

Déflation et trappe à liquidité : la BCE sur les traces de la Banque du Japon ?

Valérie LELIEVRE

Chercheur au BETA, membre de la Chaire EFNUM, Université Lorraine

Depuis 2015, la BCE s'est lancée dans une politique monétaire innovante, rejoignant en cela la Banque du Japon (BoJ) aux prises avec la déflation depuis vingt ans. Les gestions de ces deux banques centrales sont comparables : dans les politiques monétaires en tant que facteur de crise, dans leur relative inefficacité et dans les dangers qu'elles font courir aux banques et à la stabilité des marchés financiers.

I. A l'origine, une politique monétaire favorable aux bulles et à l'excès de dette

En zone euro, comme au Japon, l'origine de la (quasi)déflation réside dans un excès de dettes qui déclencha une grave crise bancaire ; le resserrement du crédit et la stratégie de désendettement des banques et des agents économiques qui suivit ont fait chuter la croissance et les prix, et conduit les banques centrales à partir « à la poursuite de l'inflation ».

A. Au Japon : crédit « facile et pas cher » et myopie des banques

L'origine de la déflation au Japon est à rechercher dans la crise bancaire des années 90 ; crise liée à l'éclatement d'une bulle immobilière et financière qui s'était constituée grâce à une politique monétaire ultra-accommodante : à la suite des Accords du Plaza¹ qui avaient abouti à un renchérissement du yen, la BoJ s'était lancée dans une politique très expansive pour augmenter la demande intérieure et contrebalancer la baisse des exportations. La baisse de son taux directeur entre 1986 et 1987 rendra le « crédit facile et pas cher » qui viendra alimenter l'inflation et les bulles.

Sous l'effet de cette politique, les banques avaient fait preuve de myopie : la distribution massive de crédits favorisait la croissance, poussait à la hausse les prix immobiliers, augmentait la richesse apparente des emprunteurs et conduisait les banques à relâcher leur vigilance. La BoJ fit elle aussi preuve de myopie au sens où elle est intervenue tardivement pour remonter son taux – et donc dégonfler la bulle – animée par sa volonté de soutenir la demande intérieure. A l'origine de la bulle, il y a donc une politique monétaire ultra-accommodante, une distribution laxiste du crédit et une spéculation immobilière et financière qui a profité de taux bas.

La crise éclatera avec le retournement de la politique de la BoJ en 1989 : le relèvement de son taux directeur rendra le crédit « plus cher et plus rare », fera éclater les bulles, dégradera les bilans bancaires et conduira à un nouveau tour de vis dans la distribution du crédit. La crise bancaire qui suivra, la lenteur des autorités à assainir le secteur bancaire et un assouplissement tardif de la politique monétaire feront entrer le Japon dans la déflation, et pour longtemps.

B. En zone euro : les PIGS victimes de la politique monétaire de la BCE

La situation quasi-déflationniste de la zone euro présente des origines communes avec celle du Japon. Au départ, une crise bancaire, celle des *subprimes* (2007-2008) qui a entraîné un effondrement des prêts interbancaires, puis bancaires. Contrairement au Japon, les

¹ Devant la hausse du dollar en 1984 et 1985, les Accords du Plaza (1985) signés par le G5 visaient à stabiliser les taux de change et permettre une appréciation des devises européennes et japonaise face au dollar.

gouvernements de la zone euro ont été prompts à réagir, adoptant des plans massifs d'aide aux banques² pour restaurer leur solvabilité. La BCE est quant à elle intervenue pour apporter aux banques toutes les liquidités dont elles avaient besoin, jouant ainsi son rôle de prêteur en dernier ressort. Sous l'effet des plans d'aide et des actions de la BCE, de nombreuses banques ont pu, dès septembre 2009, retourner sur les marchés pour lever des fonds, rembourser les aides publiques et renouer avec des bénéficiaires.

Mais à peine remises, elles subiront une autre crise, beaucoup plus violente, et que les autorités mettront du temps à gérer, du fait des désaccords entre Etats et de l'absence de mécanisme de gestion des crises au sein de l'UE³ : celle des dettes souveraines en zone euro. Au départ de cette crise, comme au Japon, un excès de dettes, publique en Grèce, privées dans les autres pays périphériques, les PIGS⁴. Si la politique de la BCE ne saurait être qualifiée de laxiste, contrairement à celle de la BoJ, elle a néanmoins permis aux banques périphériques de distribuer des crédits « faciles et pas chers », gonflant bulles et surendettement, et les fragilisant. Lorsque les bulles éclateront et que les débiteurs feront massivement défaut, la crise bancaire qui suivra contraindra les Etats à venir au secours de leurs banques, révélant les fragilités des PIGS et déclenchant des attaques spéculatives contre les dettes publiques, et avec elles, la crise des dettes souveraines en zone euro.

Comment expliquer qu'avec une BCE ayant hérité de la crédibilité de la Bundesbank dans la poursuite de son objectif de stabilité des prix, l'endettement public et privé ait atteint de tels niveaux ? C'est précisément cette crédibilité qui est en cause car elle a permis à la BCE de pratiquer des taux directeurs relativement bas. La faiblesse des taux, comparés à ceux d'avant l'euro et au niveau de l'inflation dans les PIGS, et l'accès à un marché élargi sur lequel le risque de change a disparu, ont permis aux PIGS de se financer plus largement : la Grèce s'est endettée de façon irresponsable et les banques périphériques ayant accès aux « liquidités faciles et pas chères » sur le marché interbancaire euro ont développé le crédit de manière effrénée. Quant à Chypre, son intégration à la zone euro a conféré à son système bancaire une crédibilité en termes de sécurité, alors que sa faible transparence⁵ a attiré les dépôts d'origine incertaine (notamment les dépôts « gris » russes) : les ressources abondantes dans les bilans bancaires, eu égard à la taille de l'économie chypriote, ont été recyclées sur « les marchés euro », essentiellement dans la dette grecque, publique et privée ; les banques chypriotes ne résisteront ni à la récession en Grèce, ni à la restructuration de sa dette souveraine en 2012. Comme au Japon, la politique monétaire et les banques sont donc à l'origine d'un excès de dettes, facteur de crise.

On pourrait reprocher à la BCE de n'avoir pas tenté de désamorcer les bulles, à l'instar de la BoJ à la fin des années 80 ; mais là où la BoJ aurait pu remonter plus tôt son taux directeur pour dégonfler la bulle, la BCE ne le pouvait pas : une remontée des taux aurait freiné les bulles et l'endettement dans les PIGS, mais elle aurait aussi freiné la croissance dans le reste de la zone euro ; compte tenu du manque de convergence des pays de la zone, freiner la croissance rapide des PIGS tirée par des bulles aurait pénalisé les pays du Nord de la zone.

Enfin, comme au Japon, les banques de la zone euro ont fait preuve de myopie à l'égard des bulles et des dettes. En Irlande et en Espagne, la vigilance des banques a été réduite par la croissance soutenue de l'économie tirée par le crédit et l'immobilier. S'agissant

² Décision adoptée par l'Eurogroupe à Bruxelles le 12 octobre 2008.

³ Lorsque la crise grecque éclate en 2010, le TFUE excluait toute solidarité au sein de l'UE (article 125). Il faudra attendre la création de mécanismes en 2010 et 2012 pour que cette solidarité soit intégrée.

⁴ Les PIGS : acronyme pour désigner les pays dits faibles de la zone euro, Portugal, Irlande, Grèce, Espagne ; auxquels il convient d'ajouter Chypre concernant la crise des dettes souveraines.

⁵ Son adhésion à l'UE en 2008 contraint Chypre à des obligations de transparence et d'échanges d'informations relatives aux comptes bancaires et investissements avec les pays de l'UE. Mais ces obligations ne s'appliquent pas aux déposants non européens, faisant de Chypre un paradis fiscal « blanc » (classification OCDE).

de la Grèce, les banques créancières ont fait preuve d'aveuglement face à la dette publique qui, même sous-évaluée, auraient dû les alerter : dès 2006, le FMI avait en effet émis des doutes sur la réalité des chiffres grecs. Or les marchés n'y ont pas été attentifs, ce que reflètent les faibles écarts de taux sur la dette grecque par rapport à celle de l'Allemagne (spread de taux), persuadés sans doute – et à tort⁶ – que l'appartenance à la zone euro était une protection contre le défaut souverain. Les banques créancières, en particulier celles du Nord de la zone, ont fait preuve de myopie à l'égard des dettes des PIGS : dès 1999, les déficits des transactions courantes des PIGS étaient connus ; or ils traduisent un excès de dettes de pays qui « vivent au-dessus de leurs moyens » et qui doivent être financés par l'extérieur. Pourtant, jusqu'en 2009, les marchés –et donc les banques créancières– n'y ont pas été attentifs ; l'annonce par le premier ministre grec de la réalité des chiffres en octobre 2009 leur fera prendre conscience des risques et déclenchera des attaques spéculatives contre la dette grecque, marquant le début de la crise des dettes souveraines.

Comme au Japon, à l'origine de la crise : une politique monétaire de taux bas dont les banques tirent profit pour développer en masse le crédit, un excès d'optimisme et une myopie des banques.

II. La réaction des banques centrales : « trop peu, trop tard » et la plongée dans la trappe à liquidité

La réaction des banques centrales face à la crise sera tardive, laissant ainsi s'installer des anticipations déflationnistes et l'économie plonger dans une trappe à liquidité.

A. La BoJ incapable de refermer la trappe à liquidité

Après l'éclatement de la bulle en 1990, la BoJ mettra plus d'un an avant de baisser son taux directeur. La baisse sera graduelle et il faudra quatre ans avant que son taux directeur avoisine zéro, là où la FED mit 18 mois lors la crise des *subprimes*. L'assouplissement tardif de la politique monétaire ne permettra de relancer ni le crédit ni l'inflation : les ménages et entreprises feront le choix du désendettement au détriment du crédit et les banques aux bilans truffés de créances douteuses feront le choix de la sécurité et de la liquidité, resserrant le crédit ; et la baisse des taux n'y changera rien.

Pour atteindre son objectif d'inflation (2%), la BoJ entrera dans « une politique de taux zéro » (1999 et 2006) et se lancera dans une politique quantitative⁷ (2001 et 2006) ; sans succès. Et vingt ans après la crise bancaire⁸, et malgré un vaste plan de sauvetage des banques en 2005, le Japon est toujours engluée dans la déflation, s'enfonçant de plus en plus dans une **trappe à liquidité**. La trappe à liquidité est la situation dans laquelle la politique monétaire devient inefficace pour relancer le crédit et l'inflation : avec des taux d'intérêt nominaux proches de zéro, l'inflation réelle ou anticipée devient très faible, voire négative, ce qui rend les taux d'intérêt réels trop élevés pour inciter au crédit, freinant le redémarrage de la croissance et de l'inflation. Lorsque les taux directeurs sont proches de zéro, la banque centrale n'a alors plus de marge de manœuvre, sauf à entrer en territoire négatif⁹ ou à mettre en œuvre des mesures innovantes. En 2013, la BoJ se lancera ainsi dans des mesures

⁶ Il s'agissait d'une croyance erronée dans la mesure où, jusqu'à la mise en œuvre de mécanismes de secours en 2010 (le FESF) et 2012 (le MES), le TFUE excluait toute solidarité entre les Etats membres (article 125).

⁷ Il s'agit de mettre en place un *quantitative easing* qui permet à la banque centrale d'apporter des liquidités aux marchés grâce au rachat d'actifs.

⁸ La crise bancaire, latente depuis l'éclatement des bulles, s'amplifiera avec la crise asiatique de 1997.

⁹ Il s'agit de fixer un taux négatif sur les dépôts des banques dans leur banque centrale pour inciter au crédit.

d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE¹⁰) pour injecter directement de la monnaie dans l'économie en intervenant sur le marché des titres¹¹ ; en 2016, elle élargira le QQE et entrera dans une politique de taux négatif : les dépôts des banques à la BoJ seront taxés pour les inciter à financer l'économie. Pour autant, l'inflation enregistre encore un résultat négatif en 2016.

L'incapacité à sortir de la trappe à liquidité malgré une politique monétaire ultra accommodante s'explique par des facteurs sur lesquels la BoJ a peu de prises : des anticipations déflationnistes ancrées depuis vingt ans, la faible évolution de la demande extérieure, le ralentissement de la Chine, partenaire commercial majeur du Japon et la prudence des banques dans un contexte de croissance économique atone.

B. La BCE et la quasi déflation

Comme la BoJ, la BCE a réagi trop peu et trop tard pour empêcher la zone euro de s'enfoncer dans une quasi-déflation à la japonaise. Lorsqu'éclate la crise des *subprimes*, la BCE jouera le rôle de prêteur en dernier ressort, mais comme la BoJ dans les années 90, elle mettra plus d'un an à baisser ses taux directeurs et attendra une seconde crise, celle des dettes souveraines, et plusieurs années avant que son principal taux n'atteigne zéro (en mars 2016). Et jusqu'en 2015 elle refusera le *quantitative easing* (QE) et stérilisera les liquidités : elle compensera à l'euro près ses injections par des reprises de liquidités¹². Il semble ainsi que de 2008 à 2014 les actions de la BCE aient été davantage motivées par la recherche de stabilité financière que par la volonté de relancer le crédit.

A partir de 2015, ses actions deviendront plus « activistes » et plus innovantes : elle se lancera à son tour dans le QE et dans des taux négatifs¹³ pour inciter les banques au crédit ; des mesures sans doute trop tardives pour casser les anticipations de faible inflation. Et malgré ses injections massives de liquidités et un taux directeur de plus en plus négatif¹⁴, le crédit peinera à redémarrer, les ménages et les entreprises étant réticents à s'endetter et les banques restant prudentes (elles placent encore 472 milliards d'euros sur les facilités de dépôts en mars 2017 traduisant leur frilosité) ; l'inflation en zone euro restera très en deçà de l'objectif des 2% (elle dépasse à peine 1% en 2016).

Depuis 2015, la politique de la BCE a ainsi rejoint celle de la BoJ dans le choix des mesures, dans leur ampleur et dans leur faible efficacité. Et comme la BoJ, la BCE se heurte à des éléments sur lesquels elle a peu de prise : les faibles perspectives de croissance et le niveau élevé du chômage pèsent sur le crédit ; le renforcement de la réglementation dans le cadre de Bâle 3 incite les banques à renforcer leurs fonds propres et leur liquidité au détriment de la distribution des financements ; la compression des prix et des salaires dans les PIGS à la suite des plans d'austérité et la faiblesse des prix des matières premières énergétiques et agricoles (comparé aux années 2010-2015) ; autant de facteurs qui empêchent la reprise de l'inflation.

III. Un environnement propice à l'inefficacité des politiques monétaires

¹⁰ QQE : *qualitative et quantitative easing*

¹¹ La BoJ annonce en avril 2013 qu'elle doublera la monnaie de base en circulation en inondant les marchés financiers et les banques de liquidités, qu'elle rallongera la maturité moyenne des titres qu'elle détient et qu'elle achètera des actifs plus diversifiés et plus risqués.

¹² Pour stériliser les liquidités, la BCE effectue parallèlement à ses apports des reprises de liquidités en blanc (dépôts à terme que constituent les banques dans leur banque centrale nationale) et des ventes de titres.

¹³ En juin 2014, le taux des facilités de dépôts devient négatif.

¹⁴ Le taux des facilités de dépôts est progressivement passé de -0.1% en juin 2014 à -0.4% en mars 2016.

En zone euro comme au Japon, le lien semble rompu entre la monnaie banque centrale injectée sur les marchés et la monnaie injectée dans l'économie. En d'autres termes, le multiplicateur ne fonctionne plus et les canaux de transmission de la politique monétaire semblent inefficaces.

A. Au Japon : la politique budgétaire supposée accompagner la politique monétaire manque de crédibilité

Au Japon, l'inefficacité s'explique par l'assainissement tardif du secteur bancaire après la crise qui a empêché le déverrouillage du crédit : la bulle éclate en 1990-91 entraînant des défaillances massives d'emprunteurs et dégradant les bilans des banques ; la crise asiatique de 1997 aggraverait encore la situation des banques ; pourtant, il faudra attendre 2005 pour qu'un vaste plan d'assainissement des banques soit adopté. On comprend alors que les banques aient peu réagi aux injections de liquidités de la BoJ et à la baisse des taux directeurs, leur bilan étant truffé de créances à risque. Et même après le plan de 2005, les banques resteront prudentes dans la distribution du crédit, préférant engranger des liquidités « faciles et pas chères » et les utiliser dans des actifs sans risques.

Les mesures de relance budgétaires mises en œuvre à de multiples reprises n'ont pas permis d'inverser la tendance : appliquées partiellement, de manière ponctuelle, dans des secteurs insuffisamment rentables et avec des revirements qui posent le problème de la crédibilité de la politique budgétaire – et donc de son effet sur les anticipations d'inflation –, elles n'ont pu enrayer le cercle vicieux de la déflation et ont conduit à une explosion de la dette souveraine, la plus élevée au monde (245% du PIB en 2017).

B. En zone euro : la marche forcée vers l'austérité réduit les effets de la politique monétaire

Alors qu'au Japon les politiques budgétaires étaient supposées favoriser la reprise, en zone euro, on assiste au contraire à des politiques budgétaires restrictives, y compris dans les pays dont les dettes n'ont pas été attaquées. La marche forcée vers la convergence et l'assainissement des finances publiques à partir de 2010 ont alimenté une dynamique désinflationniste. Qu'il s'agisse des mesures d'austérité imposées par la Troïka (BCE, Commission européenne et FMI) dans le cadre des plans d'aide (Grèce, Irlande, Portugal), du renforcement du Pacte de Stabilité¹⁵ ou encore du Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG) qui renforce la discipline budgétaire par l'introduction de la *règle d'or*¹⁶, tout concourt à comprimer la demande en zone euro, et donc l'inflation.

Cette politique de maîtrise des déficits couplée à la politique de la BCE peut être assimilée à une *policy mix* ; et dans le cas présent, la politique budgétaire restrictive a annulé en partie les effets de la politique expansive et du QE de la BCE, freiné la reprise de la croissance et, avec elle, celle de l'inflation. Les mesures d'austérité, ajoutées au niveau élevé du chômage dans plusieurs pays de la zone, ont développé chez les ménages et les entreprises une crise de confiance face à l'avenir, des comportements d'épargne et/ou de désendettement qui pèsent sur la consommation et l'investissement ; et là encore, la faiblesse des taux est peu efficace pour contrer ce cercle vicieux.

C. La globalisation financière réduit l'efficacité des politiques monétaires

¹⁵ Le Pacte de Stabilité a été renforcé par le *six pack* qui contraint les Etats à fournir un effort minimum de réduction de leur déficit structurel en limitant la progression des dépenses publiques.

¹⁶ La *règle d'or* contraint à l'équilibre structurel du budget des administrations publiques.

La perte d'efficacité des politiques monétaires est en partie imputable à la globalisation financière. Dans un système où les capitaux se déplacent rapidement sur des marchés globalisés, la détente de la politique monétaire n'aura pas les effets escomptés.

Alors que la BoJ se lançait dans le QE en 2013, la Fed annonçait qu'elle en sortait, laissant anticiper une hausse des rendements des marchés financiers américains ; les sorties de capitaux vers les Etats-Unis ont certes favorisé la baisse du yen et la compétitivité du Japon, mais elles ont aussi réduit la portée de la politique monétaire japonaise : les injections massives de liquidités de la BoJ ont ainsi alimenté en partie les marchés américains.

En zone euro, l'assouplissement de la politique de la BCE fin 2011 avait conduit à des injections massives de liquidités¹⁷ et à une baisse des taux sur les marchés euro. Or, une partie des liquidités est allée alimenter d'autres marchés, notamment interbancaires, hors zone euro. C'est particulièrement le cas de la Suisse, du Danemark ou encore de la Suède qui ont bénéficié d'un afflux de capitaux à la recherche de rendements (et de stabilité). Il en sera de même du QE à partir de 2015 : la baisse des rendements en zone euro, les taux négatifs sur le marché interbancaire et sur les dettes souveraines les mieux notées de la zone ont fait fuir les capitaux ; une partie des investisseurs ont donc vendu à la BCE des titres dans le cadre du QE et sont allés investir hors zone euro ; ces liquidités n'ont donc servi ni le financement de l'économie ni la reprise de l'inflation en zone euro.

Et tandis que la BCE se lançait dans le QE en 2015, la FED remontait son taux directeur ; la sortie progressive du QE et les hausses du taux de la FED en 2016 et 2017 ont augmenté les rendements aux Etats-Unis, réduisant la portée des mesures de la BCE : les mouvements de capitaux vers les marchés américains freinent le déblocage du crédit en zone euro dans un contexte de croissance molle. Toutefois, les sorties de capitaux de la zone euro font baisser l'euro et améliorent sa compétitivité à l'export : la FED fait ainsi en partie le travail de la BCE, du fait même de la globalisation des marchés financiers.

La globalisation financière limite ainsi la portée des mesures expansives des banques centrales¹⁸ et explique en partie les difficultés à relancer l'inflation en zone euro comme au Japon.

Conclusion : Y-a-t-il une « bonne banque centrale » ?

Si on compare les effets des politiques monétaires européenne et japonaise à ceux de la FED, on pourrait en conclure à une plus grande efficacité du QE aux Etats-Unis ; mis en œuvre de 2008 à 2013, il a en effet permis aux Etats-Unis de retrouver plus rapidement croissance et inflation. La FED serait-elle une « meilleure banque centrale » ? A l'évidence, la réponse est non. Certes, après chaque crise financière la FED réagit plus vite et plus fort que la BoJ ou la BCE, ce qui permet une reprise plus rapide. Mais les baisses rapides de taux directeurs et les injections de liquidités tous azimuts favorisent la résurgence des crises. Ainsi, après l'éclatement de la bulle internet en 2000, la FED a mis en place une politique ultra accommodante, faisant baisser les taux des crédits, favorisant le gonflement de la bulle immobilière et la distribution de crédits *subprimes*¹⁹ ; lorsque la FED durcira sa politique monétaire à partir de 2004, le crédit deviendra « plus rare et plus cher », la demande de crédit diminuera et la demande immobilière s'essoufflera, jusqu'à faire éclater la bulle fin 2006. En d'autres termes, sa gestion de la crise internet a posé les bases de la crise financière suivante. Et lorsqu'éclate la crise des *subprimes*, la FED la gère à l'identique : elle baisse ses taux très

¹⁷ Par deux opérations de refinancement à long terme en décembre 2011 et février 2012, la BCE a apporté aux banques 1000 milliards d'euros dans le cadre de prêts à trois ans.

¹⁸ V. Lelièvre : « la globalisation financière et ses crises ». Ellipses 2016

¹⁹ Crédits immobiliers accordés à des ménages à solvabilité fragile du fait des taux bas et qui se révéleront toxiques lorsque la FED remontera ses taux à partir de 2004.

rapidement, injecte des liquidités en masse et met en œuvre trois QE pour favoriser la reprise du crédit, alors même que l'excès de crédit était à l'origine de la crise. Depuis, avec la reprise de l'économie, les banques américaines ont « repris du risque », créant de nouvelles sources de fragilités : dans le secteur du pétrole de schiste, largement financé par les banques jusqu'en 2014 dans un contexte de pétrole cher, les faillites se multiplient ; les banques ont distribué en masse ce qu'on appelle déjà les « *subprime auto loans* » (prêts automobile à risque) dans un contexte de taux bas ; elles ont alimenté ce que certains qualifient de « bulle éducative » multipliant les prêts étudiants dans ce même contexte de taux bas et dont la qualité est liée à la solidité de la croissance et au niveau des taux, et donc à la politique de la FED. Autant de prêts à risque qui constituent une bombe à retardement née de la politique ultra accommodante de la FED.

D'où la question : y-a-t-il une « bonne banque centrale » ? En gérant une crise, la FED pose les bases de la crise suivante ; depuis vingt ans, la BoJ ne parvient pas à fermer la trappe à liquidité ; la BCE peine à relancer l'inflation et le crédit en zone euro malgré des injections de liquidités sans précédent. La recherche de l'inflation à tout prix est-elle encore un objectif pertinent dans un monde où les capitaux se déplacent très rapidement, réduisant les effets escomptés des politiques monétaires ultra-accommodantes, et où la mondialisation de l'économie et les pays à bas coûts permettent de contenir l'inflation ? Sous l'effet de ces politiques monétaires, les marchés financiers connaissent aujourd'hui des conditions historiques jamais vues, en terme de liquidité (ils en regorgent sous l'effet des QE des grandes banques centrales) et de rendements (très faibles voire négatifs sur de nombreux marchés) ; des conditions qui pèsent sur la rentabilité des banques et posent des problèmes pour l'avenir : lorsqu'elles accepteront de « reprendre du risque », elles feront bulles et surendettement, facteurs de nouvelle crise.