



La BCE et nous. Bilan, perspectives  
et impact pour la Belgique...

Xavier Dupret  
Novembre 2024  
97.679 signes

## Sommaire

Introduction (résumé) .....	4
Un nouveau grand tournant?.....	7
Au service de Sa Majesté le marché.....	18
Un peu de prospective.....	26
Implications pour la Belgique francophone.....	32
Conclusion .....	35

## **Table des illustrations**

Figure 1. Le grand écart salaire-productivité au sein de l'OCDE (1995-2013).....	12
Figure 2. Evolution de la part de salaires et du capital (Belgique.1999-2021).....	13
Figure 3. Evolutions comparées de la part des salaires dans l'Europe des 28 et des 19 .....	14
Figure 4. Taux d'intérêt implicite de la dette publique belge de 2010 à 2024 .....	20

## **Introduction (résumé)**

La remontée des taux d'intérêt opérée par la BCE depuis deux ans a fait grimper les coûts de refinancement des Etats membres de la zone euro. La chose est désormais bien connue.

Pour prendre la pleine mesure de l'impact du resserrement en cours sur les conditions de financement des passifs publics, on mettra en évidence le fait que le taux d'intérêt pesant sur la dette publique belge sera, en l'absence d'une vigoureuse baisse des taux décidée par la BCE au cours des prochains mois, supérieur au niveau de l'inflation dès l'année prochaine. Il s'agit évidemment là d'un facteur qui renforce le poids de l'endettement public sur l'économie belge. Et de ce point de vue, il est de notoriété publique que la partie francophone du pays (spécialement la fédération Wallonie-Bruxelles) est la moins bien lotie. A ce propos, la timide diminution des taux décidée récemment par la BCE n'a pas fondamentalement amélioré la situation de la Belgique.

D'ailleurs, si d'aventure, la croissance du PIB chez nous tombait en-dessous de 2% l'année prochaine, on observerait un effet boule de neige sur la dette publique u pays. Cette hypothèse n'a, somme toute, rien de farfelu puisque la conjoncture économique en Europe montre des signes évidents de dégradation. C'est notamment le cas en Allemagne qui devrait connaître une croissance nulle cette année. Il va de soi que si le moteur économique de l'Europe connaît des ratés d'un tel niveau, il faut évidemment s'attendre à des répercussions sur le taux de croissance en Belgique.

Face à cette détérioration des données macroéconomiques en Europe occidentale, des observateurs, plutôt optimistes pour le coup, tablent sur une accélération du mouvement de baisse des taux dans la zone euro. Vu son historique et la centration de son mandat sur la lutte contre l'inflation, il semble, pour l'heure, plus prudent de miser sur une attitude de grande prudence de la part de la BCE. La financiarisation du capitalisme s'est, en effet, caractérisée en Europe par une orientation globalement austère des finances publiques puisque contrairement au cas américain avec le dollar, le capitalisme européen ne dispose pas d'une monnaie de réserve mondiale lui permettant de capter à coup sûr les surplus économiques dégagés à l'échelle de la planète. Dès lors, la libéralisation financière et l'incitation à assurer la rémunération la plus élevée possible au capital qu'elle suppose se sont donc traduites en Europe par des politiques de restriction de la dépense publique, en plus de la pression à la baisse sur les salaires constatée partout ailleurs dans le monde.

Pour inciter les pouvoirs à dépenser moins, une politique monétaire restrictive mettant en œuvre un loyer de l'argent plus restrictif qu'aux Etats-Unis était nécessaire. D'où la priorisation de la lutte contre l'inflation.

La BCE constitue donc un outil austéritaire en Europe, à côté du Pacte de Stabilité et de Croissance. On en voudra pour preuve le fait qu'elle utilise le concept de croissance

potentielle, lequel sert à déterminer la trajectoire des Etats membres soumis au corsetage de leurs finances publiques. La croissance potentielle désigne une sorte de taux de croissance diminué de l'influence de la demande sur le niveau de l'activité économique. Dans cette optique, seule l'offre compte car la demande y est perçue comme intrinsèquement inflationniste. On retrouve dans cette approche l'idée que les salaires constituent avant toute chose un coût et donc une charge pour l'économie. La boucle se boucle. En définitive, il apparaît que la BCE est dotée d'un mandant sous-jacent, en l'occurrence la promotion (y compris dans sa dimension idéologique) de l'austérité comme horizon indépassable de la gestion des finances publiques afin de satisfaire les hauts niveaux de rémunération exigés par le capital financier.

Cette orientation est renforcée par la récente, mais profonde, dégradation des gains de productivité en Europe. Sur cette base, est en train de se mettre en œuvre un mode d'accumulation du capital basé sur la dépossession en Europe. La dépossession dont il est ici question porte notamment sur l'accès aux services publics dont le sous-financement et/ou la privatisation permettent de garantir la rémunération du Capital. On retrouve classiquement ce genre de configuration dans les sociétés coloniales. On pourrait donc en conséquence décrire les sociétés européennes comme « autocolonisées » par leurs propres classes supérieures.

Pour autant, il ne faut pas se tenir pour vaincu d'avance. Nous ne sommes, malgré tout, pas condamnés par l'Europe de l'austérité à sacrifier le financement de notre Etat social. Si la Commission procédait de la sorte, elle planifierait des réductions brutes de dépenses. Or, les réductions de dépense exigées par les autorités européennes consistent en une diminution « nette » de manière à refléter la croissance potentielle d'un pays. Autrement dit, une augmentation des recettes peut être mobilisée à titre d'alternative à la programmation de coupes claires dans les dépenses publiques.

Le Pacte de Stabilité et de Croissance est à ce sujet des plus explicites. Il suffit, pour s'en convaincre, de lire les textes constitutifs de la législation européenne faisant autorité dans le domaine. Dans un ordre d'idées concomitant, cela ne signifie évidemment pas qu'il ne faut pas dénoncer l'éventuel caractère illégitime, voire odieux, de certaines dettes publiques en Europe mais il s'agit de deux débats distincts. Aussi, il n'apparaît pas convaincant sur un plan strictement argumentatif de les confondre.

De surcroît, et c'est un autre motif d'espoir (sans pour autant oser parler d'optimisme tant c'est un luxe par les temps qui courent), les pressions à la désindustrialisation qui se font aujourd'hui sentir en Allemagne pourraient également jouer en faveur d'un allègement de l'emprise du capital financier en Europe afin de sauver ni plus ni moins que la base productive du continent européen. Plus les données concernant la croissance en Europe seront négatives l'année prochaine, plus les probabilités de concrétisation de ce scénario seront élevées.

Pour l'heure, il ne s'agit cependant que d'une hypothèse. En tout état de cause, le niveau élevé du loyer de l'argent sur le Vieux Continent constitue un sérieux problème pour l'économie wallonne, laquelle connaît, pour l'heure, une dégradation au niveau de l'emploi, d'une part, et une pression sur ses industries en lien avec le niveau élevé du prix de l'énergie.

Le temps presse donc pour une approche monétaire alternative monétaire en Europe...

C'est peu dire que les décisions de la Banque centrale européenne (BCE) exercent une influence importante sur l'économie du pays. Une banque centrale, par définition, c'est fait pour cela puisque c'est elle qui fixe le niveau des taux d'intérêt. Nous verrons cela plus en détail dans la suite de cette étude. Mais on peut évidemment déjà de manière très intuitive considérer comme décisif le fait de pouvoir décider du coût de l'accès au crédit pour les agents économiques. A ce propos, force est, d'ailleurs, de constater que les choses sont peut-être en train de changer en Europe même s'il n'y a pas lieu, comme nous le verrons par la suite, de s'emballer.

### **Un nouveau grand tournant?**

Personne n'ignore plus aujourd'hui que les taux d'intérêt en Europe et aux Etats-Unis ont connu une forte progression dans la foulée de la crise Covid et la guerre en Ukraine. En Europe, contrairement aux Etats-Unis, le renchérissement du loyer de l'argent a contribué à remettre en selle une politique de contraction de la dépense publique. Il est, en tout état de cause, très clair que le mandat de la BCE étant centré sur la seule stabilité des prix, on assiste pour l'heure à un spectacle pour le moins paradoxal si on regarde du côté de l'inflation sous-jacente (ou *core inflation* dans le globish d'usage dans la profession). Pour rappel, cette dernière désigne l'évolution des prix hors alimentation et énergie, lesquels se caractérisent par de brusques et importantes variations temporaires. De par cette exclusion de marchandises caractérisées habituellement par une forte volatilité des prix, la *core inflation* est supposée mieux anticiper les tendances de l'inflation à long terme. On verra dans la suite du propos que cette propriété avait quelque peu perdu en évidence au cours des 24 derniers mois mais qu'elle va, malgré tout, retrouver de sa pertinence dans un avenir proche.

En tout état de cause, la *core inflation* aux Etats-Unis a fortement ralenti depuis deux ans et se situait au niveau de 3,31% en septembre 2024. Elle avait légèrement augmenté depuis le plus bas (depuis deux ans) atteint en juillet de cette année avec un taux de 3,17%<sup>1</sup>. De son côté, l'inflation générale aux Etats-Unis (c'est-à-dire celle qui intègre les produits énergétiques ainsi que l'alimentation) était, en septembre de cette année, à son niveau le plus bas depuis mars 2021 en présentant un taux de 2,44%. On reviendra, par la suite, sur la différence entre ces deux variables. Pour l'heure, bornons-nous à repérer des différences essentielles avec le Vieux Continent, et plus particulièrement, l'eurozone qui nous concerne tout particulièrement en Belgique.

Par comparaison, l'Euroland manifeste les tendances suivantes en cette fin d'année 2024. L'inflation sous-jacente équivalait chez nous à 2,7% pour le troisième trimestre 2024. Quant à l'inflation générale, elle était de 2% en octobre 2024<sup>2</sup>. Les taux correspondant aux deux types d'inflation sont clairement plus bas en Europe qu'aux Etats-Unis. La BCE devrait, au vu de ces chiffres, être plus encline que la Fed à entamer un périple de descente des taux. Ce n'est

---

<sup>1</sup> Fed, octobre 2024

<sup>2</sup> BCE, novembre 2024

pourtant pas ce que l'on constate. C'est ainsi que la banque centrale de la zone euro a déclaré à l'issue de sa réunion du mois de septembre être « prudente » quant à la vitesse que prendrait sur le Vieux Continent le mouvement d'assouplissement des taux. Pour information, le taux de dépôt de la BCE a été réduit à deux reprises cette année et à chaque fois, de façon particulièrement mesurée, pour ne pas dire timorée. Le dernier mouvement de baisse en date du mois de septembre correspondait assez timidement à 25 points de base (soit 0,25%). Cette diminution a porté le taux de dépôt en vigueur dans la zone euro au niveau de 3,50%. Ce dernier reste clairement très problématique du point de vue de l'activité économique et de la croissance du PIB en Europe mais il s'avère, en revanche, redoutablement performant pour ce qui est de la lutte contre l'inflation. La comparaison avec les Etats-Unis est, à cet égard, patente. Au troisième trimestre 2024, la croissance dans la zone euro était de 0,4% sur douze mois contre 2,8% aux Etats-Unis à la même époque.

On peut et doit expliquer cette différence d'attitude dans le chef des deux banques centrales par une divergence d'analyse de la conjoncture. Pour l'une, l'europpéenne, la lutte contre l'inflation prend le pas sur la volonté de protéger l'emploi et la croissance tandis que pour l'autre, l'américaine, les deux objectifs sont aussi importants l'un que l'autre. On retrouve ici la différence de mandat entre la BCE et la Fed. Cette question est tout-à-fait fondamentale. En effet, les buts et missions de la Fed correspondent à trois objectifs. A côté de la lutte contre l'inflation, on retrouve également la contribution à la croissance et à l'emploi. Pour sa part, le mandat de la BCE correspond à la seule dimension de stabilité des prix. Certes, on pourra toujours justifier cette différence par le traumatisme de l'Allemagne face au souvenir de l'hyperinflation sous la République de Weimar. Il n'en reste pas moins que la BCE reste étonnamment « prudente » bien que l'inflation générale se situe à un niveau tout-à-fait acceptable sur le Vieux Continent alors qu'avec un taux de 2,44%, la FED s'est engagée de manière plus résolue sur le chemin de la baisse du loyer de l'argent.

De ce point de vue encore, la comparaison avec la BCE s'avère particulièrement instructive. Au début du mois de novembre, les taux directeurs de la Fed ont chuté de 25 points de base pour atteindre une fourchette se situant entre 4,50% et 4,75%. Cette décision faisait suite à une baisse plus importante de 50 points de base adoptée en septembre. Ce mouvement de pression à la baisse a permis aux taux US de quitter la zone des 5%, laquelle avait perduré pendant la majeure partie de 2024. Bref, avec une inflation générale supérieure à 2,4%, la Fed a déjà baissé ses taux de 0,75 points cette année. La comparaison n'est, de ce point de vue, guère flatteuse pour la BCE. C'est ainsi que cette dernière a décidé le jeudi 17 octobre de baisser une nouvelle fois ses taux directeurs de 0,25 points, après avoir adopté une décision similaire un mois auparavant. Cette modestie a de quoi surprendre à l'heure où l'inflation n'impressionne plus grand monde en Europe. En effet, c'est davantage la croissance qui aujourd'hui, préoccupe les observateurs de l'économie européenne.

On comprendra mieux les raisons qui expliquent cette contradiction en renvoyant au modèle de développement économique spécifique de l'Allemagne depuis une petite dizaine d'années. L'économie allemande reste davantage marquée par l'importance de ses industries (notamment, la filière automobile) pour ce qui est de la création de valeur ajoutée par son tissu économique. C'est ainsi que le secteur secondaire contribue au PIB allemand pour un



niveau de 18,5%. On notera qu'en France et aux États-Unis, cette part des industries se situe respectivement à 9,3% et 10,7%. Il va de soi que si le secteur secondaire en proportion du PIB est plus important en Allemagne, le secteur tertiaire (c'est-à-dire les services) y est forcément plus faible. C'est ainsi que les services représentaient 62% du PIB allemand contre 70,3 % en France et 77,6 % aux États-Unis. Jusqu'à présent, ces industries, fortement articulées à la filière automobile, se sont caractérisées par une progression importante de leurs exportations vers la Chine.

En 2023, pour la huitième année consécutive, la Chine s'affirmait comme le premier partenaire commercial de l'Allemagne. L'année dernière, les deux pays ont échangé entre eux un flux de marchandises pour un montant de 253,1 milliards d'euros. Cette donnée correspond à une baisse impressionnante puisqu'en douze mois, les échanges entre Berlin et Pékin ont diminué de 15,5%. En revanche, les échanges commerciaux avec les États-Unis, deuxième partenaire de l'Allemagne, ont légèrement progressé (1,1% en un an). Au total, les flux commerciaux avec la Chine n'ont dépassé ceux constatés avec Washington que de 0,7 milliard d'euros au cours de l'année dernière. Pour prendre la pleine mesure de cette évolution, ce différentiel s'élevait à plus de 50 milliards d'euros en 2022. Pour le surplus, on mentionnera que l'année dernière, le déficit commercial de l'Allemagne vis-à-vis de la Chine équivalait à un montant de 58,4 milliards d'euros. En l'espace d'une année, il a d'ailleurs diminué. Parallèlement, l'Allemagne a enregistré un excédent commercial s'élevant à 63,5 milliards d'euros avec Washington. Les États-Unis sont donc en passe de devenir le premier débouché des productions industrielles allemandes.

En attendant, on est bien forcé de constater que l'essor du commerce extérieur allemand a pendant longtemps été tributaire du marché chinois. Ce mouvement a induit une pression à la baisse sur les salaires outre-Rhin. D'un certain point de vue, on peut dire que cette incitation à la compétitivité-prix, renvoyant exclusivement à la comparaison des salaires nominaux entre États compte non tenu de la productivité du travail (également appelée « productivité apparente »), a conduit à ce qu'au fil du temps, le salaire chinois soit devenu indirectement le salaire de référence de l'industrie allemande dans un premier temps, puis, compétitivité oblige, européenne par la suite. C'est fondamentalement cette focalisation sur les salaires qui explique la prudence de la BCE. Pour s'en convaincre, il suffit de comparer les niveaux d'inflation générale, d'une part, et sous-jacente, d'autre part en Europe.

Comme nous l'avons vu auparavant, il existe une différence chez nous en faveur de l'inflation sous-jacente (2,7%) par rapport à l'inflation générale (2%). On voit donc clairement que l'inflation est moins élevée quand on tient compte des produits énergétiques et des aliments que quand on les inclut dans le calcul de l'évolution des prix. Pour interpréter cette situation, on proposera d'en revenir à l'approche post-keynésienne de l'inflation. Dans cette optique particulière, le ressort de l'inflation correspond au prix du travail. C'est en cherchant de ce côté que l'on parviendra à comprendre ce qui nous arrive. En effet, la Banque nationale de Belgique (BNB) faisait observer dans un rapport de juin de cette année, que l'inflation des services restait particulièrement élevée en Europe à hauteur de 4 %<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> BNB, Baisse des taux d'intérêt : les salaires vont-ils jouer les trouble-fête?, 13 juin 2024.

Depuis cette époque, on n'a guère observé de variations de cette variable en Europe. De surcroît, la Belgique a tendance à se rapprocher de plus en plus nettement de la tendance générale en Europe. C'est ainsi que l'inflation des services dans notre pays est nettement orientée à la baisse puisqu'elle est passée de 4,55% à 4,21% au cours de l'été et a fini par équivaloir à un taux de 4,04% en septembre de cette année<sup>4</sup>.

Pour bien envisager le lien entre inflation des services et progression des salaires, il suffit de rappeler que le secteur tertiaire est, d'un point de vue structurel, nettement plus riche en emplois que celui des industries. On dira qu'il est labour-intensive. Plus précisément, les services se caractérisent par une interaction en définitive plus étroite entre production et consommation que les industries en raison de l'importance accordée au facteur travail dans leur mise en œuvre. Plus spécifiquement, on notera que les services sociaux et les services aux personnes (bref, le non-marchand) sont les plus intensifs en travail. En réalité, cette intensité en travail provient du fait que dans le secteur des services, il s'est avéré difficile, jusqu'à présent du moins, de procéder à une substitution du capital au travail, bref, à remplacer une partie des salariés impliqués dans la production des services par des machines.

Les débats actuels sur l'intelligence artificielle ont d'ailleurs relancé cette idée qui avait ses adeptes à l'aube de ce que l'on appelait au tournant des années 1970-1980 la « révolution informatique ». Cette question excède, et de très loin, les limites de la présente étude. Force est cependant de constater que jusqu'à présent, ces prophéties se sont révélées vaines. A ce titre, le secteur des services reste encore de nos jours particulièrement intensif en travail.

Autrement dit, quand la BCE ou la BNB s'inquiètent du niveau de l'inflation des services, elles ont, en fait, en ligne de mire la progression des salaires. Après les grosses vagues d'augmentation de prix à partir de 2021 et surtout 2022, un temps d'augmentation des salaires est advenu. C'est ainsi que l'année dernière, les travailleurs allemands ont, par exemple, arraché 6,2% d'augmentation de leurs salaires. Pour des raisons en bonne partie démographiques, on signale, outre-Rhin, une pénurie de main-d'œuvre. Cette dernière a posé les bases d'un rapport de forces plus favorable aux salariés qui ont décroché les augmentations les plus fortes depuis la crise financière de 2008. En dix ans, le salaire minimum allemand a, d'ailleurs, progressé de plus de 40%. Un effet de rattrapage des augmentations de prix décidées par les entreprises transnationales après le déconfinement est donc en train de prendre place en Europe à la faveur d'une réactivation de la conflictualité sociale. Dans ces conditions, il est évident que le modèle de réalisation de la production industrielle à partir des exportations et de la compression salariale a très sérieusement pris du plomb dans l'aile.

Ce point ne manquera pas d'affoler les piliers de l'idéologie dominante, à commencer par les médias *mainstream* ne se caractérisant guère par un immense pluralisme idéologique en matière de décryptage économique. En effet, si les salaires et partant, les prix dans le secteur des services augmente, il y a de fortes chances pour qu'ils augmentent partout ailleurs, y compris dans les industries. On répondra utilement à ces tenants du désordre établi en pointant

---

<sup>4</sup> Statbel, Indice des prix à la consommation, septembre 2024.

que si l'inflation générale est inférieure à l'inflation sous-jacente, c'est en raison d'un fort ralentissement économique. C'est la seule explication qui permet d'ailleurs de faire tenir dans un même raisonnement la faiblesse de l'inflation pour les produits énergétiques et la vague d'augmentation des salaires. A ce propos, il y a peu, la directrice générale du Fonds monétaire international (FMI), Kristalina Georgieva, a mis en garde contre la possibilité de voir l'économie mondiale s'enliser dans une trajectoire structurelle de faible croissance et d'endettement élevé. Ce cocktail détonnant mettrait les gouvernements en fâcheuse posture puisqu'ils disposeraient de ressources moindres pour s'attaquer au changement climatique mais aussi financer des politiques sociales au bénéfice de leurs populations. Et madame Georgieva de s'inquiéter, non sans au demeurant quelque candeur, d'une montée des mouvements de protestation aux quatre coins du monde.

Il est vrai que les prévisions économiques du FMI n'ont rien de fort encourageant. C'est ainsi que la croissance annuelle moyenne du PIB mondial diminuera d'ici 2029. Elle s'élèvera à 3,1% à cette époque contre 3,2% cette année. Il s'agit là d'un niveau sensiblement inférieur à la moyenne 2000-2019 était de 3,8%. Dans le même temps, la dette publique mondiale devrait dépasser les 100.000 milliards de dollars pour la première fois cette année et continuer à progresser, et ce alors que les opinions publiques à travers le monde se montrent de plus en plus favorables à davantage de dépenses publiques. Cependant, on note également des résistances à l'augmentation du niveau de la fiscalité un peu partout dans le monde. A terme, si rien ne change, la dette publique, qui représente actuellement 93 % du PIB mondial, devrait atteindre 100% en 2030, dépassant ainsi le pic atteint lors de la pandémie de Covid-19. Les économistes marxistes sont souvent vilipendés par les tenants de la pensée économique dominante du fait de leur volonté de pointer les effets de la lutte des classes dans leurs analyses de l'économie mondiale. Ce reproche formulé par les tenants des thèses néoclassiques à l'encontre des marxistes (et plus globalement, l'ensemble des socio-économistes) repose davantage sur une volonté d'opacifier les données relatives à la vie économique que sur le souci d'apporter une pièce essentielle au débat épistémologique. On en voudra pour preuve le fait que la directrice générale du FMI attache, dans la source citée auparavant, une grande importance à ce facteur sociopolitique lorsqu'elle faisait part du constat suivant. Quand elle demande aux chefs de gouvernement comment va leur économie, la réponse est « bonne » alors que lorsqu'elle les interroge sur l'état d'esprit de leur population, la réponse est nettement moins positive, sans doute parce que les ménages souffrent encore beaucoup du niveau élevé des prix à la consommation alors que la croissance mondiale se révèle anémique<sup>5</sup>.

Bref, nous avons affaire à une contradiction croissante entre des besoins nécessitant de forts investissements publics et des niveaux élevés d'endettement public. De ce point de vue, tant qu'à compléter l'analyse de la lutte des classes menée de manière, il est vrai, un brin superficielle par Kristalina Georgieva, on insistera sur le fait que la dette publique correspond en fin de compte à une possibilité d'accumulation de capital à partir des besoins de financement des pouvoirs publics. Or, en la matière, force est d'ailleurs de constater que le

---

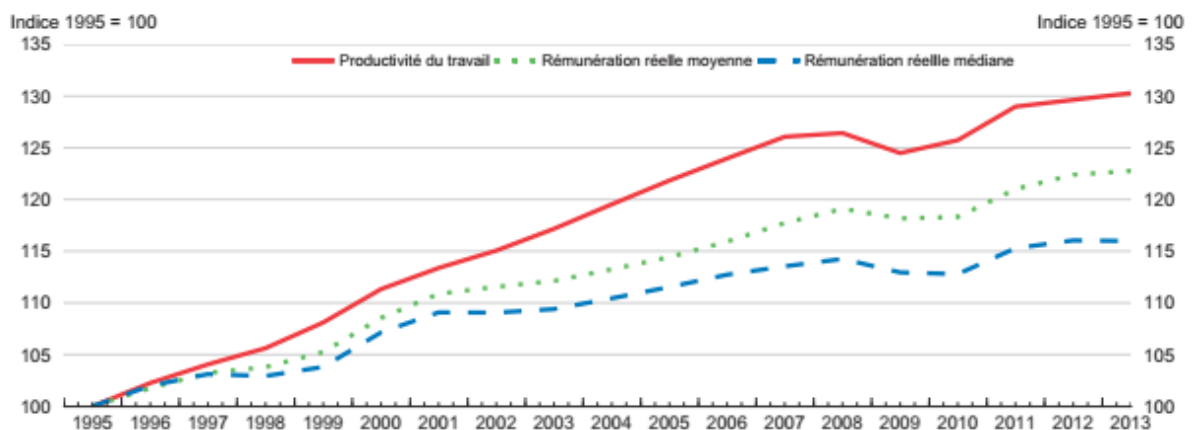
<sup>5</sup> Financial Times, IMF chief warns of unforgiving debt backdrop and low growth, 17 octobre 2024.

capital en tant que facteur de production a pris l'ascendant sur le travail, c'est-à-dire l'immense majorité de la société, depuis déjà quelques décennies? Un bon indicateur de cet état de choses nous est livré par l'évolution de la part des salaires dans les PIB des différents pays de l'OCDE. C'est là une réalité qui a déjà été beaucoup commentée. Depuis une quarantaine d'années, le travail a perdu du terrain face au capital. Expliquons-nous. Dans l'optique des facteurs de production, le PIB n'est composé que de deux éléments, précisément le capital et le travail. La relation entre les deux facteurs revêt donc la forme d'un jeu à somme nulle. Une unité en plus pour l'un, c'est forcément toujours une unité en moins pour l'autre.

Donc, si l'on retient pour fondés les constats de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) lesquels établissent un découpage entre l'évolution des salaires et les gains de productivité, on pouvait constater une différence de 15 points de pourcentage entre le niveau des salaires et celui de la productivité.

Autrement dit, la richesse produite par le collectif des travailleurs a augmenté sans que les salaires n'aient, de leur côté, évolué au prorata de cet accroissement de valeur ajoutée. On peut représenter cette désarticulation sous la forme du tableau suivant.

**Figure 1. Le grand écart salaire-productivité au sein de l'OCDE (1995-2013)**



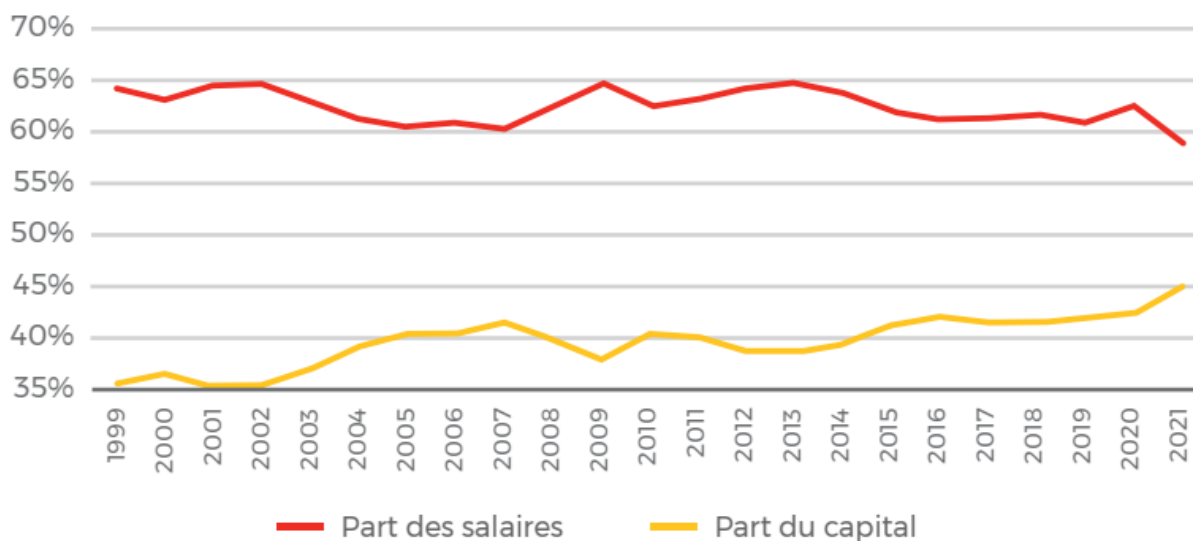
Source : OCDE, Perspectives économiques de l'OCDE 2018, numéro 2, novembre 2018, p.62.

Le chiffre qui est présenté dans ce graphique correspond à une moyenne pondérée par l'emploi pour les 24 Etats membre de l'OCDE. Si l'on pose la productivité du travail et la rémunération réelle moyenne à un même niveau de 100 en 1995, on constate que près de 20 ans plus tard, les salaires avaient progressé de 15% et la productivité de 30%. Il en ressort donc une différence de 15 points de pourcentage. CQFD.

Pour un pays comme la Belgique, on doit signaler une évolution similaire qui a permis aux revenus du capital d'augmenter pendant que ceux du travail diminuaient. Les chiffres sont, à cet égard, pour le moins parlants, comme le prouve le graphique qui va suivre. Notons

d'entrée de jeu que la source utilisée n'a pas grand-chose à voir avec l'underground subversif puisqu'il s'agit de la Banque nationale de Belgique (soit un des piliers de l'appareil d'Etat).

**Figure 2. Evolution de la part de salaires et du capital (Belgique.1999-2021)**



Source : Source : BNB, comptes sectoriels trimestriels, 2022.

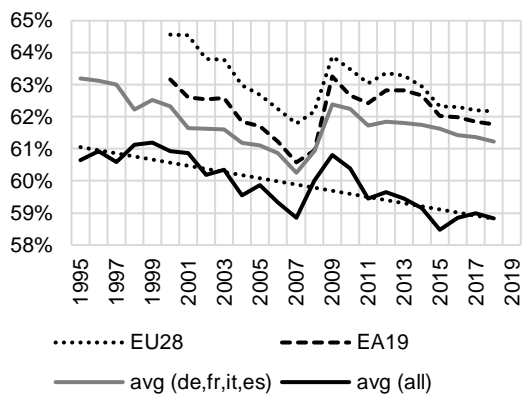
En une vingtaine d'années, les salaires en Belgique ont perdu plus de 5 points de PIB, c'est-à-dire un peu plus de 25 milliards d'euros en valeur 2021. Chaque année, au cours de cette période, le monde du travail donc perdu 1,13 milliard d'euros (25/22), cotisations sociales incluses. Notons également qu'une évolution similaire a caractérisé tous les pays de l'Union européenne dans leur ensemble de manière plus ou moins uniforme.

A la fin les années 70, la part des salaires dans l'Union européenne équivalait en moyenne à 77% des PIB contre 68% vingt ans plus tard<sup>6</sup>. Par la suite, on note une nouvelle phase d'affaîssement. En effet, la part des salaires était tombée au niveau de 63% en 2017<sup>7</sup>. La chose est confirmée par une source académique qui constate des chiffres absolument identiques, comme l'indique le graphique qui suit.

<sup>6</sup> HUSSON. M., « Le modèle européen des années 90 » in *Transformations du travail et croissance économique*, sous la direction de B. Lamotte et A. Mounier, l'Harmattan, Paris, 2000, pp.33-42.

<sup>7</sup> Confédération européenne des syndicats (CES), Rien qu'en 2017, chaque travailleur a subi une perte de salaire de 1764 € en raison de la cupidité des actionnaires, 27 février 2018.

**Figure 3. Evolutions comparées de la part des salaires dans l'Europe des 28 et des 19**



Source: Bellocchi, A, Marin, G, Travaglini, G, The labor share puzzle: Empirical evidence for European countries in *Economic Modelling*, Volume 124, 2023, annexe 1.

On peut, en effet, constater que la part du travail est passée d'une moyenne 64 % du PIB dans les pays les plus avancés de l'UE28 en 2008 à 62,8% en 2019. En Europe aujourd'hui, le travail obtient donc une part de plus en plus réduite des recettes avant impôts du secteur privé. Depuis, la gauche s'échine à vouloir récupérer par la voie fiscale ces milliards passés de la poche du Travail dans celle du Capital. Cependant, ces beaux efforts conceptuels sont raillés par la droite qui ne manque pas de rappeler que les capitaux sont désormais particulièrement mobiles. Sans vouloir trancher ce débat (ce qui n'est d'ailleurs pas le propos de cette étude) ni d'ailleurs céder à de vilaines sirènes alarmistes, il faut tout de même bien reconnaître qu'agir par la voie fiscale s'avère plus délicat en cette période d'ouverture des frontières et de libre circulation des capitaux en Europe qu'il y a, par exemple, 50 ans.

Et si c'était la voie monétaire qui permettrait de trancher ce douloureux dilemme? En regardant le graphique qui précède, on note clairement une remontée de la part des salaires dans le PIB lors de la crise de l'automne 2008. Que s'est-il donc produit au juste à cette époque? Après l'éclatement de la bulle des emprunts subprime, une profonde récession a frappé nos pays. L'évolution du PIB était donc orientée à la baisse. Du côté des prix, on signalait une déflation, c'est-à-dire une diminution du niveau général des prix. Par exemple, en Belgique, l'inflation moyenne a été légèrement négative en 2009 (-0,04%). Pourtant, les salaires n'ont pas baissé à cette époque. Les prix baissaient mais le coût du travail restait identique. Il en a résulté une baisse de la part des profits et forcément, une augmentation concomitante de celle des salaires.

Dans cet ordre d'idées, il va de soi que la priorité accordée à la lutte contre l'inflation dans le chef de la BCE participe directement à la mise sous pression des salaires. Cette caractéristique s'inscrit, au demeurant, dans le droit fil de l'exigence de compétitivité-prix des industries allemandes dans leurs échanges avec la Chine et plus largement, les pays émergents. A l'heure où le modèle allemand apparaît fragilisé, prêter moins d'attention à l'inflation des salaires et se montrer, au contraire, davantage attentif à l'inflation sous-jacente ne relève pas

nécessairement de l'amateurisme. Cette réorientation se traduira inévitablement par un relâchement plus décidé des taux du côté de la BCE. La remontée de l'inflation qui résultera mécaniquement entraînera des revendications en faveur d'une augmentation des salaires. Evidemment, cette dernière entraînera une remontée des prix, typique d'une boucle « prix-salaires ». Néanmoins, si le Capital ne peut espérer de l'appareil d'Etat (et une banque centrale, c'est évidemment un élément essentiel de l'appareil d'Etat) un « coup de pouce » sous la forme d'un relèvement des taux, il faudra bien qu'à un moment donné, il cède devant la pression à la hausse des rémunérations, sous peine de perdre son outil de travail à force de vouloir la compétitivité se dégrader. Le patronat devra alors sacrifier une partie des profits, à commencer par celle qui vient soutenir sa consommation ostentatoire.

On reconnaîtra toutefois que ce modèle repose sur une économie plus fermée que ce qui existe aujourd'hui. L'ouverture des frontières permet, en effet, en cas de dégradation de la compétitivité-prix de délocaliser tout ou partie de l'appareil productif. Pour autant, on ne jurera pas que ce contre-argument pourra éternellement être invoqué contre des politiques plus favorables au Travail. En effet, il semble bien que la tendance à l'accentuation continue de la mondialisation des échanges soit derrière nous. De ce point de vue, l'élection de Donald Trump représente un tournant d'évidence majeur. L'Europe austéritaire n'est donc pas une fatalité inscrite dans les astres. Elle correspond, au contraire, à une régulation des rouages de l'accumulation sur le Vieux Continent destinée à garantir le niveau le plus élevé possible des profits. La faiblesse de ce dispositif tient à ce que les progrès de l'accumulation qu'il garantit d'une main de fer ne sont guère consolidés par une hausse structurelle des investissements.

Au contraire, on constate un « désencastrement » de la finance par rapport au reste de l'économie depuis le début des années 1980. Cette opération s'est effectuée au prétexte que « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain » selon l'expression bien connue de l'ancien chancelier allemand Helmut Schmidt (1918-2015). Or, il n'en pas été ainsi dans la réalité. Les profits d'hier sont devenus les bénéfices du lendemain mais aussi du surlendemain. C'est cette permanence dans le temps qui explique que la progression des investissements se traîne lamentablement derrière l'évolution des profits en Europe. Ce décalage doit s'expliquer par la diminution du nombre de possibilités d'investissement suffisamment rentables face aux exigences du capital. De surcroît, c'est le secteur financier qui détermine les seuils de rentabilité posés lors de la sélection des projets finançables<sup>8</sup>.

Et c'est ici que la boucle se boucle. En préconisant que l'impôt inflationniste ponctionne le capital, on est également en mesure de forcer le Capital à investir davantage pour disposer d'une rentrée brute de revenus plus élevée. Or, ces investissements ne seront pas superflus pour affronter les nécessités de la transition écologique. Pour arriver à cette conclusion (provisoire), nous sommes partis de la distinction, à notre sens, pertinente entre inflation sous-jacente et inflation générale. Nous nous sommes donc inscrits en faux contre une thèse, en apparence anodine mais en réalité, profondément idéologique, qui a beaucoup circulé après

---

<sup>8</sup> Auvray, T, Dallery, T et Rigot S, L'Entreprise liquidée. La finance contre l'investissement, Michalon, Paris, 2016.

que la guerre en Ukraine ait fait exploser les prix de l'énergie en Europe. A l'époque, la pertinence du concept d'inflation sous-jacente était battue en brèche par des observateurs qui se faisaient fort de faire noter que les augmentations des tarifs des produits énergétiques et alimentaires ne se rétablissent pas nécessairement à l'occasion de contre-chocs. Par conséquent, l'inflation sous-jacente ne permet pas de saisir cette dynamique alors que l'alimentation et l'énergie absorbent une grande partie des revenus des citoyens<sup>9</sup>.

A cette objection, qui, dans le fond, est loin d'être inintéressante, on commencera par répondre que mesurer le coût de la vie est le fait d'un autre indicateur, à savoir l'Indice des Prix à la Consommation. L'indicateur relatif à l'inflation sous-jacente mesure, pour sa part, les tendances inflationnistes sur le long terme d'une économie donnée. Et c'est ici que vouloir faire l'impasse sur cette variable participe d'un projet idéologique (peu importe, d'ailleurs, qu'il soit conscient ou non) qui occulte une raison de la faiblesse de l'inflation de long terme dans les pays de l'OCDE, à savoir la stagnation des investissements dans le capitalisme contemporain.

La pression aux profits immédiats les plus élevés possibles inhérente au capitalisme financiarisé a, comme nous l'avons vu auparavant, suscité en retour une diminution des investissements. Cette dynamique a fini par épuiser un des piliers de la modernité capitaliste, à avoir le dynamisme des gains de productivité. A force de ne plus investir, des filières industrielles entières ont connu une diminution de leurs capacités à innover et améliorer les procès productifs. Pour l'économie belge, cette baisse est parfaitement documentée et chiffrée. Les gains de productivité ont toujours été plus faibles dans les services que dans l'industrie manufacturière. Avec le recul historique, on peut donc constater que le taux de croissance annuel moyen de la productivité équivalait à 7,4% dans le secteur secondaire contre 3,1 % dans les services au cours des années 1970, puis 4,6% dans le secteur secondaire contre 1,2 % dans les services durant les années 1980, 3,1 % dans le secteur secondaire contre 0,5 % dans les services durant les années 90 et enfin, 2,8 % dans le secteur secondaire contre 1,0 % dans les services entre 2000 et 2004<sup>10</sup>.

La tendance à la baisse est donc marquée. Le tournant dans les pertes des gains de productivité commence au début des années 1980, exactement au moment où les gouvernements dans tous les pays de l'OCDE adoptent des réformes qui visent à soutenir les marchés financiers par une politique radicalement anti-inflationniste de relèvement des taux d'intérêt nominaux. Comme les chiffres précédemment cités tendent à le prouver, la tendance a fini par faire boule de neige. Aujourd'hui, l'évolution des gains de productivité se présente comme suit. Entre 2012 et 2019, le taux de croissance annuel moyen de la productivité horaire du travail en Belgique était de 0,7% entre 2012 et 2019 contre 0,4% entre 2019 et 2022<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Dyer, G & Keane, B, Are we measuring inflation correctly? The US experience suggests we might not be, Crikey, 27 juin 2024.

<sup>10</sup> Bureau Fédéral du Plan, Croissance et productivité en Belgique, 16 mars 2007.

<sup>11</sup> Conseil national de la Productivité (CNP), Rapport annuel 2023, p.8.



La question de la productivité est fondamentale pour la marche de l'accumulation puisqu'un haut niveau de productivité apparente permet de faire baisser les prix relatifs des marchandises consommées par les salariés. En fait, si les gains de productivité sont importants, l'augmentation des salaires qui en découlera ne va pas modifier les grands équilibres en ce qui concerne la répartition du produit social entre salariés et employeurs. En fait, dans ce cas de figures, les salaires augmentent mais pas nécessairement au même rythme que la production. Mais puisque les prix unitaires des biens diminuent, la part des salaires dans le PIB ne doit pas nécessairement augmenter (elle peut même baisser, d'ailleurs) pour que le pouvoir d'achat des salariés s'améliore. Evidemment, les profits, dans cette configuration des rapports sociaux de production, sont raffermiss. Cette manière de procéder correspond à un schéma d'accroissement de la plus-value relative, pour reprendre la terminologie marxiste.

C'est ce mode de régulation du capitalisme qui s'est imposé dans les pays de l'OCDE (en ce compris, la Belgique) à partir de la fin des années 1970. L'évolution de la productivité après la crise financière de 2007-2008 n'offre plus les mêmes potentialités. Le développement de l'accumulation devra alors revêtir les formes de la plus-value absolue. Cette dernière se présente comme un profit résultant de l'allongement de la journée de travail. Dans les périodes de crise au XIX<sup>ème</sup> siècle, c'est cette formule qui était appliquée afin de remédier aux faiblesses de l'accumulation<sup>12</sup>. On comprend que dans une société comme la nôtre, ce type de solutions n'est pas évident à mettre en œuvre vu les garanties légales entourant la durée du travail. En revanche, il est possible de faire pression à la baisse sur les conditions d'existence de la population de manière à soutenir les profits en marchandisant une partie des droits sociaux et des services publics. L'économie politique de la privatisation des communs et du public correspond donc à un manque d'efficacité non pas du public mais du privé qui dans la sphère marchande, peine à se reproduire, faute d'investissements en suffisance et de gains de productivité soutenus.

On peut également identifier ce mode de valorisation du capital à une forme d'accumulation par dépossession. D'un point de vue théorique, il s'agit d'une forme de colonisation de la société par la logique d'accumulation du capital puisque les formes plus pures d'accumulation par dépossession ont été mises en œuvre au moment où les empires coloniaux se sont constitués. Dans l'histoire du Sud global, cette période correspond à l'accumulation primitive de capital qui a mis en branle le processus d'entrée dans la modernité (capitaliste). Le lien avec les politiques d'austérité ici et maintenant en Europe se pose de la manière suivante. Pour des raisons de soutien à l'accumulation, les pouvoirs choisissent de déposséder une partie de la population de services qui sont organisés sur une base publique et non-marchande (éducation, santé, culture, etc...) de telle sorte que l'accumulation par dépossession s'apparente, de nos jours, à une forme d' « autocolonisation » des sociétés européennes par

---

<sup>12</sup> K.Marx, Le Capital, livre I, Quatrième section : la production de la plus-value relative, chapitre XII : La plus-value relative (disponible sur Internet : <https://www.marxists.org/francais/marx/works/1867/Capital-I/kmcapI-12.htm>).

ses classes supérieures et leurs intérêts<sup>13</sup>. Nous passerons en revue les implications de cette configuration des rapports de classe d'un point de vue prospectif dans la suite du document.

D'un point de vue davantage microéconomique, la dépossession provient du fait que ce qui était gratuit ou faisant l'objet de prix régulés de façon à rapprocher fortement le prix de vente du prix de revient passe du côté des productions marchandes et, à ce titre, donne lieu à la formation d'un profit. En cas de privatisation, il faudra tout de même bien que l'opération rapporte quelque chose au Capital. Les tarifs vont alors augmenter. C'est ainsi que de manière très empirique, des études ont pu démontrer que dans les pays du Sud où des privatisations ont été programmées, « les effets microéconomiques de la privatisation des infrastructures sont mitigés dans l'ensemble et que les impacts macroéconomiques sont décevants car non conformes aux objectifs visés »<sup>14</sup>. En Belgique, aussi, on constate les mêmes tendances. Par exemple, chez nous, il est aujourd'hui de notoriété publique que la libéralisation de l'énergie n'a pas fait baisser les prix. C'est ce qu'a permis d'établir une étude de la CREG qui a constaté que depuis la libéralisation de 2007, le prix total moyen pour un client résidentiel a augmenté de 83,71% en ce qui concerne l'électricité et de 58,38% pour le gaz<sup>15</sup>.

L'accumulation par dépossession fonctionne donc à plein régime chez nous également. La chose n'a rien de bien mystérieux ni de surprenant. La politique monétaire soutient structurellement le capital en Europe. A ce propos, on peut chercher à vérifier si les diminutions de taux intervenues récemment modifient fondamentalement la donne en cette matière. Pour ce faire, nous scruterons de près les évolutions du taux d'intérêt de la facilité de dépôt, qui constitue le principal taux directeur de la zone euro. Dans le concret, ce taux désigne celui que les banques perçoivent quand elles apportent des fonds sur les comptes de la BCE pour une durée d'une journée.

### **Au service de Sa Majesté le marché**

Le loyer de l'argent de la BCE tel que défini par le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, comme nous l'avons vu, est redescendu de son niveau record de 4% qui a perduré de septembre 2023 à avril 2024 à 3,25% depuis octobre de cette année. Ce niveau du loyer de l'argent qui est élevé correspond à un objectif de politique monétaire, à savoir raréfier l'offre de crédit afin de faire baisser la masse monétaire en circulation et partant, le niveau de l'inflation. Lorsque les autorités monétaires européennes étaient, au contraire, désireuses de faire circuler le crédit dans les rouages des économies européennes, elles n'hésitaient pas à pratiquer un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt. Cela fut le cas de juin 2014 à juillet 2022. Evidemment, avec un taux d'intérêt de la facilité de dépôt qui est positif, on peut

---

<sup>13</sup> Harvey, D, Le « Nouvel Impérialisme »: accumulation par expropriation in Actuel Marx, vol.35, n°1, 2004, p.71.

<sup>14</sup> Foch, A, « Les effets micro- et macroéconomiques de la privatisation des infrastructures dans les pays en développement : une revue de la littérature empirique » in Revue d'économie politique, 2014, vol.124 (5), p.741.

<sup>15</sup> Le Soir, 25 novembre 2022

supposer que l'endettement est devenu plus coûteux pour les pouvoirs publics. Cette hypothèse est parfaitement confirmée par les chiffres.

C'est ainsi que le taux d'intérêt facial pour une obligation publique belge à 10 ans (OLO 10 ans) était de -0,35% en décembre 2020 et de 0,17% en décembre 2021. A l'époque des taux d'intérêts nuls, le gouvernement belge a, ne fait, gagné de l'argent quand il s'endettait. Ce fut notamment le cas au cours de l'été 2019. Cette époque est désormais révolue. C'est ainsi qu'avec un taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 4%, le taux d'intérêt pour une OLO 10 ans s'élevait à plus de 3,6% en octobre 2023. Le temps des vaches grasses était donc clairement terminé dès cette époque. L'ère des coupes claires dans les dépenses publiques venait de sonner. De ce point de vue, les récentes baisses décidées par la BCE ne changent pas fondamentalement la donne. En date du 22 novembre 2024, le taux pour une OLO 10 ans était de 2,85%<sup>16</sup>. Dans le concret, qu'est-ce que cela implique précisément?

Afin de répondre à cette question, on commencera par examiner le concept d'effet « boule de neige » sur la dette publique. Si l'on regarde les choses de manière trop globalisante, on peut être tenté de penser que l'accroissement de la dette publique rapportée au PIB ne peut avoir pour base qu'une seule raison logique, à savoir un approfondissement du déficit budgétaire. Ce n'est pourtant pas la seule cause d'une progression de l'endettement public en pourcentage du PIB. Intuitivement, on aurait pourtant tendance à penser que l'accroissement du ratio dette/PIB est lié au seul déficit public. Les dépenses étant supérieures aux recettes, l'Etat doit s'endetter. Si c'est une cause possible, ce n'est pas la seule. L'évolution de ce ratio dépend de quatre facteurs : le taux de croissance du PIB qui correspond à la conjoncture économique, le taux d'intérêt de la dette publique, le niveau de l'inflation et le solde public primaire, c'est-à-dire la différence entre les recettes et les dépenses publiques compte non tenu de la charge des intérêts. Si le taux d'intérêt que doit supporter le gouvernement est plus élevé que le taux de croissance du PIB non déflaté (c'est-à-dire sans tenir compte du niveau de l'inflation), l'endettement public s'accroît mécaniquement, même si le déficit primaire se maintient.

Cette dynamique est d'origine purement mathématique et s'appelle l'effet boule de neige de la dette publique. Imaginons que le taux sur les OLO 10 ans du 22 novembre soit le taux moyen sur la dette belge tout au long de l'année 2024, sachant que la croissance économique attendue pour cette année tourne autour de 1,1%<sup>17</sup>, on voit clairement que le niveau de l'intérêt sur la dette correspond au cas de figures de l'effet boule de neige. Ce type de configurations devrait perdurer l'année prochaine puisque le taux de croissance de l'économie belge ne dépassera que légèrement les 1,3%, à moins que le niveau du taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE ne tombe largement en-dessous du pourcent, ce qui constitue tout de même une hypothèse très forte. Dans la réalité, le taux d'intérêt moyen sur la dette belge (que l'on appelle également taux d'intérêt implicite) est inférieur à 2,85% puisque les

---

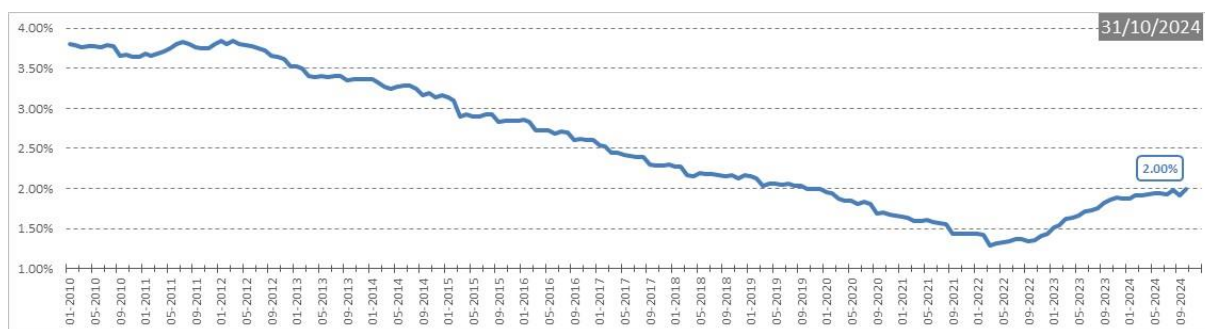
<sup>16</sup> L'Echo, OLO 10 ans, 22 novembre 2024.

<sup>17</sup> Bureau du Plan, Prévisions économiques 2024-2025, septembre 2024.

opérations de remboursement de l'année 2024 comptent aussi des endettements des années antérieures qui correspondaient à des taux d'intérêt bas, voire nuls ou même négatifs.

On ne peut donc pas déterminer si un effet boule de neige caractérise les finances publiques belges en se basant sur le niveau récent des OLO. Il faut élargir les critères d'évaluation. En tout état de cause, le taux d'intérêt implicite sur la dette belge étant aujourd'hui de 2% (comme le prouve le graphique qui suit), on doit répéter que le scénario de l'effet boule de neige, à politique budgétaire inchangée, n'est plus du tout à exclure en Belgique. C'est évidemment ce constat qui apporte de l'eau au moulin de la petite musique austéritaire qui résonne un peu partout dans le pays en ce moment.

**Figure 4. Taux d'intérêt implicite de la dette publique belge de 2010 à 2024**



Source : Agence fédérale de la Dette, taux d'intérêt implicite, 31 octobre 2024 (Url : <https://www.debtagency.be/fr/chiffre/etat-federal/datafederalstatestatistics>).

Au passage, on notera avec intérêt qu'entre le mois de mai 2022 et l'automne 2024, un quasi doublement du taux d'intérêt implicite de la dette publique belge s'est produit.

Ce constat implique que les opérations de refinancement de la dette publique vont s'avérer nettement plus coûteuses que dans le passé. Jusqu'à présent, la réponse du Politique en Belgique mais ailleurs en Europe a consisté à faire baisser les dépenses. Comme nous le verrons par la suite, ce n'est évidemment pas le seul arbitrage possible pour améliorer le solde budgétaire.

Dans les développements qui précèdent, nous avons également indiqué que le niveau du ratio d'endettement public rapporté au PIB devait intégrer l'inflation. Dans ce cas de figures, on cherche à mesurer le taux d'intérêt réel. Prenons un exemple simple. Imaginons que le taux d'intérêt implicite de la dette publique d'un pays A pour une année donnée soit de 5%. A priori, il s'agit d'un taux élevé. Pourtant si dans ce même pays, le taux annuel de l'inflation est de 10%, le taux d'intérêt réel sera très inférieur au taux nominal. Il sera même, comme nous allons le voir, négatif.

Le taux d'intérêt réel s'obtient par la formule suivante :  $[(1 + \text{Taux nominal}) / (1 + \text{Taux d'inflation})] - 1$ . Dans le cas qui nous occupe, cela donne :

**Taux d'intérêt nominal** :  $5\% = 0,05$

**Taux d'inflation** :  $10\% = 0,10$

**Taux d'intérêt réel** :  $(1,05/1,10)-1 = 0,95-1 = -0,05 = -5\%$

En fait, le taux d'intérêt auquel fait face le pays A est négatif puisqu'il correspond à -5%. En d'autres termes, l'inflation fait tellement baisser le niveau du taux d'intérêt exprimé en termes réels qu'en fait, cet Etat s'enrichit en s'endettant. Telle est la dynamique des taux d'intérêt négatifs. C'est par exemple ce qui est arrivé aux ménages belges dans les années 1970 qui remboursaient des crédits hypothécaires contractés au niveau des taux d'intérêt des années 1960 (aux alentours de 4-5%) avec les taux d'inflation d'après le choc pétrolier de 1973 qui certaines années, ont avoisiné les 15%.

Dans le cas des finances publiques belges, l'intégration du facteur inflation s'avère décisif pour comprendre en quoi la pression austéritaire n'en est qu'à ses débuts chez nous. Puisque l'objectif d'un cadre budgétaire de rigueur consiste à rétablir la rentabilité du capital en faisant baisser le niveau de l'inflation, on peut anticiper logiquement que si le niveau de l'inflation est supérieur à celui du loyer de l'argent, les coupes claires dans les dépenses publiques vont forcément s'intensifier à l'avenir. De cette façon, les pouvoirs publics restreignent la masse monétaire en circulation, ce qui est conforme au cadre d'analyse monétariste de la BCE.

En reprenant les chiffres en vigueur pour notre pays, les données se présentent comme suit. Pour ce qui est de l'inflation, le Bureau du Plan mise sur un taux moyen de 3,1% pour l'année 2024. Cette variable est plus importante chez nous qu'ailleurs au sein de la zone euro, essentiellement en raison des prix des produits énergétiques. Le taux d'inflation annuel de la Belgique baissera sensiblement à l'avenir et atteindra 1,8% en 2025, toujours d'après le Bureau du Plan<sup>18</sup>. Si l'on veut calculer le taux d'intérêt implicite réel de la dette belge pour cette année, on obtient le tableau suivant.

**Taux implicite nominal** :  $2\% = 0,02$

**Taux d'inflation** :  $3,1\% = 0,031$

**Taux d'intérêt implicite réel** :  $(1,02/1,031)-1 = 0,99-1 = -0,01 = -1\%$

Si l'on se place d'un point de vue keynésien, la Belgique aurait très bien pu faire le gros dos devant ses déficits cette année puisque le taux d'intérêt implicite de la dette est, pour l'heure, négatif. Le remboursement de la dette s'effectue donc à l'avantage du débiteur.

Il n'en ira, il est vrai, plus de même à l'avenir. En imaginant que le taux d'intérêt implicite augmente un peu (ce qui est conforme à la tendance observée jusqu'ici) et se situe au niveau

---

<sup>18</sup> L'Echo, édition du 5 novembre 2024.

de 2,1%, on obtiendra alors les données suivantes pour ce qui est du taux d'intérêt réel implicite en 2025:

Taux implicite nominal :  $2,1\% = 0,021$

Taux d'inflation :  $1,8\% = 0,018$

Taux d'intérêt implicite réel :  $(1,021/1,018)-1=1,003-1=0,003=0,3\%$

A partir de l'année prochaine, le taux d'intérêt réel implicite sur la dette sera positif. La pression austéritaire sera installée, à moins bien sûr que la BCE ne baisse ses taux directeurs. C'était d'ailleurs l'hypothèse la plus probable à l'heure où ces lignes étaient écrites puisque l'arrivée à la Maison-Blanche de Donald Trump, et de son programme ultra-protectionniste, a ravivé les craintes quant à la croissance du PIB en Europe. De surcroît, on peut également justifier ces baisses de taux par le fait que l'inflation dans la zone euro sera clairement en-dessous de la barre fatidique des 2% dès 2025. Pour autant, nous allons voir que la rupture avec la désinflation par les taux ne sera sans doute pas complètement consommée sur le Vieux Continent. La raison en incombe notamment au modèle d'accumulation par dépossession en lien avec la faiblesse des gains de productivité chez nous. On développera davantage ce point dans la partie prospective de ce texte.

De manière générale, les périodes de forte inflation sont, en effet, favorables aux débiteurs et par conséquent, défavorables au Capital comme facteur de production, lequel constitue une créance sur la société. Dans ces conditions, il ne faut pas être grand clerc pour comprendre que la politique de la BCE, puisque résolument hostile à l'inflation, est favorable au Capital et partant, aux politiques d'austérité.

Ce constant apparemment trivial nécessite cependant quelques explications. Examinons donc l'effet d'un taux d'intérêt réel négatif sur l'évolution des patrimoines privés. En 2019, les banques belges qui répercutaient déjà les taux négatifs sur les dépôts de leurs grands comptes correspondant à des personnes morales, ont décidé de passer à la vitesse supérieure. C'est ainsi que certaines d'entre elles ont pénalisé les particuliers fortunés. Il y a 5 ans, Jean-Pierre Mustier, le grand patron de la Fédération bancaire européenne, mettait sous pression la BCE pour que cette dernière incite fortement les banques de la zone euro à appliquer des taux négatifs en ce qui concerne les dépôts des particuliers supérieurs à 100.000 euros. C'était là une perspective bien maussade pour les beaux quartiers.

C'est d'ailleurs d'Allemagne que le mouvement de répercussion des taux nominaux négatifs était venu en 2016 quand le taux des dépôts de la BCE avait chuté en-dessous du niveau zéro. C'est alors que presque toutes les banques teutonnes ont répercuté ces taux sur les comptes des entreprises et certains établissements tels que la Caisse d'épargne de Munich (mine de rien, la 8<sup>ème</sup> banque du pays à l'époque) ont également étendu ces « pénalités » à leurs clients fortunés, c'est-à-dire ceux dont les dépôts équivalaient à 100.000 euros au minimum. Avec le temps, cette idée s'est répandue au sein du milieu bancaire outre-Rhin. C'est ainsi que la Commerzbank, soit la 4<sup>ème</sup> banque du pays, envisageait en 2018 de mettre en œuvre un taux

d'intérêt négatif sur le segment des particuliers disposant d'avoirs pour au moins un million d'euros.

Il est vrai qu'à cette époque, en Belgique, l'épargne n'était guère valorisée, et ce quand bien même des taux d'intérêts nominaux négatifs n'ont finalement jamais frappé les comptes d'épargne les mieux garnis du pays. Pour s'en convaincre, il suffit de raisonner dans l'optique des taux réels. A cette époque, si les comptes d'épargne les plus rémunérateurs permettaient de gagner du 0,55% en termes nominaux, on ne comptait plus le nombre d'établissements de crédit en Belgique qui ne rémunéraient tout simplement plus leurs dépôts puisqu'ils leur appliquaient un taux zéro. Une telle rémunération de l'épargne ne permettait déjà plus de faire face à l'inflation. Cette dernière se situait, en effet, aux alentours de 0,50%. A cette époque, les détenteurs de capitaux perdaient en réalité de l'argent lorsqu'ils créditaient leurs comptes d'épargne. Cette réalité a caractérisé la scène financière belge pendant près d'une décennie entre 2014 et 2022.

C'est bien connu. Le malheur des uns fait le bonheur des autres. Alors que les taux bas constituent un véritable cauchemar pour les épargnants, ils font, en revanche, les délices des emprunteurs. Au premier rang desquels, on retrouve les pouvoirs publics. Il y a 5 ans, ces derniers empruntaient à taux d'intérêt négatifs. De surcroît, à cette époque, l'inflation, certes faiblement positive mais positive tout de même, venait encore alléger le fardeau de l'endettement public. Or, si le capital ne parvient plus à valoriser ses créances sur le reste de la société, les banques privées, en tant qu'elles font partie (et ô combien) du capital, sont également à la peine. Pour les banques, les taux d'intérêts négatifs sur les obligations publiques constituaient un manque à gagner.

Pour comprendre cette situation, on prendra l'exemple d'une obligation dont la valeur d'achat (on parle également de valeur faciale) est de 100 euros et comportant un taux de 2% par an (on parle également de coupon) pendant une période de 5 ans. Si la banque Belfius, par exemple, achète cette obligation, ne la revend pas et la garde jusqu'à son terme, elle va toucher 10 euros d'intérêts au total et encaissera évidemment le remboursement du montant de la valeur faciale pour un montant de 100 euros (soit 110 euros au total). La suite, même un enfant la connaît, la banque a dégagé un profit 10 euros, compte non tenu de l'inflation bien évidemment.

Si les taux deviennent négatifs, comment les choses se passent-elles dans le concret? Prenons le cas d'une obligation gouvernementale émise à l'origine à hauteur de 1.000 euros de valeur faciale (la littérature parle également de valeur nominale) pour un coupon de 1% par an pendant 10 ans. Si le taux que le marché offre pour cette obligation est égal à 1%, la valeur à échéance que l'emprunteur devra rembourser reste bien de 1.000 euros. Imaginons à présent que le taux d'intérêt du le marché secondaire (le marché secondaire, c'est le marché de l'occasion des obligations) pour cette obligation chute au niveau de 0%, quelles conséquences cette modification va-t-elle entraîner? Il se trouve que ce rendement nul tel qu'enregistré sur le marché secondaire se situe en dessous du coupon et cet écart va se calculer comme suit.

La valeur faciale de l'obligation va augmenter puisqu'on n'imagine pas le détenteur de l'obligation s'acquitter des mensualités de remboursement au vendeur. On sait que le rendement total attendu pour cette obligation est de 10% à la fin d'une décennie. La différence entre rien et 10% est évidemment de 10%. Jusque là, rien de bien surprenant. Par conséquent, le prix de l'obligation va augmenter et atteindre les 1.100 euros. Le nouvel acquéreur de l'obligation va donc payer davantage pour acquérir cette obligation. Au total, l'acquéreur recevra bien les remboursements au taux d'intérêt indiqué mais il aura perdu de l'argent.

Imaginons à présent que le taux d'intérêt du marché finisse par devenir négatif, par exemple à hauteur de -1%. La valeur faciale de l'obligation, comme dans le cas qui précède va augmenter. Dans ce cas de figures, d'espèce, ce différentiel sera de 210 euros. En effet, le remboursement total de l'obligation initiale porte sur 1.100 euros avec un taux d'intérêt de 10%. Si on ajoute un pourcent par an pour arriver à un taux d'intérêt annuel négatif de 1%, on obtient 10% que l'on va ajouter au montant initialement attendu de 1.100 euros. On obtient alors  $1.100 \times 1,1$ , soit 1.210 euros. Le nouveau prix de vente de cette obligation sera alors de 1.210 euros. Là encore, le versement du coupon ne va pas équivaloir au prix d'achat de l'obligation.

Voilà esquissées à très gros traits les transactions sur le marché secondaire entre investisseurs privés. Mais comment un gouvernement peut-il organiser l'offre d'une obligation quand les taux d'intérêt deviennent négatifs sur les marchés? Commençons par énoncer une immense banalité. En soi, une vente n'est jamais un problème. Il suffit, en effet, que des gens soient prêts à acheter. En l'occurrence, la question centrale a trait au prix de l'obligation en question. En effet, plus un investisseur sera prêt à s'acquitter d'un prix important pour une obligation, moins le rendement de cette dernière sera élevé. Par conséquent, si on se retrouve en présence d'une configuration de marché se caractérisant par le fait que le rendement à 10 ans doit être négatif pour permettre l'équilibre entre la demande et l'offre, un gouvernement trouvera toujours le moyen d'écouler ses obligations auprès d'une catégorie particulière d'acteurs. En l'occurrence, il s'agit des *primary dealers*. Ces derniers désignent les institutions financières, parmi lesquelles des banques, qui ont été agréées afin de négocier des titres avec un gouvernement national. Les *primary dealers* revendent à leurs clients sur le marché secondaire les titres du Trésor qu'ils ont initialement achetés auprès du gouvernement en question sur le marché primaire. En ce qui concerne la dette publique belge, les *primary dealers* sont les suivants :

1. Barclays Bank Europe (Irlande)
2. BNP Paribas Fortis (Belgique)
3. BOFA Securities Europe SA (Allemagne)
4. Citibank Europe (Irlande)
5. Crédit agricole (France)
6. Deutsche Bank (Allemagne)
7. HSBC Continental Europe (France)
8. Morgan Europe (Allemagne)
9. KBC (Belgique)



10. Morgan Stanley Europe (Francfort)
11. Natixis (Paris)
12. Natwest Markets NV (Pays-Bas)
13. Nomura Financial Products Europe (Francfort)
14. Société Générale (France)

Source : Agence fédérale de la dette, liste des primary dealers pour 2024,

Url : <https://www.debtagency.be/fr/Primary%20Dealers>. Date de consultation : 25 novembre 2024.

Au passage, on notera, au passage, que parmi ces 14 institutions chargées de faire la promotion de la dette belge, on ne retrouve pas Belfius, une banque qui a pourtant été sauvée à coup de milliards par le contribuable belge. Fermons cette parenthèse (qui en dit cependant long sur le niveau de responsabilité sociale des banques en Belgique). Puisqu'il n'est guère raisonnable d'attendre d'un investisseur qu'il envoie régulièrement des paiements à l'émetteur de l'obligation si le taux d'intérêt de cette dernière est devenu négatif, dans ce cas de figures, l'investisseur recevra moins que le montant nominal de l'obligation. Nous sommes en présence d'un cas de figures absolument contraire à la situation sur le marché secondaire où l'acquéreur doit payer plus que la valeur faciale de façon à refléter le taux négatif.

Au terme de cet exposé quelque peu technique, on peut et on doit se poser une question. Dans le fond, quel est l'intérêt pour un investisseur de détenir une obligation se caractérisant un rendement négatif? Plusieurs hypothèses permettent de répondre à cette question. Dans le cas le plus préoccupant, on a affaire à des investisseurs qui sont paniqués à l'idée que l'économie mondiale puisse éventuellement connaître une grande vague déflationniste en raison d'une chute particulièrement brutale de l'activité économique. Un investisseur institutionnel organisé sous la forme d'une personne morale ne dispose pas de la faculté de planquer son magot sous son oreiller, comme pourrait le faire, par exemple, un particulier. Il est, dès lors, bien forcé de se mettre à la recherche de valeurs refuges présentant des garanties de sécurité lors des périodes de forte instabilité économique, quitte à devoir recevoir moins que la valeur faciale d'un titre. L'important dans de telles périodes, pour un investisseur, c'est en fin de compte de survivre au moindre coût et non de maximiser ses gains. Voilà pourquoi les taux des dettes publiques de pays réputés sûrs (tels la Belgique) finissent, dans un tel contexte, par devenir négatives.

Il y a 5 ans, la raison principale de l'apparition de taux d'intérêts négatifs résidait dans l'action de la BCE. Cette dernière, comme ses homologues japonaise et états-unienne, était surtout désireuse de relancer l'inflation ainsi que l'activité économique. Pour ce faire, la BCE avait baissé son taux de facilité de dépôt de manière à ce qu'il entre en territoire négatif. Puisqu'avec un taux négatif, les banques devaient payer pour laisser leur argent sur les comptes de la BCE, la « manœuvre » revenait, en fait, à les forcer à augmenter le niveau des crédits qu'elles allaient octroyer de façon à relancer l'activité économique et la croissance du PIB.

L'autre facteur expliquant l'apparition des taux négatifs résidait dans l'assouplissement quantitatif décidé par la BCE en 2015. A travers cette politique monétaire de type non-conventionnel, la BCE, comme la Fed ou la Banque du Japon au demeurant, a acheté des

actifs sur les marchés (dette souveraine, dette privée, actions dans certains cas). Sur les marchés obligataires, cette ligne politique a conduit à diminuer l'offre de titres. Le prix de ces derniers a été propulsé vers des sommets et partant, les taux d'intérêt ont chuté de manière spectaculaire. C'est que le taux d'intérêt fonctionne comme une prime de risque. Si la demande pour un titre obligataire est forte, il s'agit là bien entendu d'un signe de confiance. Par conséquent, le taux d'intérêt va baisser.

Cependant, si le taux des obligations souveraines belges à 10 ans a par épisodes été négatif, les taux des emprunts hypothécaires n'ont jamais plongé au point de devenir négatifs. Cependant, ils étaient particulièrement bas. C'est ainsi qu'en octobre 2019, un client d'ING a contracté un crédit hypothécaire à 20 ans pour un taux fixe de 0,91%<sup>19</sup>. Un mois auparavant, on avait vu apparaître des crédits hypothécaires à taux fixe sur 20 ans se situant sous la barre des 1% (0,92%). C'était du jamais vu en Belgique.

Il est vrai que ces taux extrêmement bas furent accordés à des clients présentant des dossiers de très bonne qualité. Cela dit, les banques n'ont jamais répercuté les baisses de taux de la BCE dans leur intégralité sur les crédits hypothécaires. Il est vrai que des taux hypothécaires en territoire négatif signifieraient une perte pour les banques puisque les clients ne seraient pas tenus de rembourser pas la totalité de leur emprunt.

En fin de compte, on voit bien que ce soit à travers l'exemple des comptes d'épargne ou des crédits hypothécaires que la période des taux d'intérêts nominaux négatifs a signifié une baisse de valorisation du capital. D'un point de vue davantage macro, on peut d'ailleurs vérifier que les profits bancaires représentaient, en 2018, 0,4% du PIB de la zone euro contre 0,8 % avant la grande crise bancaire de l'automne 2008. En outre, le rendement des fonds propres des banques de la zone euro se situait au niveau de 7% en 2018 contre 16% 10 ans auparavant<sup>20</sup>. En fait, à cette époque, si la BCE n'avait rien fait, le capital en général (et donc pas seulement bancaire) se serait effondré dans un processus de déflation par la dette similaire aux années 1930. Il fallait faire survivre le capital, coûte que coûte. Dans cette optique, mieux vaut un retour sur fonds propres de 7% (ce qui reste tout de même plus qu'honorable) qu'une faillite pure et simple. On n'ira donc évidemment pas jusqu'à pleurer sur le sort du pauvre petit capital bancaire européen.

### **Un peu de prospective...**

En tout état de cause, il est pour l'heure indéniable que la reprise de l'inflation, qui s'est déroulée entre 2021 et 2023, a impulsé une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. L'heure de la rupture avec les politiques non-conventionnelles (qui s'est soldée par des taux d'intérêts négatifs) a donc sonné du côté de la BCE. La valorisation du capital suppose, dès lors, le retour aux bonnes vieilles méthodes d'allègement des impôts en tranchant dans les dépenses

---

<sup>19</sup> L'Echo, 24 octobre 2019.

<sup>20</sup> Revue Banque, Le débat sur la situation des banques de la zone euro et la politique monétaire, 22 mai 2019. Url: <https://www.revue-banque.fr/archive/debat-sur-situation-des-banques-zone-euro-politiqu-GSRB17932>. Date de consultation: 25 novembre 2024.

publiques. De ce point de vue, la perspective d'une baisse des taux de la BCE aura sans doute lieu. Il est vrai que l'élection de Donald Trump, comme signalé auparavant, est de nature à faire pression à la baisse sur le taux de croissance en Europe.

Cependant, on ne se fera guère d'illusions sur l'amplitude de ce mouvement. Certes, le dernier compte-rendu de la BCE, publié, soulignons-le, avant l'élection de Donald Trump, montrent clairement une prise de conscience de ce que les moteurs de la croissance européenne sont nettement plus au ralenti que ce qui était initialement attendu par les dirigeants de la Banque centrale. Les termes de ce rapport sont d'ailleurs plutôt éloquents. Pour la zone euro, les informations disponibles suggèrent que l'activité économique a été plus faible que prévu. L'indice PMI composite de la production de la zone euro est tombé à 49,6 en septembre contre 51,0 en août. La détérioration de l'indice PMI a été généralisée à tous les pays et à tous les secteurs. Le secteur manufacturier, particulièrement sensible au niveau des taux d'intérêt, s'est encore contracté. C'est ainsi que l'indice PMI de la production manufacturière est tombé à 44,9 en septembre contre 45,8 en août de cette année. Le secteur des services a, pour sa part, continué à croître mais le rythme de l'expansion est en train de ralentir. On notera, en effet, que l'indice PMI pour l'activité des services était en baisse à 51,4 en septembre contre 52,9 en août, reflétant en partie la fin de l'impulsion des services liée à l'organisation des Jeux Olympiques cet été. Ces derniers chiffres laissent entrevoir des perspectives à court terme plus sombres que celles prévues dans les projections de septembre de la BCE<sup>21</sup>. Ce type de données plaide en faveur d'une vigoureuse baisse des taux.

Pour autant, on doit bien noter que des messages pour le moins contrastés proviennent de la BCE mettant en avant le fait que rien ne presse en matière de réduction du loyer de l'argent en Europe et que le rythme initialement prévu de petits mouvements de baisse de 25 points de base (0,25%) sera maintenu sans modifications. C'est notamment le point de vue de l'économiste allemande Isabel Schnabel qui est particulièrement écoutée outre-Rhin ainsi qu'au sein du directoire de la BCE dont elle fait partie depuis 2019<sup>22</sup>. Selon cette dernière, une approche progressive visant à supprimer les restrictions politiques reste appropriée car la lutte contre l'inflation n'est pas encore, selon elle, gagnée. Il y a donc vraiment fort peu de chances pour que la BCE baisse ses taux de 50 points de base le jeudi 12 décembre. Par la suite, la fenêtre d'opportunité pour baisser les taux sera faible puisque le calendrier de la BCE nous amène à devoir attendre jusqu'au printemps 2025.

L'hypothèse d'une accélération de la baisse de taux de la part de la BCE semble également audacieuse au regard de l'historique de l'institution. Cette dernière, contrairement à la Fed, n'a pas pour habitude de pratiquer la politique du coup d'éclat. Au contraire, la BCE a toujours privilégié dans sa politique de révision des taux une approche très gradualiste. De surcroît, dans les mois qui viennent, si l'économie américaine performe très fort, il existe une

---

<sup>21</sup> ECB, Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Ljubljana on Wednesday and Thursday, 16-17 October 2024, date de parution: 14 novembre 2024.

<sup>22</sup> Bloomberg, ECB Mustn't Rush Further Interest-Rate Cuts, Schnabel Says, 30 octobre 2024.

forte probabilité que des flux de capitaux se forment en direction des Etats-Unis et Wall Street. Dans ces conditions, il se pourrait fort bien que l'euro se rapproche d'un taux de parité avec le billet vert, avec à la clé un retour de la peur de l'inflation sur le Vieux Continent. Ces craintes ne vont évidemment pas dans le sens d'une volonté farouche de baisse des taux dans le chef de la BCE. En effet, il est probable que la politique protectionniste de Donald Trump se solde par un regain inflationniste aux Etats-Unis, lequel conduira la Fed à lever le pied en matière de réduction des taux. Là encore, cet environnement ne sera guère propice à booster l'audace de la BCE.

Il existe, certes, une contradiction évidente entre cette orientation et l'état de l'économie européenne. Cependant, il ne faut pas surpondérer dans l'analyse ce type de constat. C'est ainsi que l'accord sur les règles budgétaires européennes conclu en février 2024 a prévu 110 milliards d'euros par an de coupes claires dans les budgets de 23 des 27 pays européens. En 2018, le FMI notait qu'environ 85 % des pays qui avaient connu une crise bancaire en 2007-08 conservaient des niveaux de production inférieurs à ceux d'avant la Grande Récession<sup>23</sup>. Pour le dire très simplement, ces pays avaient perdu une décennie et n'étaient pas revenus au niveau de la richesse d'avant la crise financière de l'automne 2008. Malgré cela, les institutions européennes et les élites politiques nationales du Vieux Continent n'ont pas hésité en 2014 à faire le forcing en faveur d'une politique de désendettement très appuyée, contrairement, d'ailleurs, aux Etats-Unis, le modèle pourtant de référence de nos néolibéraux de service. Le retour en force de ces politiques d'austérité en Europe depuis le début de l'année a d'ailleurs conduit de brillantes plumes à multiplier les mises en garde. Ainsi, Anton Brender, directeur honoraire du directeur du très prestigieux CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales) de Paris, rappelait qu'après sa décennie perdue, « les nouvelles règles budgétaires européennes ne remédient pas au principal défaut du Pacte de stabilité et de croissance : le rôle macroéconomique du déficit public n'est toujours pas pris en compte »<sup>24</sup>.

Le déficit public, c'est donc extrêmement dangereux pour la BCE et la Commission européenne alors qu'il suffit d'ouvrir un ouvrage d'initiation du niveau d'une première année de baccalauréat pour voir qu'au contraire, la théorie économique précise qu'il s'agit d'un indispensable outil de pilotage structurel d'une économie moderne. Or, comme on ne peut soupçonner que la totalité des dirigeants européens soient tous parfaitement incompetents en économie, il faut bien chercher une explication ailleurs.

On opposera à la thèse des élites européennes qui n'ont pas bien compris l'économie celle d'un système économique financiarisé, lequel vit, pour l'essentiel, de sa capacité à ponctionner les chiffres d'affaires des entreprises en les délestant d'une partie de leur masse salariale de façon à assurer la rémunération la plus importante possible de leurs actionnaires.

---

<sup>23</sup> IMF, World Economic Outlook, octobre 2018.

<sup>24</sup> Tribune d'Anton Brender, Règles budgétaires : l'Europe oublie les leçons de sa « décennie perdue », Les Echos, édition du 12 février 2024.

La libéralisation des flux de capitaux permet d'ailleurs au capital de se jouer des frontières et contribue à élargir l'aire géographique de ses placements. Dans ces conditions, qu'importe finalement pour le sous-système financier, en tant que fraction dominante du Capital, que la production industrielle quitte l'Europe, fût-ce, d'ailleurs, au prix d'une détérioration des gains de productivité et donc de la croissance à long terme sur le Vieux Continent. Tant qu'il est possible de pomper des profits ailleurs, l'affaire est pour le dire familièrement dans le sac.

Voilà pourquoi le Capital européen n'a d'yeux, depuis des décennies, que pour Wall Street. La position centrale du dollar dans l'architecture monétaire contemporaine garantit à la finance US d'être alimentée en permanence de l'extérieur. Evidemment, le capital financier européen ne désire pas annuler ses gains réalisés à l'extérieur en payant des impôts pour financer des services publics et des droits sociaux pour l'ensemble de la population. En l'absence de gains de productivité, il faut donc pour assurer la reproduction du capital financier impérativement tailler dans les dépenses publiques chez nous. Dans les mois qui viennent, la BCE maintiendra donc ses taux à un niveau compatible avec ce projet, sauf évidemment en cas de perturbation majeure de l'économie mondiale, une hypothèse qui n'a d'ailleurs rien de complètement improbable. Dans ce cas de figures, on en reviendra bien sûr au bon vieux « coûte que coûte » le temps que les choses reviennent davantage à la normale.

En tout cas, pour l'heure, la ligne générale, c'est l'austérité. De ce point de vue, il est particulièrement symptomatique que la BCE utilise le concept de croissance potentielle qui sert de base aux scénarios de trajectoires budgétaires justifiant les politiques d'austérité en Europe. Un débat notionnel au sujet de la croissance potentielle pourrait sembler excessivement technique. Il faut toujours se méfier des apparences car la croissance potentielle, c'est politique, très politique. En effet, les concepts de production et de croissance potentielles sont inscrits noir sur blanc dans le Traité budgétaire européen. Ce dernier est basé sur l'évaluation du solde public structurel des Etats membres par la Commission. Or, cet exercice découle de l'anticipation de la production potentielle des pays passés en revue. Avec la croissance potentielle, on se situe donc directement au cœur du dispositif austéritaire européen.

Pour commencer, interrogeons-nous. Que signifie, au juste, ce concept? Il désigne le niveau maximal de la production potentielle atteignable et durablement maintenable sans entraîner d'effet d'accélération de l'inflation. La production potentielle n'est pas une grandeur bien définie objectivement mesurable. On la détermine à partir de nombreuses hypothèses statistiques et de considérations avant tout théoriques. Pour les naïfs qui croiraient encore au projet positiviste de constitution d'une économie politique désidéologisée typique de l'école néoclassique, le coup est, convenons-en, particulièrement rude. En effet, la croissance potentielle est avant tout un concept et en aucun cas, un phénomène directement mesurable. En réalité, il s'agit essentiellement d'une spéculation intellectuelle et théorique concernant un taux croissance « pure » faisant office d'étalon de référence. Ce taux de croissance « pure » est caractérisé par l'absence de déséquilibres de manière à satisfaire des contraintes d'offre (dans l'approche marxiste, on décrira ces contraintes comme correspondant aux exigences de rémunération du Capital). Il s'oppose, dans les faits, à la croissance effective du PIB, cette

dernière étant également tirée par la demande. La croissance potentielle désigne donc en fin de compte un taux de croissance intégralement débarrassé, d'après ses partisans, des boursouflures inflationnistes inévitablement liées à la demande<sup>25</sup>.

Les pauvres, honte à eux!, consomment et c'est un vrai problème. Si l'on prend la peine de décoder en termes de conflictualité sociale cette approche, il est clair qu'elle correspond pleinement à la vision du salaire comme coût.

Au passage, on comprendra mieux pourquoi la thèse de la « croissance potentielle » a été particulièrement promue au sein des cénacles européens par les représentants de l'Allemagne, un pays qui a choisi de comprimer sa demande pour préserver la compétitivité-coût de ses industries. Il existe une vision certes alternative à ce point de vue de la croissance potentielle. Elle postule que la grande question qui devrait tarauder les concepteurs des politiques économiques doit en fin de compte être moins « celle du niveau de la croissance potentielle que (...) d'avoir un taux de croissance suffisant pour employer la main-d'œuvre disponible »<sup>26</sup>.

En attendant, ce n'est pas cette vision qui prévaut du côté des autorités européennes, que ce soit la Commission ou la BCE. C'est donc à partir de cette notion de croissance potentielle qu'ont été définis les efforts que le pays devra réaliser à l'avenir. En l'occurrence, le montant de cette cure d'austérité équivaldra à 27,5 milliards. Pour l'Europe, la Belgique dépense donc 27,5 milliards en trop par rapport à sa croissance potentielle. C'est cet écart qui est visé par la Commission européenne. On vérifie, au passage, un point intéressant du *modus operandi* des autorités européennes en ce qui concerne l'assainissement des finances publiques sur le Vieux Continent. « Le critère des dépenses donne une indication de la croissance possible des dépenses publiques d'un État membre. Il tient compte de la croissance économique potentielle d'un État membre à moyen terme et de la position de l'État membre par rapport à son objectif à moyen terme. Il s'agit toutefois d'une croissance nette. Les dépenses sont calculées en fonction des recettes de l'État membre. Selon le critère des dépenses, les augmentations de dépenses supérieures à la croissance économique potentielle à moyen terme d'un État membre doivent être accompagnées de mesures de recettes discrétionnaires »<sup>27</sup>. Un plan de redressement des comptes exclusivement basé sur des recettes nouvelles est donc parfaitement admissible par les autorités européennes.

---

<sup>25</sup> Sterdyniak, H, « Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle ? » in Revue de l'OFCE, 2015/6 n°142, 2015, pp.255-290.

<sup>26</sup> Sterdyniak, H, *ibid*, p.287.

<sup>27</sup> BOSA (SPF Stratégie et appui), Le pacte de stabilité et de croissance (volet préventif), 30 avril 2024. Url: <https://bosa.belgium.be/fr/themes/budget-et-comptabilite/le-cadre-budgetaire-europeen/le-pacte-de-stabilite-et-de-croissance-2>. Date de consultation: 27 novembre 2024.

La source précédemment issue du niveau fédéral de l'Etat belge confirme pleinement les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance<sup>28</sup>. A ce propos, il est faux d'affirmer, comme on l'entend parfois dans certains cénacles militants, que ce dernier envisage des diminutions de dépenses sans prendre en compte le volet des recettes. En effet, il s'agit bien, et l'extrait qui précède est très clair à ce sujet, de diminuer des dépenses nettes. Or, si les autorités européennes prévoyaient de supprimer des dépenses de manière inflexible et inconditionnelle, il ne s'agirait plus d'une approche en termes de dépenses nettes mais, au contraire, de dépenses brutes. Evidemment, ce type de constat n'invite pas à ne pas contester le caractère illégitime ou odieux de certaines dettes publiques en se contentant d'augmenter les impôts pour rembourser les créanciers. En fait, il s'agit cependant de deux débats très différents. Aussi, rien n'oblige à donner la priorité à l'un au détriment de l'autre.

Pour en revenir à la situation de la Belgique, cette dimension du Pacte de Stabilité et de Croissance implique en tout état de cause que si les projets des partis de l'Arizona font état d'un plan d'épargne de 33 milliards au lieu des 27,5 exigés par la Commission européenne, c'est avant tout parce que 5,5 milliards de politiques nouvelles (spécialement, dans le domaine de l'armement) ont été programmés. A ce titre, les négociateurs de l'Arizona ont été obligés de prévoir un cocktail de recettes supplémentaires et de dépenses en moins pour 5,5 milliards. Autrement dit, si par le plus grand des hasards, un parti de gauche arrivait au pouvoir dans un pays d'Europe (mettons, l'Irlande) et décidait de faire financer exclusivement un même montant initial de 27,5 milliards par des dépenses supplémentaires, cela lui serait parfaitement loisible.

Bien entendu, l'agenda de la Commission réservera quelques surprises à ce nouveau gouvernement de gauche de l'Irlande pour reprendre notre exemple. Ce dernier découvrira que bien des pays d'Europe disposeront de sept ans pour procéder à cette remise en ordre de leurs comptes s'ils acceptent de procéder à des réformes néolibérales de leur secteur des retraites et du marché du travail et que sur la base de ces réformes, ces mêmes gouvernements comptabiliseront des effets retours pour le moins audacieux dans la colonne de leurs recettes. On ne sort décidément pas du schéma de l'accumulation par dépossession en Europe par les temps qui courent. En effet, les Etats concernés ne réduiront pas leurs endentements mais ils auront procédé au démantèlement de pans entiers de leurs systèmes de protection sociale, ce qui n'est pas pour déplaire au Capital.

A plus long terme, toutefois, ces pays choyés par la Commission et ses mesures de croissance potentielle (dont la BCE a largement fait la promotion en Europe depuis une vingtaine

---

<sup>28</sup> European Commission, Economy and Finance, The expenditure benchmark (preventive arm of the Stability and Growth Pact), mai 2024. Url: <https://shorturl.at/q9TV7>. Date de consultation: 27 novembre 2024. Cette source issue des services de la Commission nous permet de vérifier que les dispositions relatives aux critères des dépenses sont tout-à-fait claires: "Under the expenditure benchmark, spending increases which go beyond a country's medium-term potential economic growth rate must be matched by additional discretionary revenue measures". Traduction : « Selon le critère des dépenses, les augmentations de dépenses qui dépassent le taux de croissance économique potentiel à moyen terme d'un pays doivent être accompagnées de mesures discrétionnaires supplémentaires en matière de recettes ». Il ne faut donc pas raisonner en termes bruts. CQFD.

d'années) ne redresseront pas la barre de leurs finances publiques et finiront peut-être pour certains d'entre eux par être sanctionnés par les agences de notation. Leurs coûts de refinancement pourraient alors augmenter par rapport à la référence en Europe, à savoir la dette publique allemande. Si d'aventure, un gouvernement de gauche en Belgique allait chercher 27,5 milliards par des impôts supplémentaires, la contestation du caractère éventuellement illégitime constaté après audit de la dette publique pourrait parfaitement subsister puisque l'endettement de l'Etat belge continuerait à représenter plus de 470 milliards d'euros. D'un point de vue davantage principiel, on fera également valoir que l'annulation de la dette d'une entité publique fortement endettée suppose, sauf à vouloir connaître un nouvel épisode de surendettement, de ramener les recettes au niveau des dépenses. Dans la vie, il vaut toujours mieux éviter de creuser un trou pour en boucher un autre.

Cela dit, le cadre néolibéral des autorités européennes pose, comme nous allons le voir au point suivant, des problèmes autrement plus immédiats, pour l'heure, à l'économie belge. Et concernant ce point, l'implication de la BCE est immense.

### **Implications pour la Belgique francophone**

Le niveau actuel des taux d'intérêts s'avère trop élevé pour les acteurs économiques désireux de se refinancer. Au cours des 46 premières semaines de 2024, 9.552 faillites ont été prononcées par les tribunaux. Ce chiffre était de 8% supérieur à celui des 46 premières semaines de 2023 et de 17,4% au-dessus de 2022<sup>29</sup>.

On notera également que le secteur de la construction est particulièrement touché par l'onde de choc du niveau élevé des taux d'intérêts nominaux dans les pays de l'OCDE aujourd'hui (à l'exception peut-être du Japon). D'après une enquête réalisée par l'assureur-crédit Allianz Trade, on peut conclure que la situation mondiale du secteur de la construction s'avère pour le moins problématique. Par rapport à 2023, les dernières batteries de chiffres concernant les faillites dans la construction, pour la période s'étalant de janvier à août 2024 montrent des hausses impressionnantes de 20% en Allemagne, 31% en France, 35% en Italie et en Suède. En Belgique, l'augmentation du nombre de faillites est de 21%. Pour notre pays, au cours du seul mois de septembre de cette année, « 306 entreprises du secteur de la construction ont fait faillite et la plupart des entreprises de construction travaillent sous le seuil de rentabilité ou à perte »<sup>30</sup>.

Pour situer le poids du secteur de la construction dans notre pays, on se réfèrera utilement aux données produites par l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS). L'importance de la construction dans la valeur ajoutée totale en Belgique se situe un peu au-dessus de la moyenne européenne: 5,7% contre 5,4%. D'un point de vue wallon, les choses se présentent comme suit. A l'échelle de la Wallonie, le secteur wallon de la

---

<sup>29</sup> Statbel, Faillites hebdomadaires, 20 novembre 2024.

<sup>30</sup> La Libre Belgique, édition du 7 novembre 2024.



construction représente 6% de la valeur ajoutée. La Région wallonne présente donc « une spécialisation relative dans le secteur par rapport à la moyenne européenne »<sup>31</sup>.

Pour ce qui est de l'emploi dans le secteur de la construction, ce dernier emploie 14 millions de travailleurs dans l'Union européenne, soit 6,3% de l'emploi total. En Belgique, il occupe 267.700 travailleurs, soit 5,9% du total de l'emploi dont 82.000 emplois en Wallonie, soit 30,7% du total dans le secteur de la construction au niveau national et 6,8% de l'emploi total intérieur wallon<sup>32</sup>.

Ces données permettent de comprendre aisément en quoi l'actuel niveau des taux d'intérêt et plus globalement, la politique monétaire de la BCE constitue une difficulté de taille pour l'économie wallonne. Les questions monétaires et la politique de la BCE exercent donc une influence très concrète sur le vécu au quotidien des milieux populaires en Wallonie.

On en voudra également pour preuve le fait que l'actuelle politique conduisant à des coûts de refinancement plus élevés a débouché sur une première en Belgique depuis 2020. C'est ainsi que les pertes d'emplois pour cause de faillite s'élèvent à 26.800 unités depuis le début de l'année chez nous. C'est un quart de plus que la moyenne enregistrée sur la période 2014-2023. Le commerce de détail enregistre les plus hauts chiffres depuis dix ans.

Il va sans dire que les effets de ce recul de l'emploi sont évidemment plus sensibles dans la partie francophone du pays. Pour rappel, les taux de chômage et d'emploi pour chaque région du pays sont, en effet, les suivants. Le taux d'emploi s'élève à 76,2% en Flandre, à 68,1% en Wallonie et à 63,7% à Bruxelles. Le taux de chômage au sens du Bureau International du Travail (BIT) est de 3,4% en Flandre pour 6,8% en Wallonie et 12,3% à Bruxelles. Pour rappel, le BIT considère qu'un chômeur correspond à une personne âgée de 15 ans ou plus qui répond à ces trois conditions : être sans travail durant une semaine donnée, être disponible pour occuper un poste de travail dans les deux semaines et avoir cherché activement un emploi au cours des quatre dernières semaines ou en avoir trouvé un qui commence dans un délai inférieur à trois mois. Si l'on tient compte du fait que la méthodologie BIT se caractérise par des normes de qualité d'emploi très basses puisqu'elle considère comme étant employés des travailleurs ne prestant que quelques heures par trimestre, force est de constater que l'actuelle vague de destruction de postes de travail vient renforcer un niveau de chômage réel structurellement plus élevé. La politique monétaire de la BCE contribue donc à perpétuer un chômage de masse et du même coup, la qualité de l'emploi en Wallonie et à Bruxelles.

Du point de vue des remèdes à cette situation, les gouvernements wallons insistent, à juste titre, sur la nécessité de réindustrialiser la Wallonie. Il faudrait un mouvement sans doute plus décidé de réduction du niveau du loyer de l'argent en Europe pour favoriser le redéploiement industriel wallon. Le niveau structurellement élevé des prix des produits énergétiques aujourd'hui en Wallonie pèse évidemment très lourd sur les trésoreries des entreprises. C'est

---

<sup>31</sup> Danguy, Jérôme., et al. « Le secteur wallon de la construction : chaîne de valeur, ancrage régional et capacité d'innovation » in *Dynamiques régionales*, 2017/1 n°5, 2017. pp.36-51.

<sup>32</sup> Ibid.

ainsi que la facture énergétique est moins pénalisante pour les entreprises du nord du pays. Par exemple, en 2024, la facture de gaz moyenne annuelle d'une PME wallonne est 15% plus coûteuse qu'en Flandre. Ce différentiel était de 11,8% en 2023<sup>33</sup>. Il va de soi, dans ces conditions, qu'un allègement des coûts de financement des investissements, que suppose précisément la réindustrialisation du sud du pays, serait clairement de nature à contrebalancer ces profondes difficultés opérationnelles.

Force est donc de constater que la politique monétaire de la BCE en servant en priorité les intérêts du capital financier ne fait guère le bonheur des industries et de l'emploi en Wallonie et en Europe. Ce constat a déjà été formulé dans le passé<sup>34</sup>. Rien n'y a fait. Aucun changement n'en a résulté. Le poids de l'Allemagne dans les institutions européennes explique sans doute cet état de choses. Autrement dit, laissée à elle-même, la BCE priorisera toujours la désinflation compétitive au détriment de l'emploi et de la croissance. Seul un revirement doctrinal d'envergure en Allemagne même serait susceptible de changer la donne. Aujourd'hui que l'instabilité politique menace notre puissant voisin et que ses industries subissent de lourdes pertes en raison des prix élevés du gaz, peut-être les temps sont-ils venus pour une modification en profondeur du logiciel de la BCE.

L'espoir fait vivre et qui vivra verra...

---

<sup>33</sup> L'Echo, édition du 20 décembre 2024.

<sup>34</sup> Par exemple, Fitoussi, Jean-Paul, La Politique de l'impuissance, Paris, Arléa, 2005.

## Conclusion

La BCE constitue un des piliers des politiques d'austérité en Europe. Aussi est-il téméraire de tabler sur une baisse plus rapide et plus musclée des taux d'intérêt. C'est que la BCE s'est toujours montrée jusqu'à présent particulièrement prudente en ce qui concerne le loyer de l'argent.

Les périodes exceptionnelles liées à la crise financière de 2008 puis la crise Covid avaient, en effet, fait oublier à quel point, l'unique mandat de la BCE a trait à la lutte contre l'inflation. Depuis la guerre en Ukraine et la hausse des prix qui a suivi, cette réalité s'est rappelée à tous les observateurs.

A travers la promotion du concept de croissance potentielle, on voit évidemment en quoi la lutte contre l'inflation procède d'une orientation néolibérale et austéritaire. En privilégiant une approche de la croissance qui ne correspond qu'au déploiement maximal l'offre en laissant de côté la demande, la BCE permet, puisque les gains de productivité sont au plus bas en Europe, que s'installe peu à peu sur le Vieux Continent une accumulation par dépossession. Cette dernière représentera, à terme, une dégradation dans la mise en œuvre de services publics au bénéfice de l'ensemble de la population européenne.

Pour l'économie wallonne, cette orientation radicalement anti-inflationniste représente également un danger pour l'avenir puisqu'elle accentue les difficultés que la partie francophone connaît notamment du côté de l'emploi, en plus de l'effet déprimant du prix de l'énergie sur la production industrielle. Evidemment, si l'industrie souffre chez nous, elle ne se porte évidemment pas mieux en Allemagne. Cette dégradation pourrait conduire à une diminution de l'emprise du capital financier sur l'économie européenne et par là même, déboucher sur une diminution plus décidée du loyer de l'argent de la part de la BCE. Il ne s'agit cependant pour l'instant que d'une hypothèse.

En attendant, le mouvement social ne doit pas désarmer. C'est ainsi que la possibilité de faire reposer l'ajustement budgétaire sur une augmentation des recettes et non une diminution des dépenses existe bel et bien dans le texte même du Pacte de Stabilité. Que ce type de propositions ne soit pas porté par le Politique aujourd'hui n'a pas à constituer un argument d'autorité. En effet, d'un point de vue budgétaire, ce serait sans doute une piste plus crédible que ce qui est proposé à l'heure actuelle par les négociateurs de la coalition Arizona.

Pour mémoire, ces derniers envisageaient de trouver 33 milliards d'euros dont 13,5 provenant d'économies dans le fonctionnement de l'État et 19 autres consistant en des effets retours liés aux réformes (néolibérales) de l'emploi et des retraites promues par la Commission européenne. Hélas, cette dernière considère que la Belgique ne peut comptabiliser que 6

milliards d'effets retours dans son plan d'apurement des comptes<sup>35</sup>. Une sacrée différence, mine de rien.

Comme quoi, être crédible en matière de gestion des finances publiques et être majoritaire dans l'opinion publique, cela ne revient pas forcément au même. En ces temps de montée de la résistance sociale, c'est toujours bon à savoir...

---

<sup>35</sup> De Tijd, De Wever legt nieuwe budgettaire tabel op formatietafel, 27 novembre 2024.