



### III/ Le retour de l'inflation et des dilemmes macroéconomiques qui vont avec

*Thomas Grjebine\**

**A**lors que l'inflation avait quasiment disparu des radars, elle a atteint, dans de nombreux pays avancés, des taux jamais vus depuis plusieurs décennies : fin mai 2022, elle frôlait 8,5 % sur un an aux États-Unis, 7,4 % en Allemagne et 4,8 % en France. Cette envolée des prix est en partie conjoncturelle avec le cumul, côté demande, d'une augmentation forte liée notamment aux plans de relance et, côté offre, de perturbations persistantes dans les approvisionnements, accentuées par des crises multiples. La guerre en Ukraine en est la manifestation la plus dramatique et pourrait conduire à des perturbations durables de l'approvisionnement de l'Europe en matières premières, à commencer par le pétrole et le gaz.

Mais, au-delà de ces facteurs conjoncturels, des facteurs plus durables pourraient conduire à sortir du régime de basse inflation que les pays occidentaux connaissaient depuis trente ans. La mondialisation, qui permettait de tirer les prix vers le bas, pourrait être durablement affectée, notamment par les tensions géopolitiques. Cette mondialisation s'est par ailleurs accompagnée d'une baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée qui a suscité des tensions croissantes et des demandes de rééquilibres salariaux, qui pourraient alimenter l'inflation. Le

---

\* Thomas Grjebine est économiste au CEPII, responsable du programme scientifique « Macroéconomie et finance internationales ».

réchauffement climatique et la transition écologique pourraient eux aussi être une source durable de hausse des prix.

Face à un retour de l'inflation, les gouvernements sont tiraillés. Faut-il préserver le pouvoir d'achat en augmentant les salaires au risque de dégrader la compétitivité et de nourrir l'inflation? La lutte contre l'inflation ne risque-t-elle pas de sérieusement compliquer la gestion de dettes publiques très élevées, en particulier dans la zone euro? Les gouvernements et les banques centrales doivent-ils chercher à limiter les hausses de prix des matières premières, au risque de freiner les incitations à la transition écologique?

### **Des facteurs structurels qui pourraient faire durer l'inflation**

Alors que la mondialisation avait depuis trente ans largement contribué à l'installation d'un régime de basse inflation, plusieurs facteurs structurels pourraient venir y mettre un terme.

#### *Une mondialisation qui se grippe*

La pandémie de Covid-19 et la guerre en Ukraine vont à n'en pas douter changer le visage de la mondialisation, ce qui pourrait limiter le phénomène de désinflation importée en vigueur depuis le milieu des années 1990 [Carluccio *et al.*, 2018]. Elles ont fait prendre conscience aux entreprises qu'elles devaient diversifier leurs sources d'approvisionnement, ce qui a un coût. Il pourrait s'agir d'un point de basculement, faisant de la géopolitique un déterminant plus important de la structure des chaînes d'approvisionnement mondiales. Cela n'impliquerait pas nécessairement une démondialisation – les entreprises multinationales seront toujours incitées à organiser la production là où les coûts sont les plus bas, mais cela pourrait restreindre le périmètre dans lequel elles le font. Cette nouvelle forme de mondialisation, marquée par des tensions politiques plus fortes, pourrait entraîner de nouveaux chocs sur l'offre et des pressions sur les coûts, notamment pour réduire la dépendance à l'égard de pays jugés hostiles – et ce d'autant que les échanges commerciaux pourraient être durablement entravés par les tensions géopolitiques.

Ces changements structurels pourraient remettre en cause le caractère désinflationniste de la mondialisation. Le développement

des échanges et l'internationalisation des chaînes de valeur ont, en effet, été un facteur important depuis le milieu des années 1990 de la décélération de l'inflation dans les pays industrialisés en réduisant l'inflation importée [Auer *et al.*, 2017]. La hausse de la part des pays émergents dans le commerce mondial depuis 1994, puis l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce (OMC), ont en effet entraîné un écrasement des coûts de production au niveau mondial. Du fait de la mondialisation, l'inflation des prix à la consommation est devenue de moins en moins sensible aux facteurs internes et de plus en plus aux facteurs mondiaux. La relation entre inflation et salaire s'est aussi distendue. La désindustrialisation, concomitante de ce mouvement de mondialisation, a contribué au phénomène, avec la réduction de la part de l'industrie manufacturière intensive en main-d'œuvre dans les pays développés et des délocalisations dans les pays émergents.

#### *De nécessaires rééquilibrages salariaux*

La mondialisation a aussi été concomitante de la baisse depuis les années 1980 de la part des salaires dans la valeur ajoutée [Karabarounis et Neiman, 2014]. Cette compression relative des salaires conduit à des demandes de rééquilibrages salariaux dans la plupart des pays avancés. En témoignent les fortes tensions aux États-Unis depuis la pandémie, sous la forme de grèves nombreuses et du phénomène de « grande démission ». Les tensions sociales en France, en partie liées à des revendications concernant le pouvoir d'achat (Gilets jaunes), vont dans le même sens.

Historiquement, les demandes de rééquilibrages salariaux et les tensions sociales associées ont été centrales dans les dynamiques inflationnistes. La gestion de l'inflation ne peut être dissociée de la répartition de la valeur entre capital et travail, au cœur du capitalisme. L'inflation trouve, en effet, son origine dans l'affrontement permanent des groupes sociaux pour maintenir ou élargir leur part de la richesse nationale [Durieux, 1974]. C'est l'une des explications majeures du célèbre épisode inflationniste des années 1970. Comme dans la période actuelle, la fin des années 1960 voit émerger des revendications salariales fortes d'une partie de la population qui a peu bénéficié de la croissance industrielle des deux décennies précédentes (la croissance s'était accompagnée d'une hausse des profits dans le revenu national). La crise sociale de Mai-Juin 68 marque ainsi brutalement le refus par

les salariés des conditions du partage des revenus qui prévalaient alors et ouvre une période d'augmentation forte du pouvoir d'achat des bas salaires. Le pouvoir d'achat du salaire minimum progresse de plus de 130 % entre 1968 et 1983, alors que, dans le même temps, le salaire moyen ne progresse que d'environ 50 % : dans un climat social en pleine ébullition, les gouvernements successifs de cette période accordent en effet chaque année de très forts « coups de pouce » au salaire minimum. Tirée par la hausse des bas salaires, la masse salariale dans son ensemble progresse sensiblement plus vite que la production au cours des années 1968-1983, conduisant à une forte baisse de la part du capital dans le revenu national.

Si les tensions sociales nourrissent l'inflation, l'inflation elle aussi nourrit en retour ces tensions en raison de ses effets redistributifs (elle fait des gagnants et des perdants). Avec pour résultat une exacerbation de l'affrontement entre groupes sociaux, chacun essayant d'élargir sa part de la richesse nationale. L'inflation se révèle ainsi être un « stimulus pour les conflits de distribution » [Tooze, 2014]. C'est ce qui explique que les années 1970 aient été une grande période de luttes sociales dans les pays industrialisés, avec une organisation collective renforcée. La suppression de cette boucle de rétroaction entre l'instabilité des prix et la mobilisation sociale est, à l'inverse, l'une des origines du consensus déflationniste qui émerge dans les années 1980. Elle se matérialise par une « disparition » de la boucle prix-salaire (à travers notamment la désindexation des salaires) et par l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés qui explique en partie la baisse tendancielle de la part des salaires dans la valeur ajoutée observée depuis le début des années 1980.

Dans le contexte actuel, les tensions risquent d'être d'autant plus fortes que le corps social, divisé, se dispute les fruits d'une croissance ralentie, du fait de la faiblesse des gains de productivité. En France, la productivité du travail est ainsi passée d'un rythme de 2,6 % par an en moyenne dans les années 1980 à 1,2 % dans les années 2000 et 0,8 % depuis 2010. Par ailleurs, les possibilités d'expansion des marchés et de délocalisation de la production, qui ont nourri les profits de ces trente dernières années, sont beaucoup moins nombreuses que dans les années 1970. Avec le retour de l'inflation et une mondialisation qui se grippe, le compromis implicite qui s'était mis en place depuis les années 1980, reposant sur des hausses de salaires modérées compensées

par des gains de pouvoir d'achat liés à la désinflation importée, pourrait bien s'étioler.

Et ce d'autant que les tensions autour de la répartition de la valeur ne sont pas seulement nationales. À la suite de la pandémie et de la guerre en Ukraine, la dégradation des termes de l'échange (le prix des produits importés a augmenté plus vite que celui des exportations) dans les pays *importateurs* nets de matières premières constitue un transfert de richesse vers les pays *exportateurs* nets de ces matières premières. Une situation qui fait écho aux chocs pétroliers de 1973 et 1979, qui résultaient de la remise en cause par les pays producteurs de la répartition mondiale des richesses. Prenant conscience de leur pouvoir de négociation, les pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) avaient amélioré leur part en provoquant délibérément de l'inflation, c'est-à-dire des hausses de prix sans changement de volume ou de qualité, ce qui a entraîné un transfert réel de valeur au détriment des pays industrialisés.

### *Une inflation verte ?*

En plus d'une mondialisation grippée et de tensions de plus en plus fortes pour des hausses de salaires, le réchauffement climatique et la transition écologique pourraient aussi conduire à une augmentation durable des prix. C'est que, au-delà de facteurs conjoncturels, les hausses de prix des matières premières des derniers mois s'expliquent par des facteurs plus structurels. Les perturbations climatiques ont ainsi tendance à se multiplier avec le réchauffement global : en 2021, elles ont touché très sévèrement les récoltes au Canada, au Brésil ou en Russie. Les pertes de récoltes liées aux épisodes de canicule et de sécheresse ont triplé ces cinquante dernières années en Europe [Bras *et al.*, 2021]. Avec le réchauffement climatique, ce phénomène pourrait s'accroître, avec des conséquences significatives sur les prix agricoles.

Les hausses de prix des matières premières s'expliquent également par les mesures prises ces dernières années en faveur de la transition écologique. Il pourrait s'agir de la première crise liée à cette transition. Les investissements dans les énergies polluantes ont en effet été freinés – notamment en Allemagne avec la sortie programmée du charbon. Les investissements pétroliers et gaziers mondiaux ont baissé de 26 % entre la première et la seconde moitié de la décennie 2010, selon l'Agence

internationale de l'énergie. Ce ralentissement des investissements s'est fait sans que des alternatives aient pu prendre le relais. Dans l'Union européenne, les énergies renouvelables ne représentent actuellement qu'environ 20 % de la consommation d'énergie, et l'augmentation de cette part prendra du temps. Le paquet *Fit for 55* de la Commission européenne ambitionne de la porter à 40 % dans l'Union d'ici à 2030. L'énergie fossile restera donc dominante encore longtemps.

C'est ce qui explique que la hausse de la facture énergétique pourrait non seulement ne pas être transitoire, mais même s'aggraver avec l'intensification de la lutte contre le changement climatique. Il ne s'agit pas ici à proprement parler d'une *greenflation* ou « inflation verte », dans la mesure où les hausses actuelles concernent surtout les énergies fossiles. Le développement de technologies vertes, en particulier les énergies renouvelables, pourrait même avoir un effet déflationniste en réduisant les coûts pour les entreprises et les ménages. Le prix de l'électricité d'origine solaire a ainsi diminué de près de 90 % de 2009 à 2019, celui de l'électricité éolienne terrestre de 70 % sur la même période [Roser, 2020]. Avec la vague d'innovations technologiques, l'énergie verte pourrait même devenir si bon marché que (toutes) les entreprises pourraient être incitées à abandonner les combustibles fossiles, ce qui permettrait d'atteindre un système énergétique à émissions quasi nulles dans vingt-cinq ans [Way *et al.*, 2021]. Mais, même dans ce scénario optimiste, une longue période de transition nous attend, au cours de laquelle les prix de l'énergie pourraient continuer à augmenter. Trois facteurs pourraient se combiner pour mener à une telle évolution : une capacité de production des énergies renouvelables insuffisante à court terme, la réduction des investissements dans les combustibles fossiles et l'augmentation des prix du carbone.

Les matières premières énergétiques (charbon, pétrole, gaz) ne sont pas les seules à être concernées par ces hausses de prix. Parce qu'ils sont de plus en plus demandés, les produits de base nécessaires à la transition écologique – et notamment à l'électrification – sont de plus en plus chers. Les hausses de prix sont en fait à la fois nourries par une demande plus forte et par des politiques environnementales qui découragent les investissements dans les mines ou les fonderies, qui rejettent massivement du carbone. Les réglementations ont ainsi le double effet de stimuler la demande pour les technologies

décarbonées tout en contraignant l'offre. C'est le cas notamment du cuivre, nécessaire à la fabrication des câbles électriques ou des équipements électroniques, dont les prix atteignent des sommets. Au Chili, qui en est le premier producteur mondial, le gouvernement s'interroge ainsi sur la délivrance de permis d'extraction minière en raison du caractère très polluant de cette activité. C'est le cas aussi de l'aluminium, l'un des métaux les plus sales à produire, mais aussi l'un des plus essentiels aux projets d'énergie solaire et autres énergies vertes. Près de 60 % de l'aluminium provient de Chine, qui a interdit en 2021 des nouvelles fonderies en raison de leur empreinte carbone élevée.

### **Des gouvernants tirillés entre des objectifs contradictoires**

Face au retour de l'inflation, les gouvernants sont confrontés à des urgences à court terme qui peuvent entrer en contradiction avec les objectifs à moyen et long termes. Faut-il préserver le pouvoir d'achat en augmentant les salaires au risque de dégrader la compétitivité et d'alimenter l'inflation? La lutte contre l'inflation ne risque-t-elle pas d'entrer en contradiction avec la gestion de dettes publiques très élevées, en particulier dans la zone euro? Les gouvernements et les banques centrales doivent-ils chercher à limiter les hausses de prix de matières premières au risque de freiner la transition écologique?

#### *L'urgence à court terme du pouvoir d'achat*

Le principal problème posé par l'inflation à court terme est qu'elle peut aboutir à de fortes baisses des salaires réels et du pouvoir d'achat des ménages. C'est la raison pour laquelle John Maynard Keynes se montrait très hostile à l'inflation, et mettait en garde contre les politiques pouvant y conduire. Il craignait, en effet, qu'elle ait des conséquences redistributives très négatives, en lésant les salariés, dont les rémunérations ne peuvent augmenter au même rythme que les prix (ou avec retard), et les petits épargnants. L'inflation pouvait être selon lui « beaucoup plus cruelle en termes d'équité que la taxe la plus régressive » [Keynes, 1940], ce qui explique que les syndicats y étaient également très hostiles. De telles conséquences sur le pouvoir d'achat s'observent actuellement. Aux États-Unis, les salaires réels ont ainsi baissé de 3,4 % entre avril 2021 et avril 2022. En

France, les négociations salariales devraient aboutir à une hausse de 3 % pour 2022 (Banque de France) pour une inflation annuelle estimée en juin à 5,4 %.

Ce retour de l'inflation oblige les banques centrales à réagir plus fortement. L'argument souvent avancé pour justifier une telle réaction est que plus l'inflation monte, plus il est socialement coûteux de la réduire, car il est difficile de faire baisser des anticipations de hausse des prix à des niveaux élevés. Historiquement, c'est la hausse du chômage *via* l'austérité qui a souvent été utilisée pour casser ces anticipations. C'est ce qui s'est produit dans les années 1970. Paul Volcker, le président de la Réserve fédérale des États-Unis, a ainsi relevé les taux directeurs en les faisant passer de 11 % en 1979 à 20 % en juin 1981. Si l'inflation baisse alors fortement (de 15 % en mars 1980 à moins de 4 % en 1983), le coût social est immense : l'économie américaine plonge en récession en 1980 puis en 1982, et le chômage dépasse 11 % en 1982. Un remède qui pourrait se révéler d'autant plus problématique dans le contexte actuel que les hausses de prix des matières premières constituent déjà des contre-chocs de demande (*via* la baisse du pouvoir d'achat des ménages) qui affectent négativement la consommation et l'activité. Il ne s'agit pas d'une situation nouvelle. Si les chocs pétroliers de 1973 et 1979 sont souvent perçus comme des chocs d'offre – la hausse brutale des cours du pétrole ayant augmenté les coûts de production des entreprises –, ils ont aussi constitué un choc de demande très négatif et ont eu ainsi un fort effet dépressif.

Dans la situation actuelle, on peut comprendre la prudence des banquiers centraux à s'engager dans de fortes hausses des taux. D'autant que le précédent de 2011 est resté dans les mémoires. À l'époque, le président de la Banque centrale européenne (BCE), Jean-Claude Trichet, avait augmenté les taux pour faire face à une augmentation des prix de l'énergie, ce qui avait amplifié l'effet négatif de cette hausse sur la demande globale et la production. Comme l'origine de l'inflation en zone euro est aujourd'hui assez semblable, essentiellement un renchérissement des matières premières qui découle de problèmes d'offre, le resserrement de la politique monétaire apparaît tout aussi délicat. Car s'il peut se justifier lorsque la hausse des prix est due à une demande interne forte, associée à une augmentation de l'activité économique réelle, il devient très problématique lorsque la hausse s'explique



par des contraintes d'offre qui pénalisent déjà l'activité [Kilian, 2009] et *a fortiori* lorsque ces contraintes sont mondiales. Une hausse des taux pourrait néanmoins réduire l'inflation importée si elle conduisait à une appréciation de l'euro.

De leur côté, face à ce retour de l'inflation, de nombreux gouvernements ont réagi en imposant des plafonds de prix, des réductions d'impôts, des rabais ou des aides. Au-delà de ces réactions à court terme se pose la question des hausses de salaires. Si ces dernières peuvent permettre de réduire les déséquilibres internes, en particulier la baisse tendancielle de la part des salaires dans la valeur ajoutée, elles doivent aussi être pensées au regard des déséquilibres externes qu'elles peuvent engendrer.

### *Équilibre interne versus équilibre externe*

L'histoire de l'inflation et des choix de politiques économiques pour y répondre est aussi celle d'arbitrages entre équilibres interne et externe. Les hausses de salaires, si elles sont favorables à la demande et la croissance (équilibre interne), peuvent aussi conduire à dégrader la compétitivité *via* une hausse des coûts de production (équilibre externe). Chaque gouvernement doit arbitrer entre ces deux équilibres. Les politiques économiques menées en Allemagne sont symptomatiques de la priorité donnée à l'équilibre externe. Au nom de la compétitivité et de la défense de son industrie, elle a ainsi fait le choix de la modération salariale, de façon plus ou moins continue, depuis 1945. Cet attachement à la stabilité des prix est souvent associé au souvenir de l'épisode hyper-inflationniste des années 1920. Il repose en fait bien davantage sur le rôle essentiel de l'industrie exportatrice pour la croissance et sur la préoccupation quant au pouvoir d'achat dans un pays où l'épargne nationale est élevée [Blot et Le Bayon, 2021].

La stabilité des prix est, en effet, un élément central du modèle industriel allemand et de sa compétitivité. Et si cette stratégie a pu être mise en œuvre sur longue période, c'est qu'elle faisait relativement consensus. De 1945 à la fin des années 2000, la modération salariale a ainsi été défendue par les syndicats dont les intérêts étaient alignés sur ceux de l'industrie: dans la mesure où ils représentaient les millions de salariés de l'industrie allemande, ils étaient très soucieux de la préservation d'une industrie compétitive. La période inflationniste des années 1970 est emblématique de cette priorité donnée à la compétitivité

industrielle. L'Allemagne fut le seul pays d'Europe de l'Ouest à réussir à stabiliser son inflation au cours de cette décennie – l'augmentation des prix (5 %) y a été presque deux fois plus faible qu'en France (10 %). La recette allemande n'a pas été seulement une politique monétaire plus stricte, mais aussi la négociation salariale, qui a limité plus qu'ailleurs les conflits inflationnistes [Hall, 1994]. Cette politique de modération salariale a été à nouveau soutenue par les syndicats dans les années 1990. Dès 1995, IG Metall s'est déclaré prêt à accepter une stagnation des salaires réels, c'est-à-dire des augmentations de salaires nominaux ne compensant que l'inflation, si les employeurs créaient de nouveaux emplois. Dans le secteur manufacturier, les coûts unitaires de la main-d'œuvre ont diminué de près de 9 % entre 1999 et 2008.

Depuis 1945, cette stratégie allemande s'est faite en privilégiant l'équilibre externe au détriment de l'équilibre interne. Pour qu'elle fonctionne, l'Allemagne doit en effet connaître une croissance de la demande sensiblement plus faible que celle de ses principaux partenaires pour assurer l'équilibre extérieur – *via* une baisse des importations et un effet positif sur les exportations du fait de la modération salariale. À l'inverse, le modèle français s'est bâti sur la consommation, ce qui n'est pas sans lien avec les difficultés de maintenir une industrie forte. Une divergence avec l'Allemagne qui a contraint à plusieurs reprises les gouvernements français à mener des politiques plus restrictives quand la contrainte extérieure devenait trop forte. C'est ce qui explique le fameux tournant de la rigueur de 1983 : il est autant le résultat de la relance ratée de 1981 que celui du différentiel d'inflation qui s'était creusé tout au long des années 1970. À partir de là, il est notamment décidé de mettre fin à l'indexation automatique des salaires sur les prix, avec l'objectif de ramener le taux d'inflation au niveau de celui de l'Allemagne.

L'arbitrage entre équilibre interne et équilibre externe est particulièrement sensible dans le contexte actuel. Face au retour de l'inflation et à la dégradation du pouvoir d'achat des ménages, la question de la hausse des salaires ne peut être pensée sans tenir compte à la fois de la dégradation de la part des salaires dans la valeur ajoutée et des effets de telles hausses sur l'équilibre extérieur – *a fortiori* dans un pays aux déficits extérieurs persistants, comme la France. À ce titre, les mesures générales prises par l'État (bouclier tarifaire, baisse de la taxe sur la valeur

ajoutée – TVA – sur les carburants) ont permis, selon l'Insee, de réduire l'inflation de 2 points, un effet à la fois favorable au pouvoir d'achat et à la compétitivité française au sein d'une zone euro où l'inflation est nettement plus élevée.

L'Allemagne, de son côté, était avant la pandémie engagée dans un rééquilibrage des salaires. Après des années de modération salariale, la croissance des salaires s'est en effet nettement améliorée depuis le milieu des années 2010, poussée par les revendications des syndicats et par l'adoption par le gouvernement d'un salaire minimum légal en 2015 (qui a contribué à faire remonter les salaires, en particulier en bas de la distribution). Une phase qui pourrait ne pas durer. Avec la guerre en Ukraine et le retour de l'inflation, le gouvernement allemand a d'ores et déjà appelé les syndicats à la modération salariale pour préserver la compétitivité allemande. Ce qui pourrait accentuer à nouveau la divergence avec la France, et réduire d'autant les marges de manœuvre de la politique économique française.

#### *Inflation et gestion des dettes publiques*

Au-delà de l'arbitrage entre équilibre interne et équilibre externe, le retour de l'inflation pourrait avoir des conséquences significatives sur la gestion des dettes publiques, en particulier dans la zone euro. Si l'inflation permet de réduire la valeur réelle de la dette, elle limite également les marges de manœuvre pour les pays de la zone euro. Une remontée des taux pourrait créer les conditions d'une crise des dettes souveraines, ravivant le souvenir de celle de 2010-2012.

Tant que les taux sont proches de zéro, la question de la soutenabilité des dettes nationales ne se pose pas, car les États de la zone euro peuvent émettre de nouvelles dettes pour rembourser les dettes passées. Si l'environnement de taux bas (en lien avec une abondance d'épargne au niveau mondial et de faibles opportunités d'investissement) rend le risque de crise faible, il n'exclut pas pour autant qu'un mouvement de défiance envers certains titres souverains fasse subitement remonter les taux.

Jusqu'au resserrement de la politique monétaire amorcé au premier trimestre 2022, le risque d'une telle crise semblait limité par l'action des banques centrales, n'hésitant plus, depuis 2008, à contrôler les taux d'intérêt à long terme. Une telle politique consiste pour une banque centrale à acheter (ou à déclarer qu'elle

achètera) la quantité d'obligations d'État nécessaire pour que le taux d'intérêt ne dépasse pas un certain niveau. Si la BCE n'a pas adopté officiellement une telle politique, elle mène en pratique une politique qui s'en approche, depuis le fameux *whatever it takes* de Mario Draghi en juillet 2012, qui avait instantanément permis de réduire les écarts de taux d'emprunt entre pays européens. Cette politique s'est poursuivie avec les programmes d'achats massifs d'actifs à partir de 2015 (le *quantitative easing*). Officiellement, il n'est question ni de monétisation des dettes publiques – l'article 123 du traité de Lisbonne interdit, en effet, à la Banque centrale d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux États ou d'acquérir directement auprès d'eux les instruments de leur dette – ni d'une politique visant à réduire les *spreads* (les écarts entre les taux d'emprunt des États européens). Mais la frontière est mince entre un financement direct et un financement *via* des achats d'obligations sur le marché secondaire qui aboutissent à une baisse des *spreads*. En pratique, la Banque centrale participe de façon très active au financement des dettes publiques: entre mars et août 2020, 60 % de la dette publique émise par les pays de la zone euro a été rachetée par leurs banques centrales.

Le retour de l'inflation en zone euro vient cependant compliquer la tâche de la BCE. Même si la Banque centrale se considère *de facto* garante de l'intégrité de la zone euro – gendarme des *spreads* des différents États –, elle peut difficilement réduire le caractère très stimulant de sa politique sans réduire ses achats de titres. Elle a ainsi annoncé début juin 2022 l'arrêt de son programme d'achat d'actifs, en cours depuis 2015, et une première hausse des taux directeurs dès juillet. Ce retour de l'inflation change significativement la donne par rapport à la situation antérieure, où il était possible de faire d'une pierre deux coups en achetant la dette des États de la zone : stimuler l'économie en contraignant les taux d'intérêt à long terme à rester bas et, en même temps, prévenir toute tentative de spéculation contre les États jugés plus fragiles par les investisseurs. Avec le retour de l'inflation, ces deux objectifs deviennent contradictoires. L'inquiétude concernant la dette publique des pays du sud de l'Europe pourrait ainsi s'accroître. Avec des niveaux de dette publique de plus de 200 % du produit intérieur brut (PIB) en Grèce, plus de 150 % en Italie, 123 % en Espagne, contre près de 50 % aux Pays-Bas ou 70 % en Allemagne, le risque est réel d'une fragmentation de la zone euro.

### *Inflation et transition écologique*

Le retour de l'inflation pose enfin une question centrale concernant la transition écologique. Ce retour est-il de nature à faciliter ou au contraire entraver la transition écologique? Plus précisément, les gouvernements et les banques centrales doivent-ils chercher à limiter (ou compenser) les hausses de prix des matières premières, au risque de freiner les incitations à la transition écologique? Les décideurs font face à un dilemme: si, à long terme, la hausse des prix des matières premières énergétiques est indispensable pour la transition écologique, elle est inacceptable à court terme pour les populations. Le problème n'est ici pas tant l'inflation en soi que la question de savoir comment les classes moyennes et surtout les familles à faibles revenus font face à une flambée des prix de l'énergie. Les dépenses énergétiques sont en effet très inélastiques et représentent une part importante du revenu des ménages les plus modestes.

Face à ces hausses des prix des matières premières qui pourraient être durables, deux philosophies s'opposent sur les politiques à mener, symbolisées, d'un côté, par la Commission européenne et, de l'autre, par l'administration Biden.

Bruxelles considère la transition écologique comme une opportunité: les programmes massifs d'investissement et l'adoption de technologies plus efficaces et plus vertes pourraient ainsi stimuler la croissance économique, les salaires et la demande globale. Les fruits de cette croissance devraient alors être redistribués aux « perdants » de ce processus de transition. D'où l'idée d'un Fonds social pour le climat visant à garantir une « transition socialement équitable » [Commission européenne, 2021]. Une position qui n'est pas sans rappeler celle adoptée dans les années 2000 face à la mondialisation.

Pour Washington, cette transition est davantage perçue comme un coût, dont il faut limiter les conséquences économiques au maximum, en se prémunissant de hausses trop fortes des prix énergétiques, inacceptables pour les populations, quitte à prendre des mesures controversées à court terme. L'administration Biden a ainsi demandé à l'OPEP d'augmenter sa production et a même signalé à son industrie pétrolière et gazière que davantage de forages étaient bienvenus. La position américaine tient aussi à la conviction que l'argument selon lequel les perdants de la transition écologique pourraient être parfaitement dédommagés

est en partie illusoire. L'expérience de la désindustrialisation montre en effet que les ménages et les territoires peuvent être durablement affectés par un choc négatif sur le marché du travail, et qu'il est très difficile pour les politiques publiques d'y apporter des réponses satisfaisantes. Et ce d'autant plus que les tissus industriels (ou ce qu'il en reste) pourraient eux-mêmes être fortement touchés par les mesures prises en faveur de la transition écologique.

Avec le retour de l'inflation, les gouvernements sont sur un chemin de crête. Si les mesures qu'ils prennent doivent être conçues de manière à ne pas réduire les incitations à diminuer les émissions de carbone ou à aggraver trop fortement la compétitivité industrielle, elles doivent en même temps prémunir les classes moyennes et les milieux modestes de hausses de prix qui les pénalisent fortement. À court terme, ces hausses de prix peuvent menacer la cohésion déjà fragile de nos sociétés, avec des risques d'embrasement – le souvenir du mouvement des Gilets jaunes n'est pas loin. Et ce d'autant qu'historiquement les périodes d'inflation sont des périodes d'exacerbation des tensions sociales. La guerre en Ukraine est, par ailleurs, de nature à remettre en cause l'ordre des priorités. La réduction de la dépendance vis-à-vis d'acteurs jugés hostiles peut conduire à revenir sur des politiques publiques adoptées ces dernières années en faveur de la transition écologique. L'Allemagne pourrait ainsi prolonger des centrales à charbon pour réduire sa dépendance au gaz russe. Une solution pour sortir de cette situation serait d'augmenter massivement les investissements dans les technologies vertes, seuls à même de concilier transition écologique, emplois industriels et préservation du pouvoir d'achat.

### Repères bibliographiques

---

- AUIER R., BORIO C. et FILARDO A. [2017], « The globalisation of inflation : the growing importance of global value chains », *BIS Working Paper*, n° 602, janvier.
- BLOT C. et LE BAYON S. [2021], « L'inflation : une obsession allemande ? », *Banque & Stratégie*, n° 399, février.
- BRAS T., SEIXAS J., CARVALHAIS N. et JAGERMEYR J. [2021], « Severity of drought and heatwave crop losses tripled over the last five decades in Europe », *Environmental Research Letters*, vol. 16, n° 6, juin.
- CARLUCCIO J., GAUTIER E. et GUILLOUX-NEFUSSI S. [2018], « Dissecting the impact of imports from low-wage countries on French consumer prices », *Document de travail*, Banque de France, n° 672, avril.

- COMMISSION EUROPÉENNE [2021], « Pacte vert pour l'Europe », 14 juillet.
- DURIEUX B. [1974], « Le corps social, divisé, se dispute les fruits de la croissance », *Le Monde*, 30 juillet.
- HALL P. [1994], « Central bank independence and coordinated wage bargaining : their interaction in Germany and Europe », *German Politics & Society*, vol. 31, p. 1-23.
- KARABARBOUNIS L. et NEIMAN B. [2014], « The global decline of the labor share », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, p. 61-103, février.
- KEYNES J. M. [1940], *How to Pay for the War. A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*, Macmillan, Londres.
- KILIAN L. [2009], « Not all oil price shocks are alike : disentangling demand and supply shocks in the crude oil market », *American Economic Review*, vol. 99, n° 3, p. 1053-1069.
- ROSER M. [2020], « Why did renewables become so cheap so fast ? », *Our World in Data*, Oxford University, décembre.
- TOOZE A. [2014], « Who is afraid of inflation ? The long-shadow of the 1970s », *Journal of Modern European History*, vol. 12, p. 53-60.
- WAY R., IVES M., MEALY P. et FARMER J. D. [2021], « Empirically grounded technology forecasts and the energy transition », *INET Oxford Working Paper*, n° 2021-01.

