

Comment la politique budgétaire affecte le niveau des prix : les enseignements d'un passé pas si lointain

Pamfili ANTIPA
Direction des Études monétaires
et financières

Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

Ces dix dernières années ont été marquées par une accumulation massive de dette publique dans un certain nombre de pays développés. L'ampleur de ce phénomène soulève des interrogations sur la soutenabilité des finances publiques et les risques de monétisation de la dette. Cette lettre analyse un cas historique d'accumulation importante de la dette, celui de la Grande-Bretagne durant les guerres napoléoniennes. L'auteur montre comment les anticipations relatives à la soutenabilité des finances publiques peuvent, dans des circonstances singulières, affecter le niveau des prix.

Depuis l'éclatement de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, la dynamique de la dette et ses répercussions sur l'économie au sens plus large ont été placées au cœur des débats sur les politiques à suivre. L'un des risques souvent invoqués face à l'accumulation de dette publique est celui d'une inflation d'origine budgétaire. Ce phénomène se manifeste lorsque les États ne prennent pas les mesures nécessaires pour assurer la soutenabilité des finances publiques, compromettant ainsi la valeur de leur monnaie au détriment de leurs citoyens. Compte tenu de l'importance de cette thématique, ce numéro de *Rue de la Banque* examine les tensions inflationnistes qui peuvent survenir dans un environnement de dette publique élevée en s'appuyant sur l'analyse d'un précédent historique, le cas de la Grande-Bretagne durant les guerres napoléoniennes.

Les faits historiques concernant le financement monétaire d'une dette publique élevée : le cas de la Grande-Bretagne durant les guerres napoléoniennes

Entre 1797 et 1821, la Grande-Bretagne a suspendu la convertibilité-or du papier-monnaie pour financer les guerres napoléoniennes (Bordo et White, 1991). Le pays s'est ainsi doté d'un régime monétaire à cours forcé assorti d'un taux de change flexible, régime qui caractérise la plupart des économies industrialisées de nos jours.

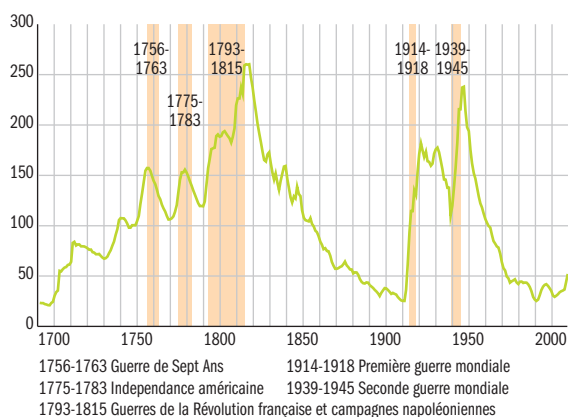
La suspension de l'étalon-or s'est accompagnée d'une accumulation massive de dette publique ainsi que d'inflation. Après la défaite définitive de Napoléon à Waterloo en 1815, le ratio de la dette publique rapportée

au PIB a atteint 226 %, contre 120 % au début des guerres de la Révolution française, en 1793. Cette hausse est du même ordre de grandeur que celle qui a résulté de la Première guerre mondiale (cf. graphique 1). Aujourd'hui, seul le Japon affiche un ratio proche de ce niveau.

Dans le même temps, le niveau des prix s'est accru de 22,3 % entre la suspension de la convertibilité, en 1797, et la fin de la guerre, en 1815 (cf. graphique 2) ¹.

G1 Ratio dette publique/PIB

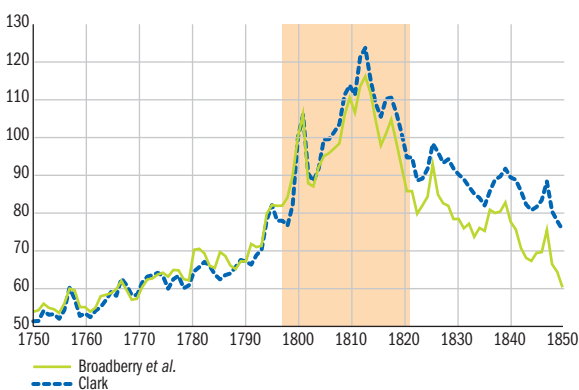
(en %)



Source : Officer et Williamson (2013).

G2 Indice des prix - 1750-1850

(1800 = 100)



Sources : Broadberry et al. (2012) et Clark (2014).

Les prix des actifs reflètent les anticipations relatives à la soutenabilité budgétaire

Nous observons donc une coïncidence frappante entre l'accumulation d'une dette publique élevée et la hausse des prix durant la période de suspension de l'étalon-or, entre 1797 et 1821. La théorie budgétaire du niveau des

prix, discutée de façon plus détaillée ci-après, propose un mécanisme susceptible d'expliquer cette coïncidence (Leeper, 1991 ; Sims, 1994 ; Woodford, 1995). Dans ce cadre, les agents anticipent les évolutions de la dette publique et modifient en conséquence leurs décisions de consommation, d'investissement et de dépense, ce qui affecte ensuite les prix des actifs et le niveau général des prix.

En d'autres termes, les fluctuations des prix des actifs au cours de cette période peuvent refléter l'opinion qu'avaient les agents sur la soutenabilité des finances publiques. Pour appréhender cette relation, il est utile d'examiner les indicateurs financiers disponibles à l'époque reflétant ces tensions inflationnistes.

L'une de ces séries porte sur le taux de change des livres-papier en or. Ce qu'on appelle, par ailleurs *agio* est calculé comme la différence entre la valeur faciale et la valeur de marché des livres-papier en or. Au cours de la période considérée, l'*agio* était traditionnellement utilisé pour mesurer l'inflation, notamment par David Ricardo dans le cadre du *Bullion Report*.

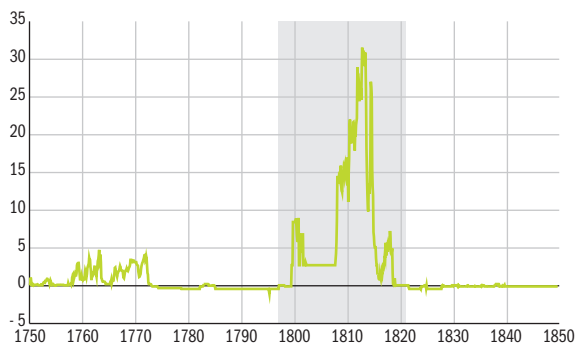
En particulier, l'*agio* est une mesure de la valeur interne de la monnaie-papier. Lorsque l'*agio* augmente, par exemple, davantage de livres-papier sont nécessaires pour acheter un volume d'or donné. Une hausse de l'*agio* correspond donc à une baisse de la valeur de la livre et, par conséquent, à l'inflation. De fait, les fluctuations de l'*agio* sont fortement corrélées avec les mouvements du niveau agrégé des prix calculé *ex post*. Les coefficients de corrélation pour les indices de prix mensuels et annuels disponibles vont de 0,65 à 0,72 et de 0,68 à 0,79, respectivement.

Le graphique 3 présente l'évolution de l'*agio* entre 1750 et 1850, la zone tramée correspondant à la suspension de l'étalon-or. Il convient de noter qu'aucun des grands conflits survenus avant la période de suspension, tels que la guerre de Sept Ans (1756-1763), ne coïncide avec une dévaluation aussi importante de la livre. Ce n'est qu'en 1802 et plus encore après 1808 que l'*agio* s'est inscrit en forte hausse, en ligne avec l'intensification des hostilités entre la Grande-Bretagne et la France napoléonienne. À son pic à la mi-1813, il a atteint 45 %, ce qui signifie un recul équivalent de la valeur de la livre-papier.

1 Les indices de prix présentés dans la figure 2 ont été élaborés *ex post* et, par conséquent, n'étaient pas accessibles aux contemporains.

G3 L'agio, différence entre la valeur faciale et la valeur de marché des livres-papier en or

(en %)



Sources : Le cours des échanges de Castaing, reproduit dans Neal (1990) et Boyer-Xambeu et al. (1994).

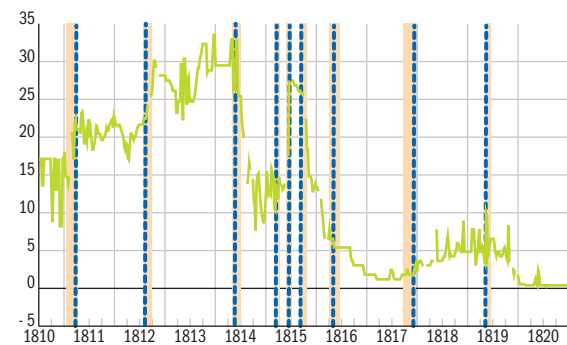
Une façon plus formelle d'exploiter l'information contenue dans l'agio consiste à réaliser des tests de rupture sur les séries (Bai et Perron, 1998 et 2003). Ces tests mettent en évidence les dates exactes auxquelles l'agio a fluctué à la hausse et vérifie si ces mouvements sont statistiquement significatifs².

De plus, si le niveau agrégé des prix reflète l'appréciation par les agents de la soutenabilité budgétaire future, d'importantes variations du niveau des prix devraient contenir des informations sur les événements qui ont poussé les contemporains à modifier leurs prévisions concernant les finances publiques. L'approche utilisée ici consiste donc dans un premier temps à utiliser la méthode économétrique pour identifier les ruptures significatives. Dans un second temps, les sources de l'époque sont utilisées pour confirmer que les dates de rupture coïncident avec les événements qui ont façonné le sentiment des marchés.

Le graphique 4 porte sur la période comprise entre 1810 et 1821, couvrant les années qui vont de la publication du *Bullion Report* à la fin de la suspension de l'étalon-or. Au cours de cette période, les cours de l'or étaient publiés deux fois par semaine, le mardi et le vendredi, ce qui permet ainsi une détermination précise des points de rupture. Les dates de rupture sont représentées par les lignes en pointillés, les zones tramées autour de ces lignes représentent les intervalles de confiance à 95 %. Au total, nous observons 9 points de rupture pour l'agio, dont la déclaration de guerre des États-Unis à l'Empire britannique (août 1812) et l'annonce du rétablissement de l'étalon-or (mai 1819).

G4 Points de rupture, 1810-1821

(en %)



Source : Calculs de l'auteur.

Les plus fortes fluctuations de l'agio ont été observées entre juin 1814 et juin 1815, ce qui correspond aux dates de la première et de la deuxième abdication de Napoléon, respectivement. En particulier :

- le Traité de Paris, signé le 30 mai 1814, a mis fin à 21 ans de guerres quasi ininterrompues. Lorsque cette nouvelle est arrivée à Londres, la valeur de la livre a augmenté de 60 % ;
- le 20 mars 1815, Napoléon, après s'être enfui de l'île d'Elbe où il était exilé, est entré dans Paris et a immédiatement commencé à constituer son armée. À la seule perspective d'une nouvelle guerre contre Napoléon, la valeur de la livre a diminué de près de 60 %. L'évolution de l'agio à la suite de cet événement particulier montre que c'est l'anticipation de dépenses publiques futures qui affecte le niveau des prix. Aucune dépense de guerre n'avait encore été engagée, ce qui élimine l'hypothèse de tensions inflationnistes causées par l'expansion monétaire ;
- Napoléon est définitivement vaincu à Waterloo le 18 juin 1815. À cette occasion, la valeur de la livre a augmenté de presque 60 %.

Globalement, les dates de rupture décelées dans la valeur interne de la livre, l'agio, coïncident avec des événements qui imposent une révision des anticipations relatives aux finances publiques. En particulier, les mauvaises nouvelles

² L'équation testée est $agio_t = \mu_t + \varepsilon_t$, où la moyenne de la série (μ_t) varie avec la survenue de nouvelles inattendues concernant les finances publiques. ε_t est un terme d'erreur.

– une bataille perdue par les Britanniques, par exemple – ont eu un effet inflationniste. En revanche, les bonnes nouvelles ont fait diminuer l'inflation. Cette analyse montre donc comment les anticipations concernant la soutenabilité des finances publiques peuvent affecter le niveau des prix.

Quelques éléments de théorie économique et les enseignements pour les débats actuels de politique économique

Selon la théorie budgétaire du niveau des prix, les ajustements du niveau des prix garantissent la soutenabilité de la dette publique (Leeper, 1991 ; Sims, 1994 ; Woodford, 1995). Dans ce cadre, le niveau agrégé des prix est donc déterminé par la politique budgétaire plutôt que par la politique monétaire.

En particulier, la capacité d'un État à financer ses dépenses peut être contrainte pour des raisons d'ordre économique ou politique. L'existence d'une limite budgétaire, qui correspond au sommet de la courbe de Laffer, équivaut à relâcher l'hypothèse que l'autorité fiscale s'adapte à la politique monétaire afin de maintenir la dette sur une trajectoire soutenable. Dans ce cas, l'inflation n'est plus un phénomène monétaire.

En outre, plutôt qu'un point spécifique – comme, par exemple, un ratio de dette publique sur PIB déterminé – la limite budgétaire d'une économie peut être envisagée comme une distribution affectée par différents facteurs. Au nombre de ces derniers figurent des aléas, comme les guerres, ou les crises financières qui, au moins à court terme, échappent complètement au contrôle de l'État. L'existence d'une inflation d'origine budgétaire ne signifie donc pas nécessairement que les engagements des États ou des banques centrales ne sont pas crédibles.

Enfin, une condition préalable à l'apparition d'une inflation d'origine budgétaire est l'absence de toute autre forme de défaut. Les restructurations de dette non consenties ou l'application de décotes, par exemple, qui placent la dette publique sur une trajectoire soutenable impliquent qu'il n'est plus nécessaire de dévaluer la monnaie pour garantir la soutenabilité de la dette publique. Par conséquent, une inflation d'origine budgétaire peut apparaître quand la possibilité de toute autre forme de défaut est exclue.

En pratique, le fonctionnement de la théorie budgétaire du niveau des prix est difficile à vérifier. En effet, les propositions centrales de la théorie se vérifient dans les données du monde réel, que les prix soient déterminés par

des facteurs budgétaires ou monétaires (Cochrane, 1998 ; Creel et Le Bihan, 2006). Le cadre demeure, néanmoins, pertinent dans des circonstances exceptionnelles, lorsque par exemple des événements comme des guerres ou de graves crises financières poussent l'économie jusqu'aux limites de sa capacité budgétaire.

L'existence d'une limite budgétaire, la possibilité de l'atteindre de manière inattendue, ainsi que ses effets sur la dynamique de la politique monétaire, plaident donc en faveur de politiques budgétaires globalement saines. Pour y parvenir, des revenus suffisants doivent être générés pour couvrir les dépenses et, dans l'idéal, ces revenus pourraient dégager une marge de manœuvre budgétaire permettant aux États de faire face à des dépenses imprévues. De telles politiques budgétaires préservent la richesse des citoyens en évitant une inflation d'origine budgétaire ou d'autres types de défaut.

Bibliographie

Bai (J.) et Perron (P.) (1998)

« *Estimating and testing linear models with multiple structural changes* », *Econometrica*, vol. 66, n° 1, p. 47-78.

Bai (J.) et Perron (P.) (2003)

« *Computation and analysis of multiple structural change models* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 18, n° 1, p. 1-22.

Bordo (M. D.) et White (E. N.) (1991)

« *A tale of two currencies: British and French finance during the Napoleonic Wars* », *The Journal of Economic History*, vol. 51, n° 2, p. 303-316.

Boyer-Xambeu (M.-T.), Deleplace (G.) et Gillard (L.) (1994)

« Régimes monétaires, points d'or et "serpent bimétallique" de 1770 à 1870 », *Revue économique*, vol. 45, n° 5.

Broadberry (S.), Campbell (B.), Klein (A.), Overton (M.) et van Leeuwen (B.) (2012)

« *British economic growth, 1270-1870: an output-based approach* », *mimeo*.

Clark (G.) (2014)

« *What were the British earnings and prices then?* » (New Series), *Measuring Worth*.

Cochrane (J.) (1998)

« *A frictionless view of US inflation* », *NBER Macroeconomics Annual*, p. 323-384, MIT Press.

Creel (J.) et Le Bihan (H.) (2006)

« Using structural balance data to test the Fiscal Theory of the Price Level: some international evidence », *Journal of Macroeconomics*, vol. 28, p. 338-360.

Leeper (E. M.) (1991)

« Equilibria under active and passive monetary and fiscal policies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, p.129-147.

Neal (L.) (1990)

The rise of financial capitalism: international capital markets in the Age of Reason, Cambridge University Press.

Officer (L. H.) et Williamson (S. H.) (2013)

Measuring Worth.

Sims (C. A.) (1994)

« A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy », *Economic Theory*, vol 4, n° 3.

Woodford (M.) (1995)

« Price-level determinacy without control of a monetary aggregate », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Elsevier, vol. 43, n° 1, p.1-46.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

Réalisation

Direction de la Communication

Novembre 2015

www.banque-france.fr