



## L'inflation n'est pas la solution

Avril 2009

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

De plus, Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil.

Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site [www.dexia-am.com](http://www.dexia-am.com).

*Money does not perform. People do.*



Au cours des prochaines années, l'accroissement des déficits publics va conduire partout à **une hausse de l'endettement des Etats** à des rythmes rarement vus en temps de paix. Aux plans de relance décidés par de nombreux pays, tant développés qu'émergents, et à l'effet mécanique de la dégradation conjoncturelle sur l'équilibre des finances publiques, pourrait venir s'ajouter le **coût des sauvetages financiers**. Dans la zone euro, la dette publique devrait progresser d'au moins une dizaine de points de PIB d'ici fin 2010 et de plus du double aux Etats-Unis (graphique 1). Et, si la reprise économique est modeste, cette progression a toutes les chances de se poursuivre : **un rééquilibrage précoce des budgets risquerait de tuer dans l'œuf tout espoir de retour à une croissance plus soutenue**.

## *La tentation inflationniste*

Pour éviter d'être pris dans l'engrenage de l'endettement, les Etats ne risquent-ils pas d'être tentés de « faire » de l'inflation ? Cette solution classique s'appuie sur un raisonnement simple. Si, hors charges d'intérêt, les finances publiques sont équilibrées, **le poids de la dette publique évolue en fonction de l'écart entre croissance économique et taux d'intérêt**. La dette s'alourdit en effet du montant des intérêts qui se composent, mais s'allège « naturellement » avec la croissance économique (les revenus de l'Etat étant largement indexés sur cette dernière). **Le partage de cette croissance entre progrès de l'activité réelle et augmentation des prix est toutefois indifférent**. Si le taux d'intérêt moyen de la dette publique est de 5 %, le poids de celle-ci (rapporté au PIB ou aux recettes de l'Etat) s'allégera autant pour une croissance économique nominale de 10 %, que cette dernière se partage en 2 % de hausse des prix et 8 % de croissance réelle ou l'inverse. Un pays développé ne peut espérer soutenir une croissance réelle de 8 %, mais une dérive des prix à ce rythme pendant plusieurs années ne semble pas hors de portée. **Faute de pouvoir revenir rapidement à une croissance réelle suffisamment forte, les Etats pourraient, dès lors, céder à la tentation inflationniste**. Jacques Delpla, membre du Conseil d'analyse économique calculait ainsi récemment qu'« une inflation de l'ordre de 10 % à 15 % sur cinq ans permettrait de réduire le poids dans le PIB de la dette américaine de 40 % à 50 % »<sup>1</sup>.

**Certains vont même plus loin et considèrent que l'on est déjà passé de la tentation à la tentative**. La Réserve fédérale n'a-t-elle pas fait « marcher la planche à billets » à un rythme rarement vu, faisant presque tripler la taille de son bilan en un an ? Et elle a programmé pour les mois qui viennent l'achat de 2 500 milliards de créances titrisées qu'elle financera là encore par émission monétaire. Mieux même, en annonçant fin mars son intention d'acheter pour 300 milliards de dollars de titres du Trésor, ne vient-elle pas de s'engager franchement sur le chemin de la « monétisation » de la dette publique ? Avant de conclure que cette politique va conduire à une hausse de l'inflation, il faut pourtant y regarder à deux fois.

## *La mission des banques centrales : assurer la stabilité des prix*

D'abord, **il ne suffit pas qu'une banque centrale injecte des liquidités pour que l'inflation accélère**. Cette injection se traduit certes par une augmentation de la base monétaire – les réserves de monnaie banque centrale détenues par les banques commerciales –, il n'en résulte aucune accélération de la distribution de crédit (graphique 2). Dans ces conditions, ces injections de liquidité n'ont aucune chance de conduire, par elles-mêmes, à une demande accrue de biens et de services. Or, pour « faire de l'inflation » il faut non seulement que cette demande monte, mais aussi qu'elle dépasse les capacités de production de nos économies. **La montée rapide des taux de chômage comme l'accumulation par les entreprises de capacités excédentaires importantes rendent peu probables, à l'horizon de la fin de cette décennie, l'apparition de telles pressions inflationnistes**.

Ensuite, dans de nombreux pays – en Europe et aux Etats-Unis en particulier – **les banques centrales sont devenues indépendantes et ont pour mission d'assurer la stabilité des prix**. Si la Réserve fédérale a décidé d'acheter des titres du Trésor ou d'Agences, ce n'est pas dans l'espoir de voir l'inflation accélérer fortement – on peut sérieusement douter que Ben Bernanke (ou Jean-Claude Trichet) puisse même jamais souhaiter une inflation à 10 % ! – mais plutôt pour prévenir une spirale déflationniste : en faisant baisser les taux d'intérêt sans risque, en agissant aussi directement sur le niveau des taux hypothécaires, elle essaye seulement d'enrayer la baisse du marché immobilier et de stabiliser la croissance. **Si demain l'activité américaine devait repartir, si les ménages et les entreprises se remettaient à emprunter, il y a fort à parier que la Réserve fédérale reprendrait aussi rapidement qu'elle les a injectées les liquidités excédentaires** : elle ne renouvellerait pas ses opérations de prêts à court terme et revendrait les titres de dettes qu'elle a acquis. En même temps, elle engagerait aussi une remontée de ses taux d'intérêt. Certes, **la gestion de cette « période de transition » ne sera pas simple**, mais de son succès dépendra la préservation d'une crédibilité acquise au fil des décennies. A cet égard, les déclarations récentes de Jeffrey Lacker, président de la Réserve fédérale de Richmond, montrent, sans bien sûr présager du succès des politiques qui seront menées, que le dessein des Autorités n'est pas de raviver l'inflation : « Une telle hausse de la base monétaire ne peut durer indéfiniment sans finir par générer d'importantes pressions inflationnistes [...] choisir le bon moment pour retirer cette stimulation sera un défi et il sera très important d'éviter le risque d'attendre trop longtemps ». Et l'accord passé presque

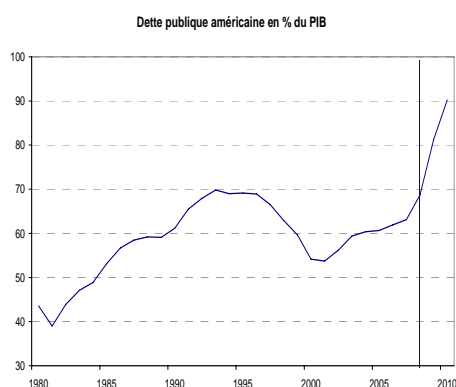
<sup>1</sup> Les Echos, 14 janvier 2009.

inaperçu le 23 mars dernier entre la Réserve fédérale et le Trésor est venu réaffirmer, à point nommé, l'indépendance de la banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire<sup>2</sup>.

## L'inflation n'est pas un bon remède

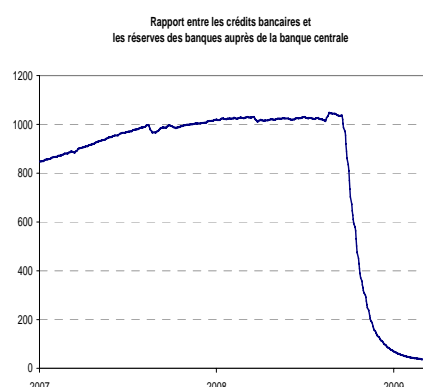
Bien sûr, un retour de l'inflation n'est pas impossible. Mais le cheminement qui pourrait y conduire aurait des conséquences beaucoup plus dévastatrices que ses avocats ne le supposent. **L'inflation ayant peu de chances de provenir d'une surchauffe de l'économie réelle, le seul vrai risque est celui d'une perte de confiance dans la valeur de la monnaie** – perte liée par exemple à la perception par les agents d'une monétisation excessive des dettes dans un contexte où la banque centrale aurait perdu son indépendance ou renoncé à son objectif de stabilité des prix. L'effondrement de la demande de monnaie provoquerait alors un choc inflationniste massif. Choisir de « faire » par ce biais de l'inflation serait toutefois suicidaire... **L'envolée de l'inflation s'accompagnerait d'une hausse brutale et forte des taux d'intérêt auxquels se financent les agents privés et la croissance serait vite étouffée. Le déficit public s'en trouverait immédiatement accru... en même temps que les conséquences économiques du ralentissement et de la montée de l'inflation aviveraient les tensions sociales.** Un retour de l'inflation est certes possible, le danger serait de penser qu'il offre aux Etats une issue paisible au problème de leur endettement...

Graphique 1 La dette publique s'envole



Source : FMI

Graphique 2: le crédit ne répond pas



Source : Thomson Datastream

*En temps normal, lorsque la banque centrale augmente les liquidités mises à disposition des banques commerciales, ces dernières peuvent augmenter leur distribution de crédit. D'où une croissance des dépôts et, avec eux, de la masse monétaire. C'est ce mécanisme que l'on a souvent à l'esprit lorsque l'on associe injections de liquidités par une banque centrale, création monétaire et inflation. Pour qu'il fonctionne il faut toutefois des circonstances « normales » : des agents ayant envie d'emprunter et des banques de prêter. Or, aujourd'hui ce sont les réserves excédentaires des institutions de dépôts (et non les réserves obligatoires) qui augmentent avec les injections de liquidité de la banque centrale : faute de pouvoir (ou de vouloir) distribuer des crédits, les banques préfèrent prêter « sans risque » à la banque centrale. D'où la baisse spectaculaire observée du rapport entre l'encours de crédit des banques et le total de leurs réserves auprès de la banque centrale.*

<sup>2</sup> In "The Role of the Federal Reserve in Preserving Financial and Monetary Stability Joint Statement by the Department of the Treasury and the Federal Reserve", Joint Press Release, Board of Governors of the Federal Reserve System and Department of the Treasury, 23 mars 2009.