

3) L'inflation est-elle une solution pour alléger le coût de la dette publique ?

François ECALLE

Dans plusieurs pays, 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. S'appuyant sur de tels exemples historiques, 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.

L'inflation est entendue ici comme la « *croissance du prix du PIB* », différence entre les taux de croissance du PIB en valeur et en volume. Sur le moyen terme, il est possible de considérer que ce taux de croissance du prix du PIB est égal au taux d'inflation au sens usuel de taux de croissance des prix à la consommation.

L'inflation ainsi définie pourrait alléger le coût de la dette publique de la manière suivante : si elle est plus forte, le PIB en valeur est plus important ; le rapport de la dette publique au PIB est donc plus faible, de même que le rapport de la charge d'intérêt au PIB ; si le « *solde primaire* » (recettes moins dépenses autres que les charges d'intérêt) est constant, le déficit public est également plus faible en pourcentage du PIB.

Si l'inflation est chaque année supérieure de 1 point, par exemple par rapport à l'objectif de la banque centrale européenne (inférieur à mais proche de 2 %), le rapport de la dette au PIB pourrait ainsi baisser de 1 point par an, même si la dette et le déficit en euros sont eux-mêmes inchangés, dans un pays comme le France où la dette est proche de 100 % du PIB.

Comme le montrent les développements qui suivent, la réalité est beaucoup moins simple et l'inflation n'est pas une solution recommandable pour améliorer la situation des finances publiques. Dans ses [perspectives économiques d'octobre 2012](#), le FMI a examiné comment plusieurs pays dont la dette publique avait dépassé 100 % du PIB au cours du siècle précédent ont réussi à la réduire sensiblement. S'il en conclut que les politiques de redressement budgétaire nécessaires pour atteindre ce résultat doivent être accompagnées de politiques monétaires accommodantes, c'est-à-dire maintenant les taux d'intérêt réel à un bas niveau, il ne recommande pas pour autant de mener des politiques délibérément inflationnistes.

A) Le taux d'inflation est difficile à augmenter ou à réduire

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'efficacité de la politique monétaire en regard de l'inflation est néanmoins limitée.

Si, par hypothèse, une banque centrale souhaitait que le taux d'inflation soit de 3 ou 4 %, plutôt que 1 ou 2 %, elle baisserait ses taux d'intérêt et accroîtrait ses crédits à l'économie, principalement aux établissements financiers. En principe, la « *masse monétaire* » augmenterait, ce qui contribuerait à la hausse des prix.

Cet enchaînement n'est toutefois 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, ne sont pas encore arrivées, début 2016, à faire remonter l'inflation vers leur objectif. La baisse des prix des matières premières explique certes largement l'atonie des prix, mais l'inflation « *sous-jacente* », c'est-à-dire hors prix les plus volatiles comme ceux des matières premières, reste elle-même nettement inférieure à 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 alors se transformer en « *hyper inflation* » avec des taux qui dépassent 100 %.

Sans même qu'elle atteigne de tels taux, et seulement si elle dépasse 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.

B) Une inflation trop 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.

Les périodes de forte croissance et de forte inflation sont souvent les mêmes parce qu'une forte croissance entraîne des tensions sur les capacités de production des entreprises et sur le marché du travail qui se traduisent par des hausses des prix et salaires. Mais, au-delà du minimum nécessaire, l'inflation a elle-même 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 (hors intérieur de la zone euro). 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'intérêt¹.

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, par exemple ceux des matières premières et notamment des produits pétroliers.

La hausse des prix à la consommation qui en résulte entraîne généralement une hausse des salaires, indexés de droit (SMIC) ou de fait sur les prix à la consommation, 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.

Jusqu'à la création de la zone euro, la France avait ainsi une inflation plus forte que celle de l'Allemagne qui l'obligeait régulièrement à dévaluer le Franc sans arriver à rétablir durablement l'équilibre de ses échanges extérieurs, tandis que l'Allemagne renforçait sa puissance économique en maîtrisant l'inflation et en acceptant de réévaluer le Mark.

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 fortes². 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.

¹ 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.

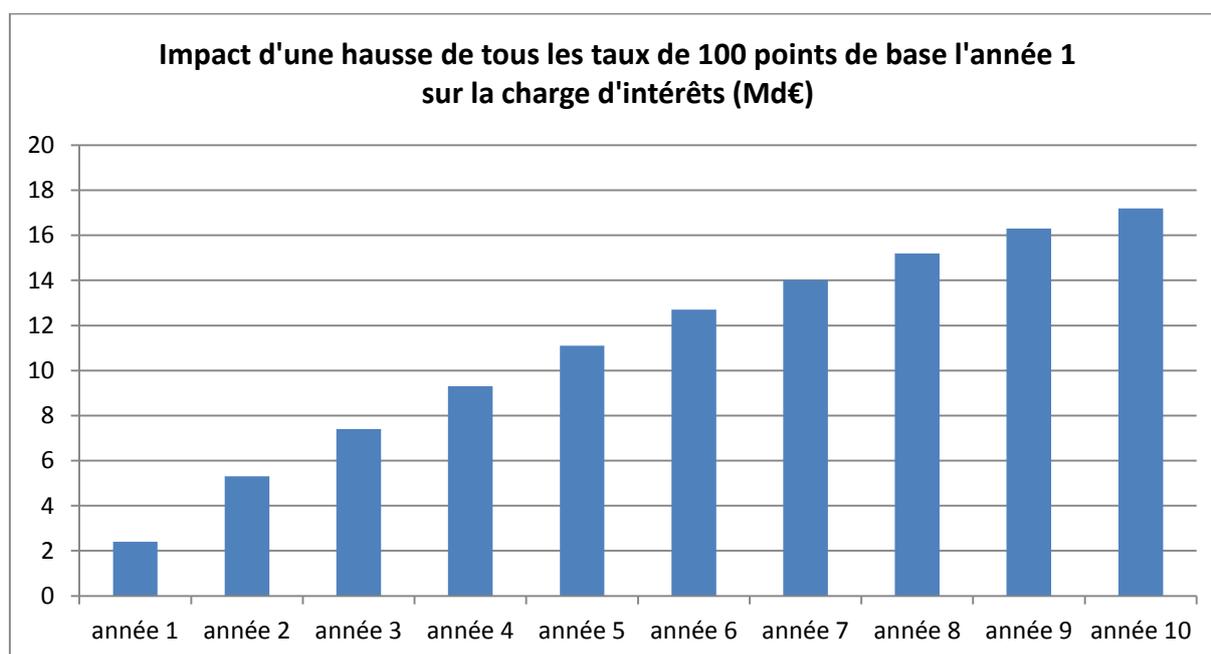
² A titre d'illustration, quand l'inflation est en moyenne de 1 % sur plusieurs années, elle peut varier de 0 à 2 % d'une année à l'autre, de même que les prix de chaque produit particulier. Lorsqu'elle est de 10 % sur le moyen terme, elle peut varier de 7 à 13 % d'une année à l'autre, soit une volatilité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

C) L'inflation risque surtout d'augmenter le déficit et la dette publique

Une [fiche de l'encyclopédie](#) présente les conséquences de l'inflation sur le déficit public, selon qu'elle est ou non anticipée par le gouvernement. Pour que l'inflation ait un effet significatif sur les finances publiques, comme l'espèrent ceux pour qui elle constitue un moyen de réduire le coût de la dette, elle doit être durable. On retient donc ici le cas où elle est anticipée par le gouvernement dans le cadre de la programmation des finances publiques.

Une hausse de l'inflation accroît légèrement le déficit public la première année mais ensuite, et en régime permanent, cet impact est quasiment nul en supposant le taux d'intérêt des emprunts publics constants³. En effet, à moyen terme, les recettes publiques évoluent, à législation constante, à peu près comme le PIB en valeur (leur « *élasticité* au PIB » est égale à 1,0) et la croissance « *tendancielle* », à politique inchangée, des dépenses publiques est elle aussi à peu près égale à celle du PIB en valeur.

Cependant, si l'inflation est durablement plus forte, les taux d'intérêt nominaux augmentent. Si l'inflation est supérieure de 1 point, les taux d'intérêt devraient en principe aussi augmenter de 1 point. En pratique, leur hausse n'est pas nécessairement d'un point exactement, et la baisse du taux d'intérêt réel que cela traduit est favorable à l'activité, mais elle n'en est jamais très loin et on peut donc considérer que les taux des emprunts publics sont majorés de 1 point.



Source : projet annuel de performances de la mission engagements financiers de l'Etat annexé au projet de lois de finances pour 2015 ; FIPECO.

En France, une hausse de 1 point du taux d'intérêt de la dette publique (2,4 % en 2014⁴) correspondrait à une croissance de 42 % de ce taux et ferait passer, toutes choses égales par ailleurs, la charge d'intérêt des administrations publiques de 2,2 % à 3,1 % du PIB.

³ Mais en tenant compte de l'impact d'une inflation plus forte sur la charge annuelle d'indexation des obligations indexées (une hausse des prix de 1 % accroît cette charge de 1,8 Md€ par an).

⁴ Rapport entre la charge d'intérêt des administrations publiques en 2014 et la dette publique à fin 2013.

Cette augmentation de la charge d'intérêt serait progressive, au fur et à mesure du remplacement des anciennes dettes par de nouvelles et des besoins de financement des déficits annuels (cf. [fiche sur la charge d'intérêt](#)). Elle serait néanmoins de plus de 5 Md€, soit 0,25 % du PIB, dès la deuxième année.

Au bout de 10 ans, l'endettement supplémentaire nécessaire pour financer ces charges d'intérêt nouvelles (leur cumul sur 10 ans) dépasse 110 Md€, soit 5,5 % du PIB.

Au total, au bout de dix ans et en supposant que l'inflation n'a pas d'impact sur la croissance du PIB en volume, une inflation annuelle supérieure de 1 point conduit à un rapport de la dette au PIB inférieur de 9 points (baisse de 10 % par rapport au niveau de 2014) du fait de la hausse du dénominateur et supérieur de 5,5 point du fait de la hausse du numérateur. L'impact sur la dette, en pourcentage du PIB, est donc faible (3,5 points). En outre, le « [solde primaire requis pour stabiliser la dette](#) » est quasiment inchangé⁵ et le solde primaire effectif ne varie pas, ce qui signifie que les efforts restant à faire pour maîtriser la dette publique sont toujours les mêmes.

Or, comme on l'a vu, l'inflation a un impact négatif sur l'activité économique et il est en réalité très probable que le PIB en volume soit plus faible. Dans ces conditions, l'inflation ne permet probablement même pas de réduire le ratio dette / PIB.

D) La situation était différente autrefois

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

Au lendemain de 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. Les épargnants ayant ensuite compris que la stabilité des prix observée à la fin du 19^{ème} siècle n'était plus d'actualité, il est devenu plus difficile de les faire souscrire aux emprunts publics, sauf sur des durées plus courtes et à des taux plus élevés.

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

⁵ L'écart entre le taux d'intérêt nominal de la dette et le taux de croissance du PIB en valeur est inchangé et le rapport de la dette au PIB diminue très légèrement.

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 nulles⁶, 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 et il est donc fort probable qu'une reprise de l'inflation à des niveaux durablement supérieurs aux objectifs actuels des banques centrales se traduirait par une hausse au moins aussi durable des taux d'intérêt nominaux.

E) Conclusion

Contrairement à ce qui s'est passé avant le dernier quart du 20^{ème} siècle, une reprise durable de l'inflation à des taux supérieurs aux objectifs actuels des banques centrales entraînerait vraisemblablement une hausse des taux d'intérêt nominaux. En conséquence de l'augmentation des charges d'intérêt des administrations publiques, le rapport de leur dette au PIB diminuerait très peu et les efforts nécessaires pour maîtriser l'endettement public resteraient aussi importants. Or l'inflation a par ailleurs des effets négatifs sur l'activité économique et aggrave les inégalités. Ce n'est donc pas une solution recommandable pour alléger le coût de la dette publique.

Il n'en demeure pas moins que le taux d'inflation actuel dans la zone euro est un peu trop faible, dans la mesure où le risque de déflation ne peut pas être écarté.

⁶ 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.