

## L'inflation va-t-elle être forte en raison de la hausse du taux d'endettement public ?

---

Nous nous intéressons à la « théorie fiscale du niveau des prix ». Dans l'approche habituelle, un pays qui n'assure pas la soutenabilité de sa dette publique a deux possibilités pour la restaurer :

- faire défaut sur une partie suffisamment importante de sa dette ;
- réduire son déficit public primaire (ou augmenter son excédent public primaire).

Les tenants de la théorie fiscale du niveau des prix défendent l'idée suivante : c'est un saut à la hausse du niveau des prix qui fait baisser le taux d'endettement public jusqu'au niveau compatible avec la soutenabilité de la dette publique.

On peut aussi mettre en avant que dans le cas où la soutenabilité de la dette publique n'est pas assurée, c'est la dominance fiscale qui apparaît, c'est-à-dire une politique monétaire très expansionniste, avec financement monétaire du déficit public qui restaure la soutenabilité de la dette et qui est inflationniste.

Dans les pays où le déficit public est très élevé (Etats-Unis, France par exemple), pourrait-on alors avoir transitoirement une inflation forte en raison des problèmes de soutenabilité de la dette publique ?

## Patrick Artus

Conseiller économique senior

[patrick.artus-ext@ossiam.com](mailto:patrick.artus-ext@ossiam.com)

 @PatrickArtus

 Patrick Artus

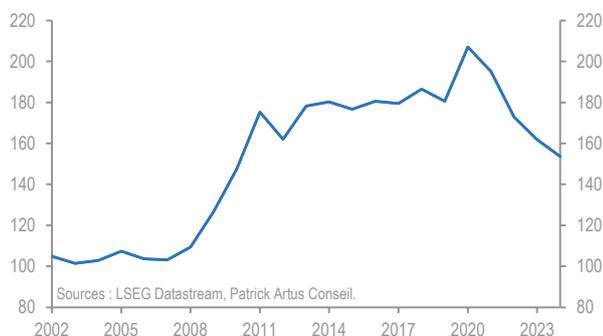
## La théorie habituelle de la soutenabilité de la dette publique

Dans la théorie habituelle de la soutenabilité de la dette publique, un pays qui n'assure pas cette soutenabilité (l'endettement public est supérieur à la somme actualisée des excédents budgétaires primaires futurs, plus simplement le taux d'endettement public croît continûment) a le choix :

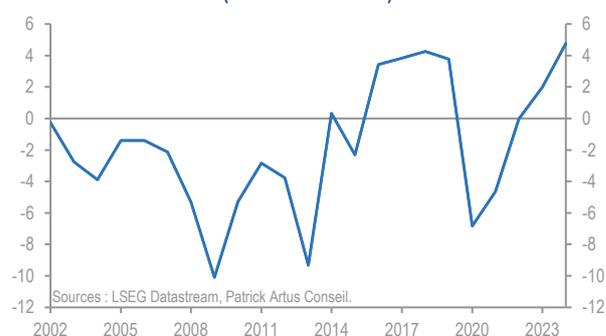
- **entre faire défaut sur une partie suffisamment forte de sa dette publique**, de manière à ce que le taux d'endettement public puisse diminuer avec les excédents budgétaires primaires qui sont dégagés ;
- **réduire son déficit budgétaire primaire** (un déficit budgétaire primaire est compatible avec la stabilité du taux d'endettement public si le taux d'intérêt réel à long terme est inférieur à la croissance potentielle) **ou bien augmenter son excédent budgétaire primaire** (dans le cas où le taux d'intérêt réel à long terme est supérieur à la croissance potentielle).

On voit que dans le cas de la **Grèce**, les deux solutions ont été utilisées : annulation d'une partie de la dette (en 2011) et passage à un excédent budgétaire primaire avec la forte réduction des dépenses publiques (**Graphiques 1/2/3**).

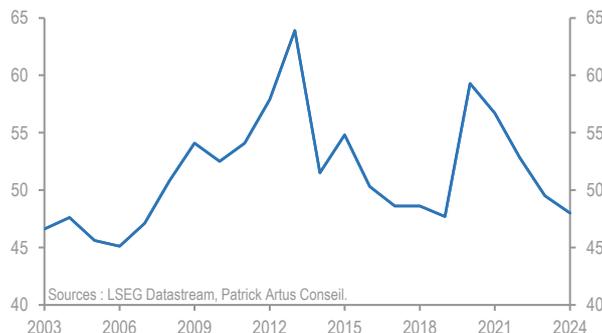
Graphique 1  
Grèce : dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 2  
Grèce : excédent ou déficit public primaire (en % du PIB valeur)



Graphique 3  
Grèce : dépenses publiques (en % du PIB valeur)

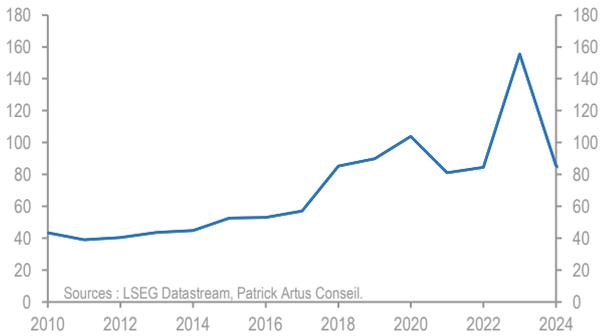


## La théorie fiscale du niveau des prix

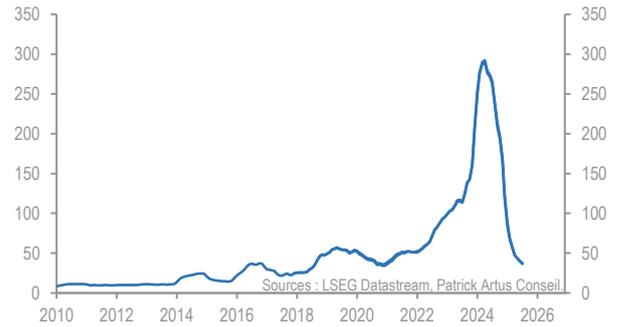
La théorie fiscale du niveau des prix fait l'hypothèse que, lorsqu'un pays **n'assure pas la soutenabilité de sa dette publique**, c'est-à-dire si la dette publique est supérieure à la somme actualisée des excédents budgétaires primaires futurs, **c'est un ajustement instantané à la hausse du niveau des prix qui réduit le niveau de l'endettement public en termes réels et qui restaure la soutenabilité de la dette publique**.

Dans la réalité, on n'observe pas de saut à la hausse du niveau des prix, mais on observe **le maintien d'un taux d'endettement public assez faible grâce à une inflation très forte**. On peut regarder par exemple le cas de l'**Argentine** (**Graphiques 4a/4b**) ou celui de la **Turquie** (**Graphiques 5a/5b**).

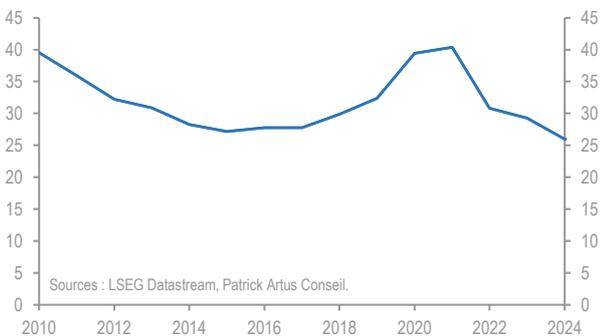
**Graphique 4a**  
Argentine : dette publique (en % du PIB valeur)



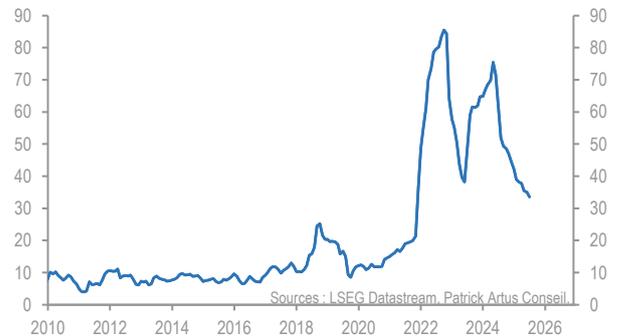
**Graphique 4b**  
Argentine : inflation  
(indice des prix à la consommation, GA en %)



**Graphique 5a**  
Turquie : dette publique (en % du PIB valeur)



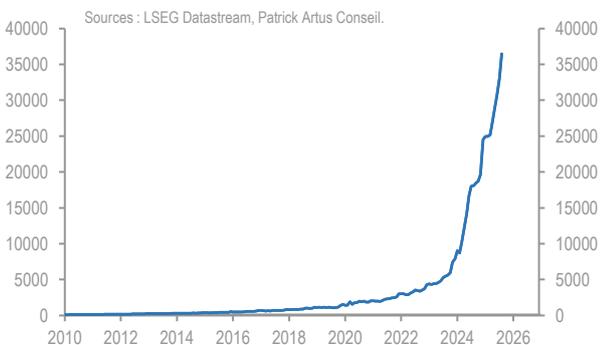
**Graphique 5b**  
Turquie : inflation  
(indice des prix à la consommation, GA en %)



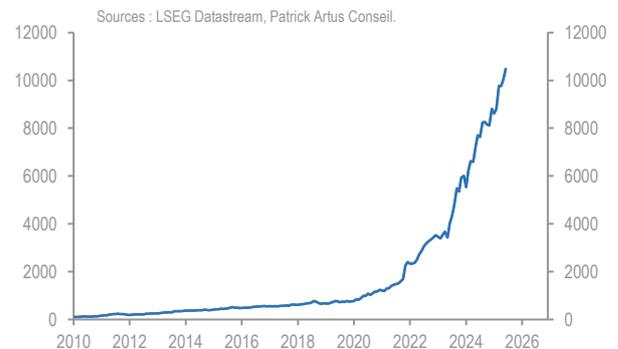
On peut bien sûr mettre en avant que le mécanisme est différent. Si la soutenabilité de la dette publique n'est pas assurée, et si la politique budgétaire reste expansionniste, il est possible qu'il y ait passage à la **dominance fiscale**, c'est-à-dire à une politique monétaire qui assure la soutenabilité de la dette publique. Il s'agit d'une politique monétaire très expansionniste qui fait apparaître un financement monétaire du déficit public et des taux d'intérêt réels négatifs.

Les **Graphiques 6a et 6b** montrent dans les cas **de l'Argentine et de la Turquie** qu'en effet en Argentine et en Turquie à la fois une forte inflation et une forte expansion monétaire ont été utilisées pour réduire le taux d'endettement public.

**Graphique 6a**  
Argentine : base monétaire (100 : 2010.M1)



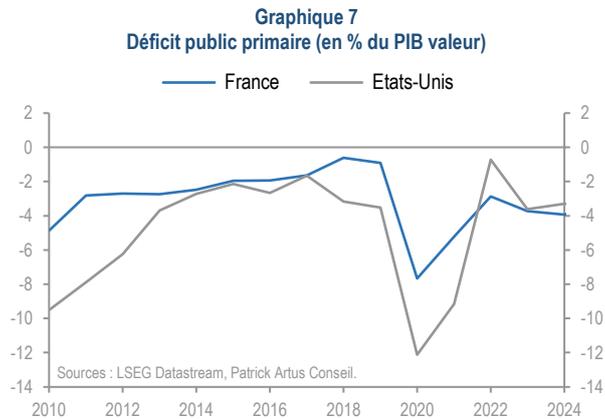
**Graphique 6b**  
Turquie : base monétaire (100 : 2010.M1)



## Synthèse : les cas des pays de l'OCDE où la soutenabilité de la dette publique n'est pas assurée

Nous prenons deux exemples : les **Etats-Unis** et la **France**.

Dans ces deux pays, le **déficit public primaire est très élevé aujourd’hui**, et la **soutenabilité de la dette publique n’est pas assurée** (Graphique 7).



Il est exclu aux Etats-Unis et en France qu’il y ait un défaut partiel sur la dette publique, et on ne voit pas de politique économique visant à réduire rapidement le déficit public primaire.

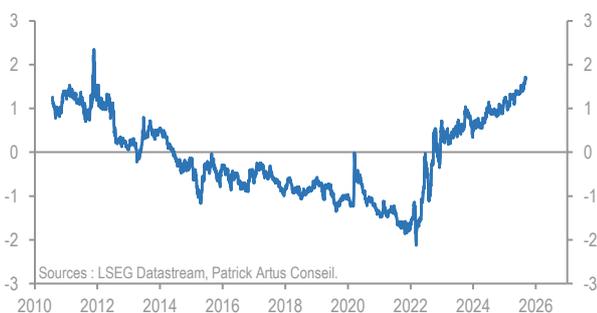
**Il faut donc se demander si c’est un ajustement rapide à la hausse du niveau des prix qui va rétablir la soutenabilité de la dette.**

Cet ajustement pourrait résulter :

- soit de l’observation de la mise en œuvre de la théorie fiscale du niveau des prix, avec comme principe, la hausse du niveau des prix jusqu’à ce que la dette publique redevienne soutenable ;
- soit du retour du quantitative easing, faisant détenir une partie plus importante de la dette publique par la Banque Centrale, et faisant apparaître des taux d’intérêt réels à long terme faibles.

Aujourd’hui, **le taux d’intérêt à long terme** est inférieur à la croissance potentielle aux Etats-Unis, et voisin de la croissance potentielle en France (Graphiques 8a/8b) mais le mouvement récent a été une hausse du taux d’intérêt réel à long terme qui rend plus difficile le retour à la soutenabilité de la dette publique.

**Graphique 8a**  
**France : taux d’intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d’Etat (déflaté par le swap d’inflation à 10 ans, en %)**



**Graphique 8b**  
**Etats-Unis : taux d’intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d’Etat (déflaté par le swap d’inflation à 10 ans, en %)**



## Annexe

## Soutenabilité de la dette publique

La dynamique de la dette publique s'écrit :

$$(1) D_{t+1} = D_t(1 + r) + Def_t$$

où  $D$  est la dette publique

$r$  le taux d'intérêt nominal

$Def$  le déficit public primaire

Divisant l'expression (1) par le PIB nominal (produit du PIB en volume  $Y$  et du niveau des prix  $P$ ), on obtient :

$$(2) \frac{D_{t+1}}{P_{t+1}Y_{t+1}} = \frac{D_t}{P_tY_t} (1 + r) \frac{P_tY_t}{P_{t+1}Y_{t+1}} + \frac{Def_t}{P_{t+1}Y_{t+1}}$$

Soit

$$(3) d_{t+1} = d_t(1 + r - g) \frac{P_t}{P_{t+1}} + def$$

où  $d$  est le taux d'endettement public

$def$  le déficit public primaire en pourcentage de PIB

## 1. Théorie habituelle

Dans la théorie habituelle, le taux d'intérêt réel est exogène dans le long terme (il dépend de la croissance du progrès technique).

On a donc :

$$(4) d_{t+1} = d_t(1 + R - g) + def$$

où  $R$  est le taux d'intérêt réel

Pour que le taux d'endettement public soit stabilisé au niveau  $\bar{d}$ , il faut :

- soit qu'il y ait un excédent budgétaire primaire au moins égal à

$$(5) exc > \bar{d}(R - g)$$

- soit que le taux d'endettement public diminue, avec un défaut sur une partie de la dette publique, jusqu'au niveau  $\frac{exc}{R-g}$ , si  $R - g > 0$

- soit que le taux d'endettement public diminue, toujours avec un défaut partiel sur la dette, jusqu'au niveau  $\frac{def}{g-R}$  si  $R - g < 0$

## 2. Théorie fiscale du niveau des prix

Avec la théorie fiscale du niveau des prix, le niveau des prix s'ajuste pour restaurer la soutenabilité de la dette publique, la politique budgétaire reste inchangée (et expansionniste).

La dette publique est soutenable si elle est inférieure à la somme actualisée des excédents budgétaires futurs. Si la soutenabilité doit être assurée à la période  $t + 1$ , il faut que :

$$(6) \quad d_t(1 + r - g) \frac{P_t}{P_{t+1}} \leq EXC$$

où  $EXC$  est la somme actualisée des excédents budgétaires futurs.

(6) est assurée par un saut à la hausse des prix  $P_{t+1}$

**Avertissement**

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.