

## Inflation en vue ?

### Trop de dettes : le défaut ou l'inflation permettrait de resolvabiliser les débiteurs

L'explosion des dettes depuis 10 ans est la donnée financière qui structure le plus les évolutions conjoncturelles à venir. On estime la dette totale mondiale à 240.000 milliards de dollars. Le levier financier global à l'échelle de la planète dépasse largement trois fois le PIB. La dette totale obligataire dépasse 100.000 milliards pour une durée de vie moyenne un peu inférieure à 7 ans. Les seules grandes banques centrales portent une dette de plus de 20.000 milliards de dollars, s'approchant de 40 % des produits intérieurs bruts cumulés des pays dont elles gèrent la monnaie. On comprend qu'une hausse sensible des taux d'intérêt produirait des effets récessifs très importants. Cette limitation aux initiatives des banques centrales rencontre une autre problématique : la valeur de la monnaie, c'est à dire l'inflation.

Quand les dettes sont excessives, les débiteurs se solvabilisent au détriment de leurs créanciers, surtout quand ce sont les États qui sont endettés. Le règlement est allégé soit par le défaut de remboursement (solution utilisée quatre fois par l'Allemagne au cours du XXe siècle), soit par l'inflation (la France a été l'un des champions de la formule) qui permet de rembourser « en monnaie de singe ». Dans le cycle actuel marqué par une réduction de la croissance potentielle mondiale et un niveau d'expansion constaté qui se cale entre 2,5 % et 3 %, la question du moment est l'inflation, le scénario d'amortissement des dettes le moins brutal.

### Malgré la hausse du baril, des taux d'inflation qui restent limités

Le retour des cours du baril de pétrole au-dessus de 50 dollars – il était passé en-deçà de 30 \$ il y a un an – permet d'afficher des dérives de prix en sensible progression un peu partout dans le monde. Cependant, avec par exemple une hausse (corrigée des variations saisonnières) de 3,3 % sur un an des prix de l'essence à la pompe aux États-Unis en novembre, les prix américains ont affiché une avance limitée à 1,7 % en un an. L'année 2016 s'est soldée sur un rythme d'inflation américain sensiblement inférieur, alors que la dérive des prix est très faible en zone euro (0,2 %), négative au Japon (-0,2 %) et limitée à 0,6 % au Royaume-Uni. En revanche, le renchérissement du pétrole permet une certaine normalisation dans les zones émergentes.

C'est sans doute en Chine que les effets pétroliers sont les plus marqués avec une hausse des prix industriels estimée à près de 5 % en décembre. La pression s'exerce toutefois pour les pays importateurs de produits chinois davantage que sur les prix internes toujours calés un peu au-dessus de 2 % de hausse malgré la bulle de crédit et d'immobilier.

## Les fondamentaux plafonnent l'inflation des pays développés, y compris dans l'Amérique du plein emploi

L'élection de Donald Trump semble toutefois avoir changé la donne. La mesure des anticipations est donnée par le point mort d'inflation observé sur les marchés financiers : l'inflation pendant cinq ans à partir d'une échéance à cinq ans (c'est à dire de 2021 à 2026) ou l'inflation à dix ans dans 10 ans. À cinq ans, pour l'inflation américaine, on est passé de 1,43 % à 2,12 %, ce qui constitue le niveau le plus haut depuis 2008. À 10 ans, on est passé de 1,5 % en août à pratiquement 2%

Ce qui ressort de cette constatation, c'est le niveau encore très faible de ces anticipations, comme de celles concernant la France ou l'Allemagne (1,7 % pour le 10 ans dans 10 ans) et a fortiori l'Italie (1,4 %).

Le programme du futur Président américain – comprenant une envolée des déficits publics et une hausse des pouvoirs d'achat – justifie ce revirement des anticipations d'inflation. Il a d'ailleurs eu un impact assez direct sur les taux obligataires. La situation de pratiquement plein emploi aux États-Unis conduit également à construire les scénarios de hausse de l'inflation, mais on est loin d'un engrenage sérieux : le salaire moyen américain est certes reparti à la hausse en décembre, mais il affiche un modeste +0,4%.

Les fondamentaux des économies confortent le sentiment qu'on est loin de retrouver de l'inflation. Le déflateur de consommation privée de la Réserve Fédérale est toujours inférieur aux 2 % qui sont l'objectif de tendance long terme de l'institut d'émission américain alors que les effets de pression sur les prix liés à la hausse du dollar ne jouent encore que faiblement. En Europe, avec un score attendu de 1,1 % à 1,4 % cette année, le patron de la BCE Mario Draghi s'est résolu à repousser à 2019 son objectif de 2 %. Au Japon, l'effet pétrole va permettre d'approcher 0,9 % cette année mais les pressions déflationnistes ne sont pas cassées et le consensus table sur une retombée en 2018. Même le Royaume Uni du Brexit ne paraît pas en mesure de tangenter 3 % d'inflation cette année ou l'année prochaine.

## Une conjoncture très durable de taux bas et une poursuite des arbitrages vers les actions

L'inflation apparaît aujourd'hui davantage comme un thème théorique d'économistes que comme une donnée qui peut bousculer les marchés financiers. Peut-être le changement de donne provoqué par la nouvelle administration américaine est-il sous-estimé. Selon certains économistes l'application du programme de M. Trump porterait l'inflation entre 4 et 5 % en 2018, pour un retour vers 3 % en 2020.

On doute que la gestion monétaire chercherait à lutter et favoriserait une hausse des taux d'intérêt très destructrice. Ce qui veut dire qu'on serait alors dans le scénario d'inflation réduisant le coût de la dette. Mais on est loin d'en être là et la première conclusion d'un tour du monde des inflations est la persistance de taux d'intérêt très bas, et même peut-être à nouveau en baisse à partir du printemps. La deuxième est que les arbitrages des obligations vers les actions ont toutes les raisons de se poursuivre. Ils répondent à la conjoncture de taux actuel et couvrent le risque d'un regain d'inflation qui viendrait de Washington.