe siècle, le britannique John Maynard Keynes, estimait que la hausse des prix offrait un moyen efficace pour *« euthanasier les rentiers »* — des acteurs économiques dont il dénonçait le rôle parasitaire — et effacer le coût réel de la dette par l'inflation, le Trésor français leur propose l'équivalent financier du bain de jouvence : les obligations assimilables indexées sur l'inflation française (OATI) ou européenne (OAT€I),

des produits qui les immunisent contre toute dépréciation de leur placement liée à la hausse des prix. Ces titres représentent près d'un dixième de l'ensemble des émissions du Trésor français, un quart du total des émissions au Royaume-Uni (22 %), 8 % aux États-Unis et moins de 5 % en Allemagne. Bercy anticipe qu'en 2022 ces OATI conduiront à un coût supplémentaire de 15 milliards d'euros pour l'État français, du fait de la valse des étiquettes (2).

Il est rare que deux raisonnements opposés puissent s'expliquer par les mêmes arguments. La menace d'une boucle prix-salaires — la fameuse « spirale inflationniste » — qui rythme les discours officiels lorsqu'il est question d'indexation des revenus du travail disparaît pourtant dans ceux qui évoquent la rémunération du capital par le biais des OATI. Et l'indexation censée attiser la flambée des prix dans le premier cas de figure se voit enrôlée dans la lutte contre l'incendie dans le second… Comment expliquer qu'on bouscule à ce point les principes de base de la logique depuis les plus hautes sphères de l'État ?

L'échelle mobile des salaires — qui consiste à augmenter les salaires en fonction de la hausse des prix — a été introduite en France par une loi de 1950, suivie d'un autre texte de juillet 1952 imposant la revalorisation automatique du salaire minimum interprofessionnel garanti (SMIG) si l'indice des prix dépasse 5 %. Produit du paysage politique de l'après-guerre, la mécanique de l'indexation suppose un calcul de l'indice des prix indépendant du pouvoir politique et des forces sociales effectué par l'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee), organisation créée à la même époque. Trente ans plus tard, le gouvernement de Pierre Mauroy supprime l'indexation, conformément au vœu du ministre de l'économie et des finances de l'époque, M. Jacques Delors. Dans le cadre du « tournant de la rigueur » du président François Mitterrand, la mesure laisse les travailleurs démunis face à l'inflation, qui dépasse 11 % à l'époque. Ce tête-à-queue idéologique s'accompagne de l'accélération du financement de l'État par les marchés (et non plus par les circuits publics d'après-guerre, critiqués pour leur « dirigisme »). La nouvelle sévérité affichée à l'égard des salariés s'accompagne ainsi d'efforts visant à amadouer les investisseurs, dont on espère qu'ils achèteront les titres de la dette. Ce hiatus entre deux catégories de population également touchées par l'inflation devient une constante des politiques publiques, en France comme ailleurs.

Mais, si les obligations indexées sur l'inflation sont maintenant des actifs banals pour les marchés de capitaux, leur introduction avait déclenché à Paris comme à Londres une guerre de palais. Au Royaume-Uni, par exemple, les premières émissions de ces titres, bientôt surnommés *linkers,* ont lieu au début des années 1980, alors que Margaret Thatcher trône au 10 Downing Street. Le secrétaire financier du Trésor de l'époque, M. Nigel Lawson, se souvient que la première ministre était au départ *« opposée à l'indexation, qui, d'une certaine manière, validait l'inflation* (3) *»*. Elle craignait *« que l'indexation financière se propage à d'autres formes d'indexation beaucoup moins souhaitables, notamment les dépenses publiques et les salaires »*.

Mais les promoteurs des *linkers* avancent que ces contrats d'emprunt faciliteront le financement du déficit. En effet, les créanciers qui souscriront aux titres accepteront en échange une prime de risque réduite et des taux d'intérêt plus bas. Si l'inflation demeure limitée, ils s'avéreront moins onéreux pour l'État. Thatcher voit dans cette promesse de réduction de la charge de la

dette, au moins à court terme, un moyen de mettre en œuvre les baisses d'impôts qu'elle a promises. Elle se laisse également convaincre que ces nouveaux produits matérialisent l'engagement du gouvernement de réduire l'inflation, toute hausse des prix représentant un surcoût, voire une punition, pour l'État. Seules quelques voix dénoncent en 1980 un *« effet ciseau »* : *« Comment le gouvernement peut-il justifier l'indexation des paiements à ses créanciers et non à ses employés ? »,* interroge ainsi le secrétaire d'État au commerce John Nott (4). Mais la logique inégalitaire qui caractérise les *linkers* a prévalu : la poursuite de la désindexation des salaires et l'indexation des obligations financières constitueront désormais des objectifs politiques simultanés…

« Si tu gagnes, je gagne »

En France, les choses sont plus tardives. À la fin des années 1990, un petit groupe de technocrates se constitue autour de M. François Villeroy de Galhau, l'actuel gouverneur de la Banque de France, à l'époque directeur de cabinet du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie Dominique Strauss-Kahn. Ils affichent leur rupture avec les « anciens », tel M. Jean-Claude Trichet, qui officie alors comme gouverneur de la Banque de France. Pour la jeune garde de quadragénaires du Trésor, la lutte contre l'inflation a été gagnée : il ne s'agit plus que d'un souvenir lointain. Au contraire, la génération dite de la « désinflation compétitive », en poste au milieu des années 1980, à laquelle appartient M. Trichet, souffre encore du *« traumatisme des années 1970 et de l'hyperinflation : une maladie qui colle vraiment aux doigts »,* comme nous l'explique un haut fonctionnaire du Trésor qui souhaite garder l'anonymat, sans craindre toutefois l'exagération — le terme d'hyperinflation désignant un dépassement du seuil de 50 %.

Les jeunes « trésoriens » vont plaider que l'indexation des obligations, loin d'attiser la hausse des prix, consacre la primauté du combat contre l'inflation. En d'autres termes, en concédant aux investisseurs une protection contre l'érosion de la valeur de leur portefeuille de placements, le Trésor mise l'argent de la République sur la rigueur d'une politique monétaire désormais entre les mains d'une banque centrale indépendante.

Le ton monte entre les entrepreneurs du Trésor et la Banque de France. Quand M. Trichet apprend l'annonce publique imminente de l'innovation, il est furieux. M. Sylvain de Forges, ancien responsable de la cellule de gestion de la dette, se souvient de la réaction hostile, qu'il qualifie de *« pavlovienne »,* du gouverneur de la Banque de France. Il nous rapporte sa conversation téléphonique avec M. Trichet : *« Au lieu de me dire que je te scie la branche* (…), *regarde la réalité,* explique-t-il à son interlocuteur. *Je fais le pari que tu vas réussir [à contenir l'inflation] et j'y colle mon fric. Si tu gagnes, je gagne, si tu perds, je perds. Or moi, je n'y peux absolument rien. Je suis le Français qui te fais le plus confiance, car je suis le seul directement à miser mon argent sur ta réussite. »* Flatteur, l'argument fait mouche ; M. Trichet cède.

La première OATI est émise le 15 septembre 1998. L'inflation apparaît dans le rétroviseur, l'indépendance de la Banque de France est incontestée, le franc fort et l'arrimage au mark de la

future zone euro sont des « données » de l'espace politique. À la fin des années 1990, l'arbitrage entre classes sociales, qui privilégie les épargnants au détriment des salariés, ne soulève plus de questions : il va de soi que les contrats obligataires de la dette souveraine bénéficient d'un statut à part, supérieur, qui ne saurait faire l'objet de demandes d'équivalence de la part d'autres catégories sociales. Mieux, cette asymétrie est comprise au plus haut niveau de l'État comme un instrument de maintien de l'ordre social, puisqu'elle renforce les pressions concourant à la discipline monétaire et budgétaire.

Élargir l'emprise financière

Jusqu'à récemment, la faiblesse de l'inflation avait permis à ce glissement de demeurer discret. Depuis quelque temps, toutefois, les choix politiques qui organisent la réponse au mal inflationniste apparaissent de nouveau au grand jour. Le 25 juillet 2022, alors que l'Assemblée nationale française examine les dépenses liées au service de la dette, des parlementaires dénoncent une inégalité de traitement : pourquoi protéger certains investisseurs financiers aux frais du contribuable ?

Alors que son groupe a refusé la taxation des superprofits et le relèvement du salaire minimum de croissance (SMIC), le député Jean-Philippe Tanguy, du Rassemblement national (RN), interpelle le ministre de l'économie et des finances en présentant les obligations indexées comme *« dignes des pires charognards de Wall Street »*. Réponse du ministre : *« Monsieur Tanguy, vous vous emportez sur les titres indexés sur l'inflation, qui seraient la proie des "pires charognards de Wall Street" pour reprendre votre expression. Les 10 % de titres de dette de l'État indexés sur l'inflation répondent à une demande très précise des assureurs et des gestionnaires de l'assurance-vie, du livret A et du livret d'épargne populaire, qui ne sont pas précisément les "pires charognards de Wall Street"* (applaudissements sur plusieurs bancs du groupe Renaissance). *J'imagine que, comme beaucoup d'autres parlementaires et comme beaucoup de Français qui nous écoutent, vous détenez une assurance-vie : pour qu'elle continue de rapporter, il faut l'indexer sur l'inflation. Voilà pourquoi les investisseurs français demandent qu'une partie de la dette française soit indexée sur l'inflation »* (5). Bien que seuls 40 % des ménages français détiennent une forme d'assurance-vie, et que l'épargne soit fortement concentrée au sommet de la hiérarchie sociale, le ministre lie les intérêts de la population générale à ceux de la finance.

Le souci de souder *Main Street* (« M. et Mme Tout-le-Monde ») à *Wall Street* pourrait offrir l'une des explications du projet de réforme des retraites. L'appauvrissement du régime public des pensions par répartition incite déjà à la souscription de retraites complémentaires privées. Il élargit le segment de marché ouvert à la gestion d'actifs par les fonds de pension (6). Quand l'ensemble de la population sera dépendante de la finance pour garantir la valeur de sa retraite, chaque Français pourra être considéré comme appartenant au « camp des investisseurs ». Dès lors, la logique conduisant à dorloter les spéculateurs au détriment des salariés n'apparaîtra plus pour ce qu'elle est : la manifestation d'une politique inégalitaire.

BENJAMIN LEMOINE

Chercheur au Centre national de la recherche scientifique (CNRS) et au Centre Maurice-Halbwachs, École normale supérieure de Paris (ENS-PSL).

(1) « Le Maire ne veut pas entendre parler d'une indexation des salaires sur l'inflation [https://www.latribune.fr/economie/france/le-maire-ne-veut-pas-entendre-parler-d-une-indexation-des-salaires-sur-l-inflation-939301.html#:~:text=Pour%20%C2%AB%20%C3%A9viter%20la%20spirale%20inflationniste,port%C3%A9e%20notamment%20par%20la%20CGT.] », 3 novembre 2022.

(2) « Comment l'inflation fait bondir le coût de la dette pour l'État [https://www.lesechos.fr/economie-france/budget-fiscalite/comment-linflation-fait-bondir-le-cout-de-la-dette-pour-letat-1684614#:~:text=Bercy%20table%20d%C3%A9sormais%20sur%20une,obligations%20index%C3%A9es%20sur%20l'inflation.&text=Le%20gouvernement%20s'appr%C3%AAte%20%C3%A0,deux%20fois%20pour%20l'inflation.] », *Les Échos,* Paris, 30 juin 2022.

(3) Michael J. Oliver et Janett Rutterford, « The capital market is dead : The difficult birth of index-linked gilts in the UK [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/ehr.12875] », *The Economic History Review,* vol. 73, no 1, Londres, 2020.

(4) *Ibid.*

(5) Assemblée nationale, compte rendu de la séance du 25 juillet 2022 [https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/16/comptes-rendus/seance/session-extraordinaire-de-2021-2022/premiere-seance-du-lundi-25-juillet-2022].

(6) Benjamin Braun, « Fueling financialization : The economic consequences of funded pensions [https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/10957960211062218] », *New Labor Forum,* vol. 31, no 1, Los Angeles, 2022.

Mot clés: Dette Finance Économie Néolibéralisme France

INFO DIPLO

Inscrivez-vous à l'**Infodiplo**, notre lettre d'information hebdomadaire.

Changer d'email / se désinscrire

… et suivez-nous sur vos réseaux sociaux…