

Inflation et dette publique

François ECALLE

En août 2018, le glissement annuel des prix à la consommation s'est établi à 2,3 % et, dans sa note de conjoncture de juin dernier, l'Insee prévoit qu'il sera de 1,7 % à la fin de l'année.

Ce pourrait être une bonne nouvelle pour les finances publiques. En effet, certains économistes soutiennent que l'inflation est une solution, peut-être même la meilleure, pour réduire le coût de la dette publique et éviter d'avoir à mettre en œuvre des programmes de redressement des finances publiques passant par une hausse du taux des prélèvements obligatoires ou une réduction des dépenses publiques. Ils s'appuient notamment sur l'exemple de pays où la dette publique a dépassé 100 %, parfois 200 %, du PIB dans les périodes de guerre et a sensiblement diminué dans les périodes d'après-guerre, qui ont été souvent marquées par une forte inflation.

En fait, il n'est pas sûr que l'inflation soit vraiment repartie, le glissement de l'indice sous-jacent (qui exclut les produits dont les prix sont les plus volatiles) étant seulement de 0,9 % en juillet, et la banque centrale européenne ne manquerait pas d'intervenir si elle dépassait durablement 2,0 % dans l'ensemble de la zone euro. Il est néanmoins utile d'examiner les conséquences que pourrait avoir une forte inflation sur les finances publiques, en faisant l'hypothèse conventionnelle que la Banque centrale européenne l'accepterait.

Un surcroît d'inflation non prévu en cours d'année augmente les recettes publiques, plus ou moins selon son origine, et réduit ainsi le déficit public primaire. En revanche, un taux d'inflation durablement plus élevé et anticipé ne change pas le solde primaire en pourcentage du PIB. Il fait baisser le rapport de la dette publique au PIB et le solde primaire qui permet de stabiliser ce ratio, si le taux d'intérêt réel n'augmente pas. La dette publique peut donc être stabilisée à un plus bas niveau en faisant moins d'efforts.

Les raisons pour lesquelles la France n'a jamais équilibré ses comptes publics depuis 45 ans et laissé la dette publique s'envoler resteraient toutefois les mêmes et on peut donc craindre un scénario dans lequel il faut accepter une inflation de plus en plus forte pour stabiliser une dette publique de plus en plus importante. Or une forte inflation a des effets négatifs sur l'activité économique et accroît les inégalités. Il faut toujours finir par la réduire, avec des politiques de désinflation longues et coûteuses qui rendent plus difficile la maîtrise de l'endettement public.

Pour l'activité économique comme pour les finances publiques, l'inflation est un dopant auquel on risque de s'accoutumer alors que les doses ne peuvent pas augmenter indéfiniment. Or la désintoxication (la désinflation) est difficile et douloureuse, comme la France l'a expérimenté dans les années 1980.

A) Une inflation durablement plus forte peut réduire le rapport de la dette publique au PIB dans certaines conditions

1) Une inflation durablement plus forte n'a pas d'effet significatif sur le solde primaire rapporté au PIB

Un surcroît d'inflation de 1 % en cours d'année, donc non anticipé, augmente les recettes publiques, dans une proportion qui dépend de l'origine de cette inflation. Si elle provient uniquement des produits importés, seule la TVA (13 % des recettes publiques) est impactée pour l'essentiel. S'il s'agit d'une hausse générale de tous les prix et des salaires, presque toutes les recettes publiques augmentent de 1 %.

Les dépenses publiques primaires (hors charges d'intérêt) ne sont quasiment pas affectées. En effet, les crédits budgétaires sont votés en euros courants et, s'ils sont plus difficiles à respecter avec une inflation plus forte, les instruments de contrôle des dépenses permettent généralement de ne pas beaucoup les dépasser. Les prestations indexées sur l'inflation ne sont en général revalorisées que l'année suivante.

Au total, le déficit primaire de l'année en cours est réduit mais cet effet favorable aux finances publiques est fortement atténué l'année suivante par la revalorisation des prestations sociales et des autres dépenses publiques (garantie individuelle de pouvoir d'achat des fonctionnaires...) qui sont indexées de droit ou de fait sur l'inflation.

Si le taux d'inflation est durablement plus élevé de 1 point et peut donc être anticipé, quasiment tous les prix et salaires et donc presque toutes les recettes publiques augmentent de 1 %. De même, quasiment toutes les dépenses publiques sont majorées plus ou moins vite de 1 % et les crédits doivent être relevés dans la même proportion. Le solde primaire augmente donc aussi de 1 %.

Si tous les prix et salaires s'accroissent de 1 %, il en est de même du prix du PIB et donc du PIB en valeur¹. Le rapport du solde primaire au PIB est donc constant à moyen terme.

Une [fiche de l'encyclopédie](#) présente plus précisément les conséquences de l'inflation sur le déficit public, selon qu'elle est ou non anticipée par le gouvernement.

2) Une inflation durablement plus forte réduit le ratio dette/PIB si le taux d'intérêt réel n'augmente pas

Si le taux d'intérêt des emprunts publics est majoré de l'inflation supplémentaire, ce qui veut dire que le taux d'intérêt réel est constant, la charge d'intérêt de la dette publique est plus importante. L'impact de la hausse des taux sur la charge d'intérêt est toutefois progressif, au fur et à mesure des nouveaux emprunts pour rembourser les anciens ou financer le déficit.

Selon l'agence France Trésor, une hausse de 100 points de base des taux des nouveaux emprunts sur toute leur courbe à partir de maintenant, qui pourrait résulter de l'anticipation d'une inflation durablement plus élevée d'un point, entraîne une augmentation de la charge d'intérêt de l'Etat de 2 Md€ la première année, de 11 Md€ la cinquième année et 19 Md€ la dixième, soit presque 25 Md€ pour l'ensemble des administrations publiques.

¹ La croissance du prix du PIB est égale à la différence entre les taux de croissance du PIB en valeur et en volume.

En régime de croisière, le taux apparent de la dette publique (rapport de la charge d'intérêt à la dette) est lui aussi majoré du taux d'inflation. L'écart entre ce taux apparent et le taux de croissance nominal du PIB est donc constant.

Or le produit de cet écart par le ratio dette/PIB donne le solde primaire qui stabilise la dette en pourcentage du PIB. En outre, le ratio dette/PIB est plus faible parce que le PIB nominal est plus important alors que le stock de dette en euros varie peu (si le solde public est nul, il ne varie pas). En conséquence, le solde primaire qui stabilise ce nouveau ratio dette/PIB est plus faible en pourcentage du PIB.

Au total, en régime de croisière, le rapport de la dette au PIB est plus faible et peut être stabilisé avec un solde primaire inférieur, en pourcentage du PIB, donc avec moins d'efforts. Cet effet favorable aux finances publiques est d'autant plus important que la maturité des emprunts publics est longue, le taux apparent de la dette ne convergeant alors que lentement vers le taux d'intérêt des nouveaux emprunts.

La contrepartie de ce moindre effort pour réduire la dette publique est une perte de pouvoir d'achat pour les créanciers de l'Etat. Ceux-ci peuvent alors ajouter une prime de risque plus élevée au taux d'intérêt des emprunts publics. Par ailleurs, l'inflation anticipée peut être plus forte que l'inflation effective. Dans ces conditions, le taux d'intérêt nominal sur les nouveaux emprunts peut augmenter plus que l'inflation et le taux apparent de la dette peut augmenter plus que le taux de croissance nominal du PIB.

Le solde primaire stabilisant est alors plus élevé et, sauf à faire des efforts de consolidation budgétaire plus importants, il se peut que le ratio dette / PIB augmente. C'est d'autant plus probable que la dette est à court terme et doit être renouvelée rapidement.

Enfin, une inflation plus forte peut améliorer les comptes publics à travers la « taxe de seignuriage » prélevée par la banque centrale. Celle-ci correspond à l'écart entre le taux d'intérêt de ses prêts aux banques et le taux d'intérêt moyen de ses passifs. Celui-ci est faible car une grande part des passifs d'une banque centrale n'est pas rémunérée (billets et réserves obligatoires). Cette taxe de seignuriage sur les banques est d'autant plus importante que le taux d'intérêt nominal des actifs de la banque centrale est élevé, donc que l'inflation est forte. Or le produit de cette taxe (de l'ordre de quelques dixièmes de points de PIB même avec une inflation de 10 %) est reversé pour une large part à l'Etat sous forme de dividendes.

B) L'inflation est difficile à maîtriser et une forte inflation a un coût économique important

1) L'inflation est difficile à maîtriser

Le taux d'inflation est le principal objectif de la politique monétaire, mais pas nécessairement le seul, et la politique monétaire est l'instrument le plus efficace, sans être non plus le seul, pour atteindre une cible d'inflation.

L'impact de la politique monétaire sur l'inflation n'est cependant pas automatique et les délais entre les décisions de la banque centrale et la reprise de l'inflation sont longs et variables. Malgré des politiques monétaires très favorables à l'inflation, les banques centrales du Japon, depuis très longtemps, et de la zone euro, depuis 2013, arrivent difficilement en 2018 à faire remonter l'inflation vers leur objectif.

Une fois que l'inflation repart durablement, les agents économiques risquent d'anticiper qu'elle va augmenter encore plus et de chercher à s'en prémunir en majorant les prix dont ils ont la maîtrise. L'histoire a montré que l'inflation peut se transformer en « *hyper inflation* » avec des taux qui dépassent 100 %.

Sans même qu'elle atteigne de tels taux et si elle dépasse seulement, par exemple, 10 %, il est très difficile et très long de revenir à une inflation inférieure à, par exemple, 3 %. Il a fallu plusieurs années pour que la politique de « *désinflation compétitive* » mise en œuvre dans les années 1980 en France permette de ramener durablement l'inflation de plus de 10 % par an à moins de 3 %.

Une maîtrise durable de l'inflation repose sur la crédibilité des politiques mises en œuvre pour obtenir ce résultat, et plus particulièrement sur la crédibilité des banques centrales. Celles des pays développés ont désormais acquis cette crédibilité et, si elles acceptaient trop longtemps des taux d'inflation élevés, elles pourraient la perdre et il serait très difficile pour elles de la reconstruire. Or une inflation trop forte a un coût économique important.

2) Une inflation forte a un coût économique important

Un minimum d'inflation est nécessaire pour soutenir l'activité économique et ne pas risquer la « *déflation* ». Celle-ci est caractérisée par une baisse durable des prix qui incite les ménages à reporter leurs décisions de consommation dans le temps pour profiter de prix plus bas et qui réduit ainsi la demande adressée aux entreprises, au détriment de l'emploi et de l'investissement. Les taux d'intérêt nominaux pouvant difficilement être significativement négatifs, un minimum d'inflation est aussi nécessaire pour abaisser suffisamment les taux d'intérêt réels et soutenir ainsi l'activité économique lorsque la conjoncture le requiert.

Au-delà du minimum nécessaire, l'inflation a pour effet de ralentir l'activité économique. Si elle est plus forte que celle des principaux partenaires commerciaux, elle se traduit en effet par une diminution de la compétitivité des entreprises par rapport à leurs concurrentes étrangères, sur le marché domestique comme sur les marchés à l'exportation. Les entreprises perdent des parts de marché, ce qui se traduit par une réduction de la production nationale.

Ces pertes de compétitivité peuvent en théorie être compensées par une dépréciation de la monnaie nationale par rapport aux autres monnaies, une dévaluation. Celle-ci peut d'ailleurs résulter automatiquement de la politique monétaire plus favorable à l'inflation qui est mise en œuvre, notamment de la baisse des taux d'intérêt².

Une dévaluation permet d'accroître les quantités exportées et de réduire les quantités importées en rétablissant la compétitivité des entreprises nationales. Cet effet sur les volumes des échanges extérieurs prend toutefois plusieurs trimestres pour se concrétiser. Or une dévaluation entraîne rapidement et automatiquement une hausse des prix de nombreux biens importés. La hausse des prix à la consommation qui en résulte entraîne généralement une hausse des salaires qui elle-même entraîne une nouvelle hausse des prix de vente des entreprises. Une dévaluation a toujours des effets inflationnistes qui limitent et peuvent même totalement annuler l'amélioration de la compétitivité qu'elle permet initialement.

² Un pays appartenant à une zone monétaire, comme la zone euro, n'a pas de monnaie nationale qui puisse être dévaluée. Une dépréciation du change n'a alors de sens qu'au niveau de la zone et pour la monnaie commune.

Outre ces effets négatifs sur les échanges extérieurs, l'inflation rend l'avenir encore plus incertain pour les agents économiques. En effet, il apparaît empiriquement que plus l'inflation est forte, plus le taux d'inflation est également volatile et plus les « *variations des prix relatifs* » (écart entre la croissance du prix d'un produit particulier et l'inflation) sont fortes³. Or les études économiques montrent que l'incertitude ralentit l'activité économique, notamment parce qu'elle dissuade d'investir.

Enfin, l'inflation est un facteur d'aggravation des inégalités entre les ménages car la capacité des agents économiques à préserver ou à augmenter leur pouvoir d'achat dans les périodes de forte inflation est très variable. Les salariés ou non-salariés les mieux protégés, par des mécanismes d'indexation des rémunérations ou par le caractère peu concurrentiel de leur marché, ne souffrent pas de l'inflation, au contraire des salariés en situation précaire ou des non-salariés soumis à une forte concurrence extérieure.

C) L'inflation est un instrument risqué pour réduire la dette publique

Passer d'un régime permanent d'inflation de 1,5 % par an à 2,5 %, par exemple, peut permettre de réduire le rapport de la dette publique au PIB et de le stabiliser plus facilement à ce nouveau niveau.

Cependant, les raisons qui font que la France n'a jamais équilibré ses comptes publics depuis 45 ans tout en ayant le deuxième taux de prélèvements obligatoires de l'OCDE, ne changeraient pas pour autant : propension à régler tous les problèmes économiques et sociaux par des dépenses publiques, incapacité à rééquilibrer suffisamment les comptes publics lorsque la conjoncture y est favorable...

En conséquence, la dette publique augmenterait de nouveau et il apparaîtrait nécessaire de relever l'inflation jusqu'à un palier plus élevé, qui serait rapidement considéré comme insuffisant... Ce scénario n'a rien de fictif ; c'est celui qui a conduit les pays européens à des taux d'inflation supérieurs à 10 % dans les années 1980 et bien des pays en développement ou émergents à l'hyperinflation.

Lorsqu'elle apparaît alors nécessaire, la désinflation est difficile notamment parce qu'elle tend à augmenter le rapport de la dette publique au PIB et qu'il faut dégager un solde primaire plus élevé pour le stabiliser. Le solde primaire stabilisant est d'autant plus élevé que le taux d'intérêt nominal ne s'ajuste que lentement à la désinflation, qui doit d'abord être considérée comme durable par les acteurs des marchés financiers.

Pour l'activité économique comme pour les finances publiques, l'inflation est un dopant auquel on s'accoutume. Il faut des doses de plus en plus fortes pour qu'il ait des effets mais elles ne peuvent pas augmenter indéfiniment. La désintoxication est alors très douloureuse.

³ A titre d'illustration, quand l'inflation est en moyenne de 1 % sur plusieurs années, elle peut varier de 0 à 2 % d'une année à l'autre, de même que les prix de chaque produit particulier. Lorsqu'elle est de 10 % sur le moyen terme, elle peut varier de 7 à 13 % d'une année à l'autre, soit une volatilité trois fois plus forte, de même que les prix de chaque produit particulier.

D) La situation était différente autrefois

Jusqu'au milieu des années 1980 et à l'ouverture des marchés financiers, à la concurrence interne et sur l'extérieur, les Etats empruntaient à taux fixe sur de très longues durées.

Pendant la première guerre mondiale, une grande partie de la dette publique prenait même la forme de « *rentes perpétuelles* » et, par définition, il n'était pas nécessaire d'emprunter de nouveau pour les rembourser. L'inflation a donc permis de ruiner ces rentiers et de rapidement réduire la dette publique. Les épargnants ayant ensuite compris que la stabilité des prix observée à la fin du 19^{ème} siècle était désormais improbable, il est devenu plus difficile de les faire souscrire aux emprunts publics, sauf sur des durées plus courtes et à des taux plus élevés. En France aujourd'hui, environ 13 % de la dette de l'Etat est même indexée sur l'inflation.

Les gouvernements recoururent alors, notamment après la seconde guerre mondiale, à la « *répression financière* », expression qui désigne des mesures de nature diverse permettant à l'Etat d'emprunter en quantité suffisante à des taux inférieurs à ceux qui résulteraient du jeu des marchés : imposition plus faible des revenus tirés des obligations du trésor ; plafonnement des intérêts perçus par les banques sur leurs prêts à d'autres agents ; financement de l'Etat par des institutions financières placées sous son contrôle etc. La répression financière nécessite à la fois un contrôle des changes, pour éviter les placements à l'extérieur du pays, et un encadrement des crédits bancaires, pour les orienter vers l'Etat.

L'épargne étant ainsi réprimée, elle risque d'être insuffisante pour financer les investissements nécessaires, ce qui se traduit comptablement par un déficit de la balance des paiements courants avec l'extérieur qu'il faut financer en empruntant à des agents économiques non-résidents. En 1982, alors que sa dette publique était seulement de 25 % du PIB, la France a été contrainte d'emprunter d'abord auprès de banques américaines puis, lorsque celles-ci eurent arrêté leurs prêts, auprès de la banque centrale saoudienne.

Il a ensuite été décidé, en France comme dans les autres pays développés, d'ouvrir les marchés financiers à la concurrence et sur l'extérieur en supprimant les multiples réglementations du change et des crédits. Les possibilités de pratiquer la répression financière aujourd'hui, si elles ne sont pas nulles⁴, sont donc beaucoup plus limitées qu'autrefois.

Désormais, les Etats se financent sur des marchés auprès d'acteurs financiers qui les mettent en concurrence pour obtenir les taux d'intérêt réels les plus élevés possible. Il est donc fort probable qu'une reprise de l'inflation à des niveaux durablement supérieurs aux objectifs actuels des banques centrales entraînerait rapidement une hausse tout aussi durable des taux d'intérêt nominaux. Celle-ci se traduirait bien plus vite qu'autrefois par une hausse de même ampleur du taux d'intérêt apparent de la dette publique.

⁴ La fiscalité très favorable de l'assurance-vie en fournit un exemple, les compagnies françaises d'assurance-vie plaçant leurs fonds essentiellement en obligations du trésor.