

# Transferts de patrimoine dus à l'inflation : 1971-1979

Jean-Yves Capul (\*)

*L'inflation est un puissant mécanisme de redistribution des richesses. Elle affecte particulièrement les patrimoines financiers, en induisant des transferts réels entre créanciers et débiteurs.*

*En dépit des difficultés statistiques, il est possible d'évaluer l'ordre de grandeur de ces transferts de richesse sur les principaux éléments du patrimoine financier des secteurs institutionnels. Pour la décennie 1971-1979, au cours de laquelle l'inflation a été très variable et en moyenne assez forte, les évaluations obtenues, bien que probablement sous-estimées, sont loin d'être négligeables, comparées aux variables habituellement considérées dans l'analyse des comportements des agents. Leur prise en compte implique des corrections substantielles de ces variables. Sur les disponibilités monétaires et les crédits les ménages ont été les grands perdants, tandis que les secteurs emprunteurs nets — entreprises et, dans une moindre mesure, administrations publiques — ont bénéficié de gains de pouvoir d'achat sur toute la période. Des estimations plus approximatives concernent la dette obligataire.*

Que l'inflation entraîne « un transfert violent et injuste de propriété » comme l'écrivait Ricardo ne semble contesté par personne. Mais la difficulté d'appréhender et de mesurer les patrimoines des agents économiques confère un caractère exploratoire et incertain à toute étude de tels transferts.

Les patrimoines des agents économiques contenant des « objets » de nature différente, il faut distinguer ces objets selon leur degré d'exposition à l'inflation.

Les biens réels et les titres de propriétés sur ces biens ne devraient pas a priori voir leur valeur réelle affectée par l'inflation. Néanmoins la rigidité relative de certains prix, l'existence de contrats, des inégalités dans les possibilités d'adaptation à l'inflation, etc. font que l'inflation modifie la structure des prix et conduit à des transferts à ce titre.

(\*) Cette étude a été réalisée au cours d'un stage effectué par l'auteur au département des études de l'OFCE. Elle a été accomplie grâce aux conseils et à la collaboration des membres de ce département et notamment de Michael Anyadike-Danes et de Jacques Le Cacheux.

Le patrimoine des agents économiques est aussi constitué de droits de créance dont la valeur nominale est soit invariante, soit affectée exclusivement par l'évolution des taux d'intérêt. C'est la valeur réelle de ces éléments qui est érodée par l'inflation, quand bien même celle-ci consisterait en une augmentation équiproportionnelle de tous les prix. Les raisons en sont simples. La valeur réelle des encaisses monétaires, qu'elles soient sous forme de billets ou de dépôts bancaires à vue, diminue au rythme de l'inflation. Pour que les titres de créance et les dettes conservent leur valeur réelle, il faudrait à la fois que les anticipations d'inflation des agents économiques soient correctes et que le taux d'intérêt nominal soit parfaitement flexible et s'ajuste instantanément au taux de hausse du niveau général des prix, de telle manière que la hausse des intérêts encaissés compense la perte subie sur le capital nominal. Alors le taux d'intérêt réel serait indépendant du taux d'inflation. Lorsque l'une de ces conditions n'est pas remplie, ce qui est presque toujours le cas, le taux d'intérêt réel est affecté par l'inflation.

Notre étude des transferts engendrés par l'inflation portera sur cette seconde catégorie d'actifs, formée de créances et de dettes, que nous appellerons par la suite « patrimoine financier ». Notre objet est de construire, pour la période 1971-1979, un tableau retraçant pour chaque secteur institutionnel les gains obtenus et les pertes subies du fait de l'appréciation ou de la dépréciation de son patrimoine financier sous l'effet de l'inflation. On mettra ainsi en évidence des transferts de revenu entre secteurs, transferts qui n'apparaissent pas dans les systèmes traditionnels de comptabilité nationale. Cette prise en compte des variations de la valeur réelle du patrimoine financier des agents économiques devrait permettre de corriger un certain nombre d'agrégats significatifs de la comptabilité nationale. En effet les mesures du revenu et de l'épargne des ménages que fournissent les comptes nationaux sont généralement biaisées à la hausse, parce qu'elles ne sont pas corrigées des effets de l'inflation, du fait précisément de la dépréciation des actifs financiers.

## **Le patrimoine national en 1979**

Le concept de patrimoine retenu par l'INSEE en comptabilité nationale repose sur la notion juridique de propriété ; il se définit comme l'état des avoirs (corporels, incorporels, créances) et des dettes à un instant donné. Le patrimoine de l'année 1979 s'entend comme celui au 31 décembre 1979. Il est constitué de valeurs marchandes accumulées et ne comprend, en principe, que des éléments ayant fait, ou susceptibles de faire l'objet de transactions. Il n'inclut donc ni le capital humain, ni le domaine public, ni les droits futurs à pension et retraite.

Les éléments financiers du patrimoine comprennent les éléments qui représentent un droit sur le patrimoine d'une autre unité et qui peuvent faire l'objet d'une présentation comptable symétrique. Le même élément financier figure donc simultanément à l'actif de l'unité titulaire de la

créance et au passif de celle à l'encontre de qui ce droit est détenu. Ainsi tout moyen de paiement étant considéré comme une créance pour celui qui le détient, il est traité comme une dette de l'organisme qui l'a émis.

Les comptes de patrimoine élaborés dans le cadre de la comptabilité nationale permettent d'estimer à 9 757,3 milliards de francs le patrimoine national net au 31 décembre 1979, soit quatre fois le produit intérieur brut de l'année 1979 <sup>(1)</sup>. Puisqu'il y a compensation des créances et des dettes entre les agents intérieurs, le patrimoine national ne comprend pas d'éléments financiers, à l'exception de la situation envers le reste du monde. Une petite moitié de ce patrimoine national non financier peut être qualifié d'« improductif » (44 % pour les habitations, 5 % pour les terrains non bâtis non agricoles) tandis que l'autre moitié comprend les terres agricoles, le cheptel, le matériel, les stocks et les actifs incorporels.

En dix ans la structure du patrimoine brut (actifs physiques auxquels on ajoute les actifs financiers) selon les catégories détentrices a quelque peu changé (tableau 1) ; la part des ménages a diminué (67 % en 1970 et 62 % en 1979), celle des sociétés financières (institutions de crédit) a augmenté.

#### 1. Répartition du patrimoine brut et net selon les secteurs résidents <sup>(1)</sup>

	Patrimoine brut (actifs physiques et financiers)			Patrimoine net (des dettes et du capital social)		
	1970	1975	1979	1970	1975	1979
Ménages .....	46	44	43	67	64	62
Sociétés et quasi-sociétés non financières .....	27	27	27	23	25	27
Institutions de crédit .....	16	19	20	2	3	3
Administrations .....	9	8	8	7	7	7
Assurances .....	2	2	2	1	1	1
Ensemble .....	100	100	100	100	100	100

Sources : INSEE, 1984.

(1) Dix ans de compte de patrimoines 1970-1979, INSEE, coll. C, n° 116, mars 1984.

Ces évolutions retracent davantage des mouvements de prix que des changements dans ces types d'actifs. Le patrimoine physique change peu, ne connaissant qu'une faible croissance en volume (en moyenne annuelle 2,2 % en volume et 12 % en valeur de 1970 à 1979), tandis que les actifs financiers détenus par les résidents augmentent à un rythme très supérieur (en moyenne annuelle 17,5 % en valeur de 1970 à 1979). Ces actifs financiers représentent 7 759,7 milliards au 31 décem-

(1) U.P. Milot, Le patrimoine en 1979, *Economie et Statistiques*, n° 196.

bre 1979. Les moyens de paiement (monnaie et dépôts monétaires) constituent 34,5 % du total, les instruments de placement (bons, obligations et actions) en forment 25,5 % et les crédits ouverts par les entreprises financières ou non financières, 37,6 %.

## Transferts de patrimoine entre secteurs

### Un mode d'estimation

Le patrimoine dont nous étudions ici la sensibilité à l'inflation comprend les catégories suivantes :

#### *A l'actif :*

- les disponibilités monétaires, regroupant les actifs les plus liquides : pièces, billets, dépôts à vue susceptibles d'être transférés par chèque ou virement (M) ;
- les placements : dépôts à terme, bons négociables (P).

#### *Au passif :*

- l'endettement à court et long terme (D).

Les actions ne sont pas prises en considération et les obligations feront l'objet d'un traitement séparé.

Nous utiliserons les séries de comptes de patrimoines établies par l'INSEE pour la période 1970-1979<sup>(2)</sup>.

Le calcul de la dépréciation annuelle des actifs et passifs monétaires due à l'inflation soulève le problème du choix de l'indice des prix pertinent dans la détermination de leurs valeurs réelles. On pourrait envisager d'utiliser un indice différent pour chaque catégorie d'agent, afin de rendre compte de la structure particulière de ses dépenses, mais, pour des raisons évidentes de simplicité et pour que les estimations sectorielles soient comparables, nous recourons à l'indice des prix à la consommation des ménages.

### Méthode de calcul

La méthode la plus couramment utilisée<sup>(3)</sup> pour calculer les transferts de patrimoine consiste à calculer pour chaque secteur sa position débitrice ou créancière nette et à lui appliquer un taux de hausse des prix :

$$T_i = - (M + P - D) i \quad (1)$$

où  $T_i$  représente la perte ou le gain dû à l'inflation selon que l'agent est créancier ou débiteur net et  $i$  le taux d'inflation.

---

(2) *Dix ans de comptes de patrimoine 1970-1979*, INSEE, Coll. C-116, 1984.

(3) Rapport sur les comptes de la nation de l'année 1983, juillet 1984.

Cette méthode présente deux inconvénients. En raisonnant sur la position nette de chaque agent, on s'interdit de connaître l'origine des transferts suivant les différents éléments du patrimoine liquide. D'autre part on néglige le fait que les intérêts reçus ou versés peuvent compenser au moins partiellement les effets de l'inflation. Pour tenir compte des versements d'intérêts, il convient de distinguer plusieurs éléments : un taux d'intérêt réel « normal »<sup>(4)</sup>, correspondant à la rémunération de l'immobilisation des fonds, un élément destiné à compenser l'inflation et enfin le prix de l'intermédiation financière, qui fait qu'un intérêt touché par le prêteur est plus ou moins inférieur à celui payé par le débiteur, obligeant à distinguer entre taux créditeur et taux débiteur.

La mesure des transferts utilisée ici est :

$$T_i = -Mi + P(r_c - i - \rho_c^n) - D(r_d - i - \rho_d^n) \quad (2)$$

où  $r_c$ ,  $r_n$  représentent les taux d'intérêt nominaux créanciers et débiteurs et  $\rho_c^n$ ,  $\rho_d^n$  les taux d'intérêts réels « normaux », créanciers et débiteurs.

L'expression  $r - i - \rho^n$  représente la différence entre le taux d'intérêt réel effectif et le taux « normal ».

Plusieurs cas peuvent être distingués :

a) Si le taux d'inflation est nul, les pertes et les gains sont aussi nuls puisque par définition  $r = \rho^n$  ;

b) Si le taux d'intérêt réel effectif est égal au taux « normal », la perte subie ne provient que de la détention d'encaisses monétaires et est égale à  $-Mi$  ;

c) Si les taux nominaux,  $r_c$  et  $r_d$ , sont égaux respectivement aux taux « normaux »,  $\rho_c^n$  et  $\rho_d^n$ , on retrouve l'expression (1). Mais, en période d'inflation, les premiers étant vraisemblablement supérieurs aux seconds, les évaluations habituelles surestiment les transferts dus à la hausse du niveau général des prix ; elles surestiment les pertes sur les placements et les gains sur l'endettement. Elles établissent ainsi une limite supérieure à ce que les transferts peuvent être ;

d) Dans le cas général, il nous faut prendre en compte la rémunération de l'activité bancaire que l'on suppose, par hypothèse, indépendante de l'inflation, et égale à la différence des taux débiteurs et créditeurs du secteur des institutions financières.

On aura ainsi :  $c = \rho_c^n - \rho_d^n$

Et l'expression (2) devient :

$$T_i = -Mi + P(r_c - i - \rho_c^n) - D(r_d - i - \rho_c^n - c) \quad (4)$$

Les taux « normaux » n'étant pas mesurables, nous serons amenés à faire des hypothèses sur leurs valeurs.

La mesure des transferts obtenue avec  $\rho^n = 0$  s'écrit ainsi :

$$T_i = -Mi + P(r_c - i) - D(r_d - i - c) \quad (5)$$

(4) En l'absence d'inflation, l'existence de ce taux « normal » est l'unique incitation à prêter pour le créancier. Pour le débiteur, il correspond au prix à payer pour la jouissance immédiate des fonds. L'hypothèse d'un taux de 2 % correspond au minimum historique observé au XIX<sup>e</sup> siècle en période d'absence prolongée d'inflation.

Cette hypothèse d'un taux « normal » nul peut être considérée comme fournissant une limite inférieure à l'évaluation des transferts.

### Deux remarques préliminaires

Avant de présenter les résultats, il convient de faire deux remarques :

#### *A propos des taux d'intérêt nominaux créanciers et débiteurs*

Les difficultés statistiques provenant de la variété des actifs concernés obligent à considérer seulement le rendement apparent *ex post* de l'ensemble des actifs financiers des différents agents en rapportant les flux annuels d'intérêts perçus (versés) à l'encours moyen des actifs ou de l'endettement au cours d'une même année. Nous donnons dans le tableau 2 notre estimation des taux apparents, créanciers et débiteurs, pour les ménages, les entreprises, les Institutions de crédit et les administrations publiques. Ces taux apparents sont beaucoup plus faibles que les taux moyens pour les emprunts nouveaux, car ils tiennent compte des niveaux des taux du passé, moins élevés qu'aujourd'hui.

### 2. Rendements et coûts apparents *ex post*

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Ménages :									
rc (*) .....	3,7	3,7	3,8	5,1	5,3	5,2	4,9	4,5	4,5
rd (*) .....	5,9	5,6	6,7	8,4	8,2	8,5	8,5	7,6	7,1
Entreprises :									
rc .....	3,6	3,1	5,5	6,8	5,8	7,2	8,1	8,2	8,5
rd .....	6,2	6	6,7	8	6,8	6,9	7	6,9	7,3
Institutions financières :									
rc <sup>(1)</sup> .....	4,2	4,1	5,3	7,3	6,2	6,2	6,4	6	6,5
rd .....	7,3	6,8	8,2	10,7	9,1	8,9	9	8,7	9,1
Administrations publiques :									
rc .....	3,9	4	5	5,4	4,8	5,3	5,8	5,3	4,2
rd .....	3,4	2,9	2,9	3,1	4,4	4,8	5,3	5,3	5,8

Sources : Calculs de l'auteur à partir des données INSEE.

(\*) rc : taux créanciers.

(\*) rd : taux débiteurs.

(1) Taux calculés en tenant compte de l'ensemble du passif de ce secteur, c'est-à-dire avec les disponibilités monétaires.

Pour les institutions financières la différence entre les taux débiteurs et les taux créditeurs, indiquant la rémunération de l'intermédiation bancaire, est la suivante (tableau 3) :

**3. Différence entre taux débiteurs  
et taux créditeurs apparents des institutions financières**

1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
3,1	2,7	2,9	3,4	2,9	2,7	2,6	2,7	2,6

Sans être constante, cette mesure du coût de l'intermédiation ne semble pas avoir varié avec l'inflation.

**La fiscalité**

Dans cette étude nous n'analyserons pas en détail les effets de la fiscalité du fait de la complexité des régimes s'appliquant aux revenus des différents actifs. Cependant, étant donné le caractère essentiellement nominaliste de notre système fiscal, il est certain que le prélèvement fiscal sur les revenus nominaux accentue les transferts en période d'inflation.

## **Transferts sur la monnaie et les crédits**

Du fait de la comptabilisation symétrique de ces composantes du patrimoine, les évaluations des transferts inflationnistes sur la monnaie et les crédits sont cohérentes et permettent des comparaisons entre secteurs.

**Les ménages**

Les ménages sont dans leur ensemble créanciers nets, puisque leur endettement ne dépasse jamais la moitié de leurs actifs monétaires. De 1971 à 1979 le rapport de l'endettement aux actifs financiers est constant (tableau 4). L'application de la formule (5) ci-dessus aux ménages nous donne une évaluation de leurs pertes. Rappelons qu'il s'agit d'une limite inférieure de leurs pertes, puisque nous avons fait l'hypothèse de taux d'intérêts réels « normaux » nuls (tableau 4). Si on calcule les transferts dans l'hypothèse d'un taux « normal » de rémunération des placements de 2 % (soit  $\rho_c^n = 2\%$ ), l'expression (4) nous donne alors une évaluation des pertes des ménages qui sont évidemment supérieures aux pertes calculées précédemment.

Les pertes des ménages sur leur patrimoine financier sont importantes et croissantes. Si l'on rapporte ces pertes au revenu disponible brut (RDB) on peut mesurer l'importance de la ponction effectuée annuellement par l'inflation. Le prélèvement qu'opère l'inflation sur le patrimoine financier des ménages passe de près de 2 % de leur RDB (revenu disponible brut) en début de période à 4 % en 1979, exception faite de l'année 1974, où il atteint 5,4 %.

## 4. Les ménages

## ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER

(Milliards de francs)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Disponibilités monétaires ...	181,8	205,7	230,9	255,6	289,1	323,3	351,6	385,2	428,5
Placements liquides et à terme .....	277,4	332,4	395,2	462,9	549,1	659,9	782,8	916,5	1 064,8
Endettement .....	199,8	245,6	296,3	339,6	385,4	453,1	541,8	640,6	767,3

ORIGINE DES GAINS ET PERTES DUS À L'INFLATION SUIVANT LE TYPE D'ACTIF  
avec un taux réel normal nul sur les placements et l'endettement

Disponibilités monétaires ...	- 10,9	- 14,2	- 19,6	- 38,9	- 27,8	- 32,1	- 31,7	- 37,4	- 50,6
Placements liquides et à terme .....	- 7,2	- 10,7	- 18,6	- 46,7	- 23,6	- 31	- 32	- 48,1	- 77,7
Endettement .....	+ 6,4	+ 9,6	+ 13,9	+ 34,6	+ 16,6	+ 18,6	+ 16,8	+ 30,8	+ 56
Total .....	- 11,7	- 15,3	- 24,3	- 51	- 34,8	- 44,5	- 46,9	- 54,7	- 72,3

## avec un taux réel normal de 2 % sur les placements et l'endettement

Disponibilités monétaires ...	- 10,9	- 14,2	- 19,6	- 38,9	- 27,8	- 32,1	- 31,7	- 37,4	- 50,6
Placements liquides et à terme .....	- 12,8	- 17,3	- 26,5	- 56	- 34,6	- 44,2	- 47,8	- 66	- 99
Endettement .....	+ 10,4	+ 14,5	+ 19,9	+ 41,4	+ 24,6	+ 27,6	+ 27,6	+ 43,6	+ 71,4
Total .....	- 13,3	- 17	- 26,2	- 53,5	- 37,8	- 48,7	- 51,9	- 59,8	- 78,2

Indice des prix à la consommation (variation de décembre à décembre) .....	6 %	6,9 %	8,5 %	15,2 %	9,6 %	9,9 %	9 %	9,7 %	11,8 %
--	-----	-------	-------	--------	-------	-------	-----	-------	--------

Les ménages sont gravement perdants sur leurs dépôts bancaires non rémunérés et si grande que soit l'importance des gains obtenus sur leur endettement, surtout pendant les années d'accélération de l'inflation, il y a perte nette dont le tableau 5 donne la mesure.

## 5. Pertes en pourcentage du RDB de l'ensemble des ménages

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Ponction effectuée sur le RDB (en pourcent) ..	1,9	2,2	3	5,4	3,2	3,6	3,4	3,4	4

L'origine des gains et pertes des ménages fait que la dispersion des pertes est bien plus grande que celle des gains sur leur endettement. Les pertes sur les dépôts non rémunérés, actifs détenus pour leur « service de liquidité », sont la chose la mieux partagée entre les Français. Sans doute cette dispersion des pertes les rend-t-elle peu perceptibles, indolores, tandis que l'évidence des gains sur l'endettement fait que nombre de ménages entretiennent l'espoir de gagner au jeu de l'inflation. Mais ces gains ne concernent que les ménages qui, grâce à des anticipations inflationnistes, ont décidé d'accroître leur patrimoine réel par endettement. Ce fut un puissant facteur de développement de l'immobilier, les ménages y trouvant un double avantage : le maintien de la valeur réelle de leur actif et l'amenuisement de leur passif réel.

### *Exemples stylisés de cas particuliers*

Quelques exemples simples permettent d'illustrer de façon approximative la diversité des conséquences de l'inflation sur les patrimoines des ménages.

Prenons d'abord le cas d'un ménage disposant au début de 1970 d'une épargne d'un montant de 300 000 F. Il a décidé, à cette date, d'acquérir à Paris un logement de cette valeur. Si le prix relatif du logement n'avait pas varié, en 1985 il vaudrait 1 119 000 F<sup>(5)</sup>. En réalité, ce logement vaut aujourd'hui environ 1 500 000 F<sup>(6)</sup>. Son gain nominal en capital (plus-value) est donc de 1 200 000 F. En termes réels et compte tenu de l'évolution du coût de la vie pendant la période, son gain évalué en francs 1985 est de 381 000 F. Il provient d'une hausse du prix relatif des logements par rapport au niveau général des prix. Encore faut-il ajouter à ce gain celui provenant de la jouissance du logement. Si l'on suppose que les loyers annuels sont calculés en moyenne sur la base de 4 % (nets de toute charge autre que d'amortissement) de la valeur du capital investi et augmentent au rythme de l'indice du coût de la vie, le cumul des gains en pouvoir d'achat de ce seul fait, évalué en francs 1985, serait sur toute la période de 671 400 F. Le gain total à la fois en capital et par l'usage du logement peut donc être évalué à 1 052 400 F. Ce calcul suppose un taux d'intérêt réel qui serait nul. Si le capital initial de 300 000 F avait été placé avec un taux d'intérêt réel « normal » de 2 %, qui est à déduire, il vaudrait en 1985 1 468 000 F au lieu de 1 500 000 F. Son gain effectif total, toujours évalué en francs 1985, ne serait plus « que » de 702 000 F.

Si le même ménage avait initialement investi son épargne en obligations à quinze ans<sup>(7)</sup>, conservées jusqu'à l'échéance, le gain nominal eût

---

(5) L'indice des prix à la consommation a augmenté de 373 % pendant cette période ; un capital de 300 000 F en 1970 a le pouvoir d'achat d'un capital de 1 119 000 F en 1985.

(6) Calculé à partir d'un indice du coût de l'immobilier collectif neuf à Paris.

(7) Pour effectuer les calculs, on suppose que les intérêts versés au détenteur d'obligations sont capitalisés au taux nominal d'émission. Ce mode de calcul minore le gain total du détenteur de l'obligation lorsque la hausse des prix est supérieure au taux d'intérêt initial. Mais il n'est pas non plus tenu compte de la fiscalité. On peut supposer que ces deux éléments se compensent au moins partiellement.

été de 792 750 F. Ce qui équivaut à une perte en termes réels de 26 250 F 1985 compte tenu de l'augmentation du coût de la vie. Évaluée par rapport à un taux d'intérêt réel normal de 2 %, sa perte s'élèverait à 376 000 F 1985.

Un même ménage qui aurait acquis le même logement à la même date mais avec seulement 100 000 F d'apport personnel — auxquels se seraient ajoutés 200 000 F empruntés pour quinze ans au taux de 9 % — réalise quant à lui un gain réel en capital de 360 000 F 1985. Pour un taux d'intérêt réel normal de 2 %, son gain en capital ne serait plus que de 243 000 F, auxquels s'ajouterait celui provenant de la jouissance de son logement, soit au total : 914 000 F au lieu de 702 000 F dans le premier cas. On constate que dans cette dernière hypothèse le ménage qui emprunte gagne davantage du fait de l'inflation, car il verse des annuités calculées sur la base d'un intérêt réel légèrement négatif au lieu de payer le taux réel « normal » de 2 %.

Le bouleversement introduit par la désinflation des années quatre-vingt peut être illustré par l'exemple d'un ménage acquérant un logement en 1982 avec un apport personnel de 300 000 F et un emprunt de 600 000 F sur quinze ans au taux de 15 %<sup>(8)</sup>. Supposons que le taux d'inflation moyen de la période 1982-1997 soit de 5 % et que l'indice des prix du logement progresse au même rythme — ce qui implique, contrairement au premier exemple, l'absence de gains spéculatifs réels sur les placements immobiliers. Dans ces conditions, la perte en capital enregistrée par le ménage est — évaluée en 1982 et en tenant compte d'un taux d'intérêt réel normal de 2 % — de 973 000 F. De cette perte, il faut retrancher le gain dû à l'utilisation du logement pendant quinze ans qui est de 540 000 F 1982. La perte nette peut alors être évaluée à 433 000 F.

### *Correction du taux d'épargne des ménages*

Si l'on corrige le taux d'épargne des ménages (épargnes brute/RDB) en retranchant de chacun des termes les pertes résultant en cours d'année de la dépréciation de leurs actifs liquides du fait de l'inflation<sup>(9)</sup>, on obtient les taux d'épargne brut et le taux ainsi corrigé représenté par le graphique 1.

Entre 1971 et 1974 les évolutions sont divergentes, le taux corrigé ayant jusqu'à la chute brutale de 1974 une tendance à la baisse qui n'apparaît pas autrement. L'année 1975 traduit un comportement de rattrapage et de reconstitution de la part de l'épargne dans le RDB. Après 1975 les évolutions, quoique parallèles, sont décalées et la réduction du taux d'épargne réel est plus importante en 1979. Encore

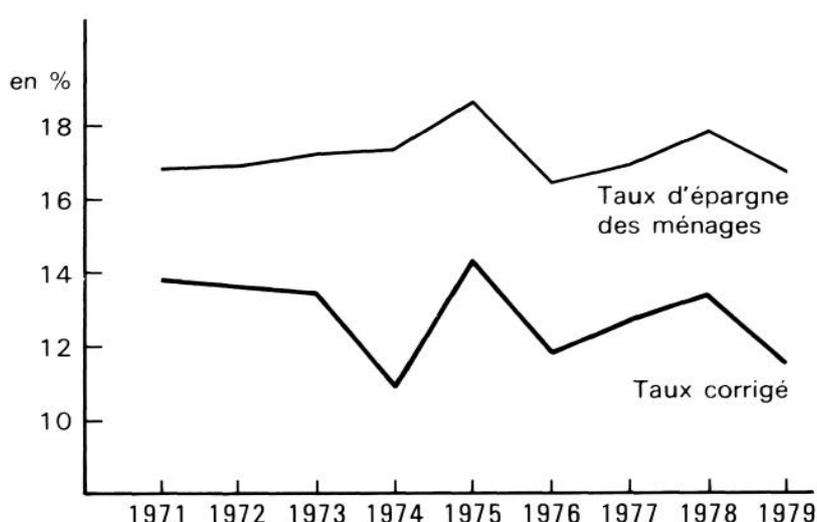
---

(8) Nous avons choisi un taux d'intérêt plus faible que le taux d'intérêt du marché qui était en 1982 supérieur à 17 % (taux communiqué par le Centre d'information et de documentation du Crédit foncier de France), pour tenir compte de la faculté de remboursement anticipé qu'ont les ménages et qui leur permettrait, le cas échéant, de bénéficier d'un taux d'intérêt moins élevé d'ici 1997.

(9) Les comptes nationaux intégrant les revenus et versements d'intérêt dans le calcul de l'épargne brute, nous devons seulement retrancher, à partir de (5) :

$$T = (-M - P + D) i + Dc$$

ne s'agit-il là que d'une correction partielle. Une analyse complète devrait prendre en compte les transferts résultant des éléments du patrimoine financier autres que liquides. Elle devrait aussi faire état des effets de la fiscalité. La charge des débiteurs peut être allégée dans certains cas : l'achat d'une résidence principale peut permettre, dans des conditions très précises, de déduire du revenu des intérêts versés, tandis que la perte des créanciers est renforcée par l'impôt, puisque les intérêts reçus sont entièrement soumis à l'impôt, même la part des intérêts qui, lorsqu'ils sont élevés, est censée compenser l'inflation. Les ménages étant créanciers nets, le caractère nominaliste de la fiscalité conduit donc à un renforcement du prélèvement dû à l'inflation.



Source : INSEE et correction de l'auteur.

## Les entreprises

Les effets de l'inflation sur les entreprises ont fait l'objet de nombreux travaux, l'accent étant mis sur le caractère artificiel de la comptabilité d'entreprise en périodes inflationnistes. L'inflation conduit à une sous-estimation des amortissements, puisque les immobilisations sont comptabilisées à leur coût historique et non au coût de remplacement. Elle fait donc apparaître des profits comptables sans réalité économique. De plus elle provoque une augmentation des besoins de fonds de roulement, donc des ressources à court terme acquises par un endettement supplémentaire. Enfin, même en l'absence d'indexation, les frais financiers sont, pour un volume indentique de dettes, alourdis. En sens inverse l'érosion monétaire allège le poids réel des remboursements d'emprunts et crée des plus-values sur les stocks. Il est donc difficile de faire une synthèse chiffrée des effets de l'inflation. Nous nous bornerons à isoler un effet particulier, jamais véritablement pris en compte, l'allègement du poids réel de la dette.

Les entreprises sont très largement débitrices nettes sur toute la période, comme le montre le tableau 6. Le rapport entre les engagements financiers et les actifs monétaires des sociétés est constant, le

total des dettes des entreprises représentant 2,6 fois environ leur actif monétaire.

Comme pour les ménages, l'expression (5) ci-dessus nous donne la limite inférieure des transferts concernant les entreprises.

### 6. Les sociétés et quasi-sociétés non financières

#### ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER

(Milliards de francs)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Disponibilités monétaires ...	58,4	68	77,2	88	102,9	110,2	118,2	132,4	146,9
Placements liquides et à terme .....	107	119	134,7	156,3	183,3	215,3	247	278,2	314,9
Endettement .....	417,5	475,5	545,8	644,2	751,2	858,2	980,3	1 086,4	1 180,5

#### ORIGINE DES GAINS ET PERTES DUS À L'INFLATION SUIVANT LE TYPE D'ACTIF avec un taux d'intérêt « normal » nul

Disponibilités monétaires ...	- 3,5	- 4,7	- 6,6	- 13,4	- 9,9	- 10,9	- 10,6	- 12,9	- 17,3
Placements liquides et à terme .....	- 2,5	- 4,5	- 4	- 13,1	- 7	- 5,8	- 2,1	- 4,2	- 10,5
Endettement .....	+ 12,1	+ 17,1	+ 25,7	+ 65,1	+ 42,8	+ 48,9	+ 45,1	+ 59,8	+ 83,3
Total .....	+ 6,1	+ 7,9	+ 15,1	+ 38,6	+ 25,9	+ 32,2	+ 32,4	+ 42,7	+ 56

#### avec un taux « normal » de 2 %

Disponibilités monétaires ...	- 3,5	- 4,7	- 6,6	- 13,4	- 9,9	- 10,9	- 10,6	- 12,9	- 17,3
Placements liquides et à terme .....	- 4,7	- 6,9	- 6,7	- 16,2	- 10,7	- 10,1	- 4,7	- 9,7	- 16,7
Endettement .....	+ 20,5	+ 26,6	+ 36,6	+ 77,9	+ 57,8	+ 66,1	+ 64,7	+ 81,5	+ 107,4
Total .....	+ 12,3	+ 15	+ 23,3	+ 48,3	+ 37,3	+ 45,1	+ 49,4	+ 58,9	+ 73,4

Indice des prix à la consommation (variation de décembre à décembre) .....	6 %	6,9 %	8,5 %	15,2 %	9,6 %	9,9 %	9,0 %	9,7 %	11,8 %
--	-----	-------	-------	--------	-------	-------	-------	-------	--------

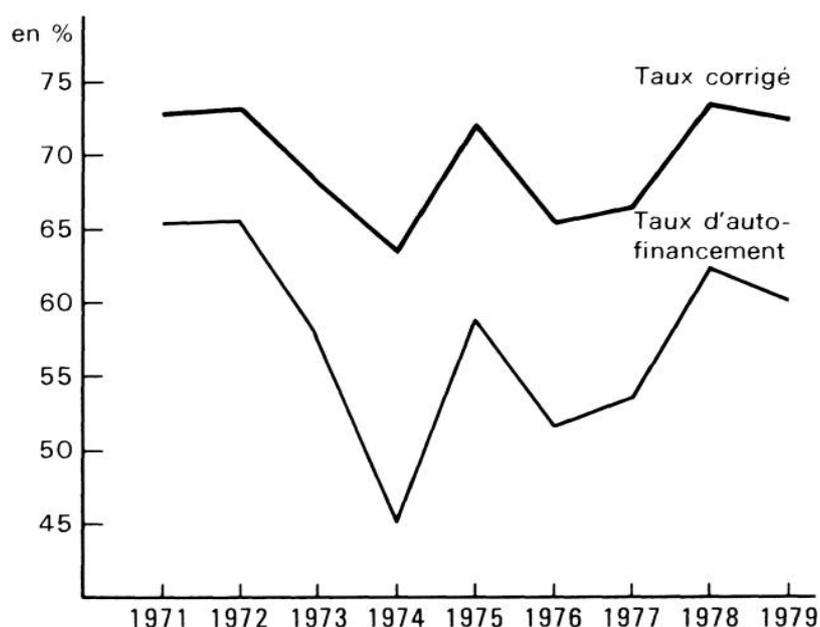
Avec l'accélération de l'inflation en 1974 les entreprises dans leur ensemble ont obtenu des gains très importants grâce à leur niveau élevé d'endettement. Leurs pertes ne sont pas tant liées à leurs placements, somme toute mieux rémunérés que ceux des ménages

(tableau 2), qu'à leurs dépôts à vue non rémunérés auprès des banques. Mais cela n'est évidemment pas vrai pour toutes les entreprises.

Grande est l'importance que pourraient prendre les variables patrimoniales dans l'explication du comportement des entreprises. Quel est le degré de sensibilité des entreprises à l'effet positif que constitue la dépréciation de leur dette avec l'inflation ? On a certes récemment confirmé économétriquement la prédominance de cet effet sur d'autres, tels que, par exemple, la diminution avec l'inflation de la valeur « économique » des amortissements fiscaux et donc l'accroissement du prélèvement fiscal. Mais cela n'apparaît que si l'on adopte une définition « patrimoniale » du profit prenant en compte la dépréciation de la dette <sup>(10)</sup>, <sup>(11)</sup>. Interpréter le comportement des entreprises implique donc que l'on détermine laquelle des deux mesures du profit — strictement comptable ou « patrimoniale » — est en pratique retenue par les entreprises. Sans doute cela dépend-il de la taille des entreprises.

Le tableau 6 présente en outre, comme pour les ménages, une évaluation des gains des entreprises dans le cas d'un taux d'intérêt réel « normal » de 2 %. Cette hypothèse, sans doute plus proche de la réalité, conduit à des gains largement supérieurs à ceux calculés avec un taux « normal » nul.

On peut, dans les mêmes conditions que pour les ménages, corriger partiellement le taux d'autofinancement des entreprises (rapport de l'épargne brute à la formation du capital) en tenant compte des gains dus au jeu de l'inflation sur les patrimoines financiers (graphique 2). Ce graphique montre une atténuation du profil heurté de ce rapport, l'amplitude de variation du taux corrigé ne dépassant pas 10 %.



2. Taux d'autofinancement des entreprises et taux corrigé des effets de l'inflation

Source : INSEE et correction de l'auteur.

(10) Th. Chauveau, L'inflation et les entreprises, *Revue Economique*, n° 5.

(11) Le régime fiscal des entreprises, qui permet la déduction des charges d'intérêt du profit comptable, conduit d'ailleurs à privilégier une telle conception.

Si la désinflation actuelle peut avoir un effet positif sur la consommation des ménages grâce à une augmentation des taux réels rémunérant leurs placements et une diminution de leurs pertes sur leurs actifs monétaires, elle peut avoir des conséquences défavorables sur l'activité des entreprises. Si l'on croit à une forte sensibilité des entreprises à la dévalorisation de leur dette en période d'inflation, inversement la désinflation peut entraîner un effet dépressif sur l'activité en raison du manque à gagner causé par une réduction non anticipée de l'inflation. Et les entreprises ayant contracté au cours de la période d'inflation des dettes à taux d'intérêt fixe élevé voient le poids réel de ces intérêts s'alourdir. La désinflation augmentant le poids relatif des frais financiers dans la valeur ajoutée dégagée par les entreprises peut conduire à un ralentissement de l'investissement.

### **Le secteur financier**

Considérer l'écart entre les taux débiteurs apparents et les taux créditeurs apparents comme la rémunération de l'activité bancaire revient à postuler la « neutralité » du système financier dans le processus des transferts inflationnistes. Ce secteur ne serait alors que l'intermédiaire dans la redistribution des gains du pouvoir d'achat des créditeurs vers les débiteurs, puisque les pertes enregistrées sur ses crédits compensent les gains sur son passif.

Une telle vision peut paraître excessivement favorable aux institutions de crédit, dont les taux débiteurs apparents sont en moyenne supérieurs de quelque 2,8 points aux taux créditeurs. Elle est cependant justifiée, dans la mesure où cet écart ne présente pas de liaison systématique avec l'évolution de l'inflation sur l'ensemble de la période.

On peut toutefois noter que la brutale accélération de l'inflation en 1974 a coïncidé avec un accroissement, temporaire mais marqué, de cet écart (3,4 %), considéré ici comme indicateur de la rémunération de l'intermédiation financière. Peut-être les institutions de crédit ont-elles, en cette occasion, profité de l'inflation pour obtenir une marge supérieure. Mais il convient de rappeler que la rémunération de l'intermédiation inclut, entre autres, le coût des immobilisations de ce secteur, et en particulier des provisions pour créances douteuses destinées à faire face à une dégradation de la clientèle débitrice <sup>(12)</sup>.

### **Les administrations publiques**

Le tableau 7 montre que l'administration est débitrice nette sur toute la période ; mais la prise en compte des participations, qui représentent une part non négligeable de ses créances, nuancerait sans doute ce résultat. Quoi qu'il en soit, l'inflation procure à l'administration des gains importants en pouvoir d'achat du fait de son endettement. On observe une certaine stabilité de ces gains à partir de 1973.

---

(12) La Commission de contrôle des banques note que le volume des provisions pour créances douteuses a sextuplé en francs constants de 1972 à 1981. Cf. *Note sur l'intermédiation bancaire*, Banque, janvier 1984.

## 7. Les administrations

## ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER

(Milliards de francs)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Disponibilités monétaires ...	28,4	36,7	45	44,8	44,7	47,5	56,7	79,7	98,8
Placements liquides et à terme .....	104,5	110,5	117,4	130	141	150,4	174,4	206,6	248,9
Endettement .....	217,7	230,6	238,6	251,6	294,9	349,7	398,1	461,3	525,8

ORIGINE DES GAINS ET PERTES DUS À L'INFLATION SUIVANT LE TYPE D'ACTIF  
avec un taux « normal » nul

Disponibilités monétaires ...	- 1,7	- 2,5	- 3,8	- 6,8	- 4,2	- 4,7	- 5,1	- 7,7	- 11,7
Placements liquides et à terme .....	- 2,2	- 3,2	- 4	- 12,7	- 6,7	- 6,9	- 5,6	- 9,2	- 19
Endettement .....	+ 12,4	+ 15,5	+ 20,3	+ 39	+ 23,9	+ 27,3	+ 25,1	+ 32,8	+ 45,2
Total .....	+ 8,5	+ 9,8	+ 12,5	+ 19,5	+ 13,2	+ 15,7	+ 14,4	+ 15,9	+ 14,5

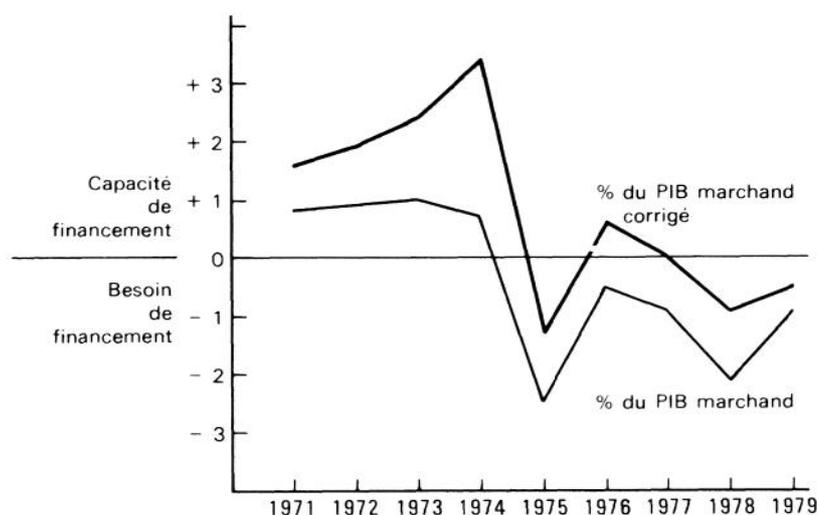
## avec un taux réel « normal » de 2 %

Disponibilités monétaires ...	- 1,7	- 2,5	- 3,8	- 6,8	- 4,2	- 4,7	- 5,1	- 7,7	- 11,7
Placements liquides et à terme .....	- 4,3	- 5,4	- 6,5	- 15,3	- 9,6	- 9,2	- 9,1	- 13,2	- 23,9
Endettement .....	+ 16,8	+ 20,1	+ 25,1	+ 44	+ 29,8	+ 34,3	+ 33	+ 42	+ 55,8
Total .....	+ 10,8	+ 12,2	+ 14,8	+ 21,9	+ 16	+ 20,4	+ 18,8	+ 21,1	+ 20,2

Indice des prix à la consommation (variation de décembre à décembre) .....	6 %	6,9 %	8,5 %	15,2 %	9,6 %	9,9 %	9,0 %	9,7 %	11,8 %
--	-----	-------	-------	--------	-------	-------	-------	-------	--------

En mettant en relation les besoins ou la capacité de financement de l'administration durant la période 1971-1979 avec les gains résultant de son endettement, on peut mieux apercevoir le rôle économique de l'endettement des administrations. Le graphique 3, retraçant l'évolution des capacités ou des besoins de financement de l'administration en pourcentage du PIB marchand corrigé, montre une forte atténuation du besoin de financement des administrations après 1974. Ce besoin disparaît même en 1976 et 1977, du fait des transferts inflationnistes. Sans doute peut-on alors conclure à un effet expansionniste du budget de l'Etat moindre que celui attendu sur la base des grandeurs nominales.

**3. Capacité et besoin de financement des administrations publiques en pourcentage du PIB avec et sans correction pour effets de l'inflation.**



Source : INSEE et correction de l'auteur.

## Transferts inflationnistes sur les obligations

Les actions et parts de sociétés, parce qu'elles représentent des droits réels, n'ont pas à être prises en considération dans cette étude. Certes les cours des actions sont le plus souvent loin de correspondre à un strict maintien du pouvoir d'achat de cette forme de patrimoine : tantôt ils s'élèvent plus que le niveau général des prix, procurant des plus-values réelles, tantôt ils s'élèvent moins ou même s'abaissent alors que les prix montent, faisant alors subir des pertes à leurs détenteurs<sup>(13)</sup>. Mais ces fluctuations des valeurs réelles sont dues à de multiples facteurs, parmi lesquels l'inflation n'intervient que faiblement.

Les obligations donnent lieu au contraire à des transferts de richesse du seul fait de l'inflation. Leur mesure est malaisée pour des raisons statistiques et comptables. Elle doit être différente selon que l'on considère les transferts opérés au cours d'une année, aux dépens ou à l'avantage de qui a acheté puis revendu des obligations en bourse, ou que l'on entend prendre en compte les pertes ou les gains subis par les détenteurs d'obligations considérées dans leur ensemble pendant toute la durée de vie des obligations, en faisant abstraction des ventes et achats qui au cours de cette période les ont fait passer de mains en mains.

La première de ces mesures concerne les plus ou moins values sur les stocks de titres évaluées à leur valeur marchande entre deux dates. Le transfert résulte alors de la différence existante entre le taux de rendement effectif (rapport entre l'intérêt perçu et le cours en bourse de l'obligation) et le taux d'inflation.

(13) J.M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, « *Les économies occidentales du XIX<sup>e</sup> siècle à nos jours* » planches V 16 et V 30 : cours des actions en monnaie constante.

Ce type de transferts n'affecte pas les émetteurs de ces titres. Ils ne concernent que l'actif des détenteurs et s'interprètent comme le gain ou la perte réalisés sur la détention pendant l'année considérée. Le tableau 8 en fournit une évaluation pour les principaux secteurs détenteurs, sur la période 1971-1979.

### 8. Evaluation des gains et pertes sur les patrimoines des détenteurs d'obligations

En milliards de francs

Détenteurs d'obligations				
Années	Sociétés	Institutions de crédits	Administrations publiques	Ménages
1971	+ 0,2	+ 0,7	+ 0,3	+ 1,7
1972	+ 0,1	+ 0,5	+ 0,2	+ 0,9
1973	- 0,1	- 0,5	- 0,2	- 0,7
1974	- 0,7	- 4,2	- 1,5	- 5,9
1975	+ 0,1	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,7
1976	0	- 0,3	- 0,1	- 0,3
1977	0	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,5
1978	0	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,3
1979	- 0,6	- 3,9	- 0,6	- 5,5

Source : INSEE, Comptes de patrimoine.

Les montants sont relativement faibles, puisqu'une bonne part de ces gains et pertes sont enregistrés à l'intérieur des secteurs, seul figurant ici le solde de la capitalisation boursière annuelle. Ils ne sont pas directement comparables aux résultats de la section précédente, mais confirment que les variations du cours des obligations accompagnent à peu près celles de l'inflation, sauf dans les phases d'accélération soudaine (1973-1974 et 1979) donnant lieu à des pertes.

La seconde méthode d'évaluation consiste à estimer les gains ou pertes des émetteurs — entreprises, institutions financières et administrations, principalement — sur la durée de vie de l'obligation. Ce transfert s'opère en faveur ou au détriment de l'ensemble des détenteurs, sans que l'on puisse l'affecter précisément. Le tableau 9 donne une estimation des transferts de cette nature sur le total des obligations émises par le secteur marchand entre 1960 et 1975, estimation pour laquelle on a supposé que, compte tenu des remboursements anticipés, l'échéance moyenne était de dix ans <sup>(14)</sup>.

Les montants ainsi estimés sont importants ; leur variabilité reflète les difficultés d'anticiper l'inflation sur longue période. Lorsque l'on tient compte d'un taux d'intérêt réel normal de 2 % à la charge des émetteurs d'obligations (4<sup>e</sup> ligne du tableau 9), il apparaît nettement que ces

(14) Ce calcul à partir de la valeur faciale des émissions et des taux de rendement nominaux pour chaque année suppose que les intérêts perçus sont capitalisés au taux d'émission de l'obligation d'une part, et néglige la fiscalité d'autre part. Compte tenu des approximations utilisées pour aboutir à ces ordres de grandeur, on peut supposer que ces deux éléments se compensent au moins partiellement.

### 9. Transferts totaux au profit des émetteurs d'obligations du secteur marchand

En milliards de francs courants

Année d'émission		1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Emissions .....		4,5	5,3	5,7	6,1	7,1	8,7	9,8	10,3	9,5	11,3	15,4	22,0	16,7	20,3	12,6	23,8
Taux d'intérêt à l'émission		6,7	6,6	6,4	6,25	6,4	7,1	7,5	7,5	7,6	8,4	8,8	8,7	8,1	9,2	11,5	11,1
Gains ou pertes à l'échéance (*)	$\rho_c^n = 0$	- 1,97	- 2,02	- 1,86	- 1,58	- 0,9	- 0,9	- 0,5	+ 0,9	+ 1,47	+ 1,21	+ 3,0	+ 8,61	+ 9,0	+ 5,0	- 5,26	- 10,1
	$\rho_c^n = 2\%$	- 0,6	- 0,3	- €	+ 0,4	+ 1,66	+ 2,48	+ 3,54	+ 5,32	+ 5,78	+ 6,51	+ 10,68	+ 20,27	+ 17,94	+ 15,64	+ 1,0	+ 1,42
Echéance moyenne .....		1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985

Sources : J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, « Les économies occidentales du XIX<sup>e</sup> siècle à nos jours », Planche V.7., 1985.

(\*) + = gains des émetteurs  
- = pertes des émetteurs.

### 10. Transferts totaux au profit des émetteurs d'obligations du secteur non-marchand (administrations publiques) <sup>(1)</sup>

En milliards de francs courants

Année d'émission		1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Emissions .....		0,02	0,24	0,18	3,8	2,3	2,2	3,0	2,9	1,6	1,4	2,1	2,9	3,4	8,4	1,5	8,3
Taux d'intérêt à l'émission		6,7	6,6	6,4	6,25	6,4	7,1	7,5	7,5	7,6	8,4	8,8	8,7	8,1	9,2	11,5	11,1
Gains ou pertes à l'échéance (*)	$\rho_c^n = 0$	- 0,01	- 0,09	- 0,06	- 1	- 0,3	- 0,2	- 0,14	+ 0,24	+ 0,25	+ 0,15	+ 0,4	+ 1,13	+ 1,8	+ 2,1	- 0,6	- 3,5
	$\rho_c^n = 2\%$	- €	- 0,01	- €	+ 0,3	+ 0,5	+ 0,6	+ 1,1	+ 1,5	+ 1	+ 0,8	+ 1,5	+ 2,7	+ 3,6	+ 6,5	+ 0,1	+ 0,5
Echéance moyenne .....		1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985

Sources : J.-M. Jeanneney et E. Barbier-Jeanneney, « Les économies occidentales du XIX<sup>e</sup> siècle à nos jours », Planche V.7., 1985.

(\*) + = gains des émetteurs  
- = pertes des émetteurs.

(1) Les données utilisées concernent l'ensemble des obligations du secteur non-marchand. Les évaluations, qui sont des ordres de grandeur, négligent la différence de nature des deux émissions indexées de 1973 (le « 4,5 % » et le « 7 % ») qui n'ont pas de valeur fixée à échéance. Elles sont ici traitées comme les autres émissions publiques.

derniers ont largement bénéficié de l'inflation à l'exception des trois premières années considérées. A partir de 1983 la transformation d'une perte en gain signifie simplement que les émetteurs d'obligations ont versé un taux d'intérêt réel positif, mais inférieur à 2 %. De 1967 à 1974 le taux d'intérêt réel a toujours été négatif. Après 1974 il redevient positif.

Si l'on considère qu'un taux de 2 % est la rémunération normale de l'immobilisation des fonds des prêteurs, les administrations publiques bénéficient elles aussi de transferts substantiels sur leur dette obligatoire pour la plupart des années (tableau 10). Ces transferts, comme du reste ceux qui se sont opérés au profit des émetteurs du secteur marchand, affectent les patrimoines des détenteurs, parmi lesquels se retrouvent, outre les ménages, nombre d'institutions financières, d'entreprises et l'administration elle-même, ce qui empêche l'évaluation de transferts nets par secteur.

## **Conclusion**

Les estimations présentées ici, bien qu'elles ne fournissent qu'une mesure approchée, montrent clairement que les transferts de patrimoine dus à l'inflation sont d'un ordre de grandeur non négligeable, comparés aux variables pertinentes dans l'analyse des comportements. En particulier, la correction des taux d'épargne et d'autofinancement qu'implique la prise en compte de ces transferts, est tout à fait significative.

L'ampleur des transferts au détriment des ménages et au profit des entreprises apparaît comme l'une des conséquences majeures de la forte inflation des années 1970. Ce phénomène s'explique sans doute par la coexistence, pendant cette période, d'une indexation généralisée des revenus et d'une vulnérabilité des patrimoines financiers. Il semble au contraire que l'on s'oriente aujourd'hui, avec la désinflation, vers une relative désindexation des revenus et de meilleures rémunérations et protections des placements financiers. Ces évolutions modifient considérablement les incitations à l'épargne et à l'endettement, et auront probablement des conséquences importantes sur les comportements des ménages et des entreprises.