

## Politique monétaire

### BCE, BoJ, FED : pompiers et pyromanes

Revue de l'Union Européenne, N° 624, janvier 2019

Valérie Lelièvre, maître de conférences en sciences économiques

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

En partant à la recherche de l'inflation à tout prix ces dix dernières années, à coup d'injections massives de liquidités sur les marchés financiers, les grandes banques centrales des pays développés, au premier rang desquelles la BCE, la Banque du Japon (BoJ) et la FED, ont hypothéqué la stabilité financière future. Aux Etats-Unis, la politique monétaire ultra-accommodante fut la réponse de la FED à la crise financière de 2008 liée aux crédits immobiliers à risque, les subprimes ; en zone euro, la BCE la met en œuvre à partir de 2015 pour sortir la zone euro de la quasi-déflation dans laquelle l'a plongée un enchaînement de crises financières qui ont terrassé le secteur bancaire : la crise des subprimes « importée » des Etats-Unis, puis la crise des dettes souveraines des pays du sud de la zone euro ; enfin, au Japon, cette politique monétaire ultra-accommodante s'inscrit dans le cadre des Abenomics<sup>1</sup> mis en œuvre à partir de 2013 pour sortir le Japon de la déflation dans laquelle il est englué depuis plus de vingt ans à la suite de la crise financière de 1997. Ces politiques combinent injections massives de liquidités et taux directeurs historiquement bas, voire même négatifs<sup>2</sup> dans le cas du Japon et de la zone euro.

### I/ QE et QQE : un remède miracle ?

Au centre de ces politiques non conventionnelles et très expansives, le *quantitative easing* (QE) et le *quantitative et qualitative easing* (QQE) utilisés par les banques centrales dont les outils conventionnels ont échoué à restaurer la stabilité financière et/ou l'inflation, cette dernière constituant l'objectif central de politique monétaire<sup>3</sup>.

Dans le cadre d'une politique conventionnelle, une banque centrale intervient traditionnellement sur le marché interbancaire. Ainsi, en période de tensions sur la liquidité des banques, qui accompagnent toujours une crise financière, la banque centrale prêtera aux banques les liquidités qu'elles ne parviennent pas à emprunter sur ce marché faute de confiance. Le QE consiste à modifier la nature des interventions d'une banque centrale : elle interviendra directement sur le marché des obligations souveraines –et plus seulement sur le

<sup>1</sup> Abenomics, du nom du premier ministre Shinzo Abe, est une politique axée sur une politique budgétaire expansive, une politique monétaire ultra-accommodante et des réformes structurelles visant certains secteurs de l'économie ainsi que le marché du travail.

<sup>2</sup> Les taux directeurs négatifs sont ceux appliqués aux dépôts que constituent les banques auprès de leur banque centrale (à la BoJ s'agissant du Japon et dans les banques centrales nationales en zone euro) ; les banques voient ainsi taxés les excédents de liquidités qu'elles déposent dans leur banque centrale. La BCE et la BoJ entendent ainsi inciter les banques à utiliser leurs excédents de liquidités, notamment dans le financement de l'économie pour relancer l'inflation par le canal du crédit.

<sup>3</sup> Les trois grandes banques centrales visent un objectif d'inflation de 2% par an ; s'agissant de la FED, s'y ajoute un second objectif, le plein emploi.

marché interbancaire— pour acheter des titres à différents intervenants —et plus seulement aux banques—. Outre l’apport de liquidités à d’autres intervenants de marché que les banques, la banque centrale vise ainsi à soutenir les financements à l’économie en faisant baisser les taux obligataires<sup>4</sup>. Le *QQE* consiste à élargir la gamme des actifs achetés par la banque centrale : outre les titres souverains, elle pourra acquérir des titres d’entreprises, de collectivités, voire des actifs plus risqués comme le fait la BoJ (billets de trésorerie, fonds indiciaires cotés, actifs immobiliers...). En élargissant la gamme d’actifs qu’elle acquiert, la banque centrale inonde littéralement les marchés financiers de liquidités, ce que certains qualifient de « *helicopter money* ».

Le *QE* peut se comprendre en période de crise financière où ces injections de liquidités sont indispensables pour restaurer la stabilité des marchés financiers sans laquelle le financement de l’économie se bloque, et avec lui la croissance économique. Aussi, on peut comprendre que la FED se soit lancée dans le *QE* en 2008, après l’aggravation de la crise des subprimes suite à la faillite de la banque Lehmann Brothers, et qu’elle ait lancé un second *QE* en 2010<sup>5</sup>. On peut en revanche s’interroger sur le refus de la BoJ de le mettre en œuvre lors de la grave crise financière de 1997, crise à l’origine de la déflation des vingt dernières années, ou encore sur le refus de la BCE lors de la crise des subprimes et de la crise des dettes souveraines<sup>6</sup> en zone euro (2010–2012). Mais ce qui est difficilement compréhensible, c’est le fait que la BoJ et la BCE aient opté pour le *QE* puis le *QQE* indépendamment de tout contexte de crise financière : le *QE* de la BoJ de 2013 et son élargissement au *QQE* en 2016 interviennent en dehors de toute crise bancaire ou financière ; quant à la BCE, elle se lance dans *QE* en 2015 alors que la crise des dettes souveraines est réglée<sup>7</sup> et elle l’élargit à plusieurs reprises<sup>8</sup> alors que les marchés financiers sont stables et qu’ils montrent déjà des anomalies de fonctionnement<sup>9</sup>.

<sup>4</sup> Le rachat massif de titres obligataires par une banque centrale fait baisser les taux à long terme, ce qui réduit le coût du financement des emprunteurs. En rendant ces actifs moins rentables pour les banques, la baisse des taux devrait en théorie les inciter à se tourner vers d’autres actifs, tels les titres d’entreprises et les crédits, favorisant ainsi le financement à l’économie.

<sup>5</sup> Le troisième *QE* de 2012 pose davantage question au sens où il intervient dans un contexte de relative stabilité des marchés.

<sup>6</sup> La BCE jouera le rôle de prêteur en dernier ressort en apportant aux banques les liquidités dont elles ont besoin par différentes opérations de prêts mais refusera jusqu’en 2015 le *QE* : la BCE stérilisera (compensera à l’euro près) intégralement les liquidités injectées en vendant parallèlement des actifs souverains qu’elle détient.

<sup>7</sup> On peut considérer que la crise des dettes souveraines en zone euro s’est réglée avec la restructuration de la dette grecque de février 2012 et avec la création en 2013 du mécanisme de secours permanent, le Mécanisme Européen de Stabilité (MES).

<sup>8</sup> En janvier 2015, la BCE annonce qu’elle injectera (par rachat d’actifs souverains) sur les marchés 60 milliards d’euros par mois entre mars 2015 et septembre 2016 ; fin 2015, les pressions déflationnistes la conduiront à prolonger le programme jusqu’en mars 2017 « voire au-delà si nécessaire » et à élargir le programme de rachat d’actifs aux titres de dettes des collectivités locales et régionales. En mars 2016, elle élargira encore le *QE*, aux titres d’entreprises bien notées, faisant ainsi passer les rachats à 80 milliards d’euros par mois.

<sup>9</sup> Les dettes souveraines des Etats les mieux notés de la zone euro sont assortis de taux négatifs, traduisant le fait que les investisseurs paient pour prêter à ces Etats les plus sûrs de la zone ; quant à la courbe des taux qui relie le taux d’intérêt à l’échéance d’un titre, et qui est « normalement » croissante, elle a subi un fort aplatissement du fait des injections massives de liquidités sur le marché obligataire par la banque centrale conduisant à un effondrement des rendements à long terme et à une sous-évaluation manifeste du risque relatif à certains emprunteurs.

Si la FED a entamé la réduction de la taille de son bilan fin 2017<sup>10</sup>, après l'avoir multiplié par cinq sous l'effet des rachats massifs de titres en tout genre<sup>11</sup>, en 2018 la BoJ et la BCE y recourent toujours, même si la BCE a réduit le volume de ses rachats à 30 milliards d'euros par mois depuis janvier 2018. Or, la poursuite du *QE* dans un contexte de taux historiquement bas, voire négatifs pour certains emprunteurs, hors crise financière, fait courir de nombreux risques à la stabilité financière future.

## II/ Les banques centrales ont posé les bases de la prochaine crise financière

Alors que la FED met fin au *QE* en 2013, se contentant de renouveler les achats de titres parvenus à échéance, puis remonte ses taux directeurs<sup>12</sup> fin 2015 pour freiner la reprise de l'inflation, la BoJ entre dans une politique ultra-accommodante en 2013, qu'elle élargit en 2016 avec pour objectif de sortir le Japon de la déflation. La BCE quant à elle se lance à la poursuite de l'inflation grâce au *QE* en 2015, l'inflation en zone euro ayant atteint son plus bas niveau à la suite de la crise des dettes souveraines, très loin de la cible des 2%. Cette recherche de l'inflation à tout prix s'inscrit dans le contexte d'une croissance économique atone, la situation de la zone euro faisant craindre un scénario déflationniste « à la japonaise ».

Au Japon, après cinq années d'une expansion monétaire faramineuse, l'inflation n'est toujours pas au rendez-vous<sup>13</sup> et la croissance reste modérée eu égard aux liquidités injectées. En zone euro, après plus de trois ans de *QE*, l'inflation reste faible et même si l'année 2017 fait ressortir une inflation à 1.9% proche de l'objectif visé, l'inflation sous-jacente (hors énergie, produits alimentaires, tabacs et alcools, c'est-à-dire hors produits volatils) reste en dessous des 1% pour 2017 ; un chiffre qui recouvre par ailleurs des réalités très divergentes selon les pays de la zone, certains étant en « vraie déflation » (Chypre), d'autres en forte inflation (Lituanie, Estonie).

Si les effets sur l'inflation de ces politiques ultra-accommodantes restent limités, elles ont en revanche atteint le résultat recherché en termes de baisse des taux, tant sur les crédits, que sur les marchés financiers<sup>14</sup>. Les taux directeurs négatifs et les injections massives de liquidités par la BoJ et la BCE étant intervenues dans un contexte où la FED cessait ses rachats (fin 2013, hors renouvellement) puis remontait ses taux, ils ont abouti à des sorties de capitaux, en particulier vers les marchés américains à la recherche de rendements plus attractifs<sup>15</sup>. Outre que ces mouvements de capitaux ont réduit l'efficacité des politiques

<sup>10</sup> En septembre 2017, la FED annonce une réduction de la taille de son bilan de 10 milliards de dollars par mois à compter du mois suivant ; pour cela, elle cessera de renouveler les titres du Trésor américain qu'elle détient et qui parviennent à échéance. Le rythme de la réduction devrait s'accélérer tous les trimestres pour parvenir à 50 milliards de dollars par mois (sauf en cas de choc).

<sup>11</sup> La FED a acheté des titres du Trésor américain, des obligations des deux géants du refinancement immobilier Freddie Mac et Fannie Mae et des actifs de titrisation de créances immobilières.

<sup>12</sup> Entre décembre 2015 et juin 2018, la FED a remonté sept fois son taux directeur.

<sup>13</sup> Pour l'exercice 2017-2018 qui se termine au 31 mars 2018, la BoJ anticipe une inflation de 0.7%, et de 1.1% pour l'année 2018-2019 ; la croissance anticipée pour ces années est respectivement de 1.5% et 1.4%.

<sup>14</sup> L'objectif des banques centrales était de détendre les conditions de financement des entreprises, compenser l'insuffisance du crédit bancaire et inciter les banques à aller vers d'autres classes d'actifs pour favoriser le financement de l'économie indispensable à la reprise de l'inflation.

<sup>15</sup> Sur les effets négatifs de la globalisation financière sur l'efficacité des politiques monétaires, cf. « déflation et trappe à liquidité : la BCE sur les traces de la BoJ », V. LELIEVRE, Revue de l'UE n° 611, 2017, Dalloz.

expansives, ils ont également conduit à une dépréciation de l'euro et du yen. Or, l'effondrement des rendements financiers au Japon et en zone euro, ajouté à la baisse du yen et de l'euro face au dollar, fait naître plusieurs risques qui hypothèquent la stabilité financière future.

#### **A/ Un risque de guerre des monnaies**

Parmi les risques, celui de voir ressurgir une guerre des monnaies versus guerre commerciale. On parle de guerre des monnaies quand il y a une course à la dépréciation des monnaies à la seule fin de gagner en compétitivité pour dynamiser les exportations, reportant ainsi les difficultés économiques sur les autres pays. Lorsque le Japon lance son *QE* en 2013, la Corée, qui craint la chute du yen, assouplit sa politique monétaire pour faire baisser sa monnaie et rester compétitive ; elle sera suivie par plusieurs pays d'Asie du sud-est. On aboutit alors à une surenchère dans le caractère expansif des politiques monétaires à des seules fins commerciales. En zone euro, l'assouplissement de la politique de la BCE en 2013 sera suivi par les banques centrales suisse, danoise<sup>16</sup> et suédoise qui redoutent une trop forte hausse de leur monnaie face à l'euro. Et lorsque la BCE lance le *QE* en 2015, les banques centrales danoise et suédoise assoupliront encore leur politique monétaire.

Cette forme de guerre des monnaies constitue une forme de guerre commerciale. Elle nuit au commerce mondial en créant un climat d'incertitude pour les entreprises qui travaillent à l'export et elle mène à une surenchère dans le caractère expansif des politiques monétaires, générateur de crise financière future. Et elle n'est sans doute pas sans lien avec les mesures protectionnistes et avec la guerre commerciale entreprises par l'administration Trump.

#### **B/ Un danger pour le *business model* des banques**

Le deuxième risque est lié à la rentabilité des intermédiaires financiers, en particulier des banques et des assureurs. Les injections massives de liquidités et les taux négatifs de la BoJ et de la BCE ont abouti à une situation historique jamais vue où les taux d'intérêt sont négatifs sur le marché interbancaire<sup>17</sup> et sur le marché des dettes souveraines. Et même si en 2018 ces taux négatifs perdent du terrain, ils traduisent un non-sens économique : les investisseurs payent pour prêter aux emprunteurs les mieux notés (Suisse, Allemagne, France, Japon). Or cette situation pèse sur la rentabilité des banques et peut les conduire à une prise de risques excessive pour rechercher de meilleurs rendements en finançant des investissements spéculatifs et hasardeux générateurs d'instabilité future. En outre, la remontée des taux (et donc la chute des cours) qui accompagnera la normalisation de la politique monétaire se soldera par des pertes en capital pour les banques et assureurs qui détiennent ces titres. Les taux négatifs pèsent donc sur la rentabilité présente des banques et présentent des risques pour leur solvabilité future.

---

<sup>16</sup> Notons ici que le Danemark est contraint de suivre la politique monétaire de la BCE du fait de son adhésion au mécanisme de change européen qui limite les fluctuations de sa monnaie face à l'euro.

<sup>17</sup> Marché sur lequel les banques se prêtent entre elles des liquidités et sur lequel les banques centrales exercent leur politique monétaire. En zone euro, l'EONIA et les taux EURIBOR (y compris à un an) sont encore négatifs en juillet 2018.

### **C/ Un danger pour les Etats**

Les politiques monétaires ultra-accommodantes font également courir un risque aux Etats. Avec le *QE*, les taux sur les dettes souveraines se sont effondrés ; le Japon et les Etats les mieux notés de la zone euro se financent depuis plusieurs années à des taux historiquement faibles<sup>18</sup>. Lorsque les banques centrales réduiront leurs injections de liquidités, les taux remonteront et grèveront les finances publiques. Or, au Japon, du fait d'une croissance très faible et de politiques budgétaires de « relance perpétuelle » depuis près de vingt-cinq ans, la dette souveraine atteint 250% du PIB en 2018, un record mondial pour les pays développés. En zone euro la remontée des taux rendra difficile le respect des règles européennes qui ont été renforcées en 2011 et 2012 en réponse à la crise des dettes souveraines ; le *Six Pack*, qui contraint les Etats membres à réduire leur dette et leur déficit structurel en limitant la progression des dépenses publiques, et le *Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance*, qui introduit la *règle d'or* visant à renforcer la discipline budgétaire, contraindront sans doute les Etats les plus endettés à des mesures d'austérité aux effets récessifs ; rappelons que la Commission s'inquiète déjà de la situation de certaines dettes<sup>19</sup>, en particulier celle de l'Italie, et que fin 2017 elle a épinglé plusieurs pays<sup>20</sup> pour « risque de non-conformité avec les règles européennes ».

La remontée des taux qui accompagnera la réduction des *QE* alourdira la charge de la dette publique, rendra difficile le respect des règles européennes pour certains Etats déjà lourdement endettés et risque de conduire à une fuite en avant dans l'endettement du Japon. Certaines dettes risquent de ne pas y résister et de soulever la question de leur soutenabilité.

### **D/ Un risque lié au gonflement des bulles**

Les liquidités injectées par les banques centrales se sont concentrées sur les marchés financiers et y ont fait gonfler des bulles obligataires. Celles-ci se caractérisent par une flambée des cours des obligations et une chute des taux à un niveau tel qu'ils ne reflètent plus le risque réel de l'emprunteur –pour preuve, les taux négatifs sur certaines dettes publiques–. Parce que la BoJ et la BCE ont acheté massivement des obligations, essentiellement des titres souverains, leurs cours se sont envolés ; et parce que leurs achats se poursuivent, les bulles continuent de gonfler. S'agissant du Japon, s'y ajoute une bulle sur le marché actions qui a commencé à gonfler en 2013 en grande partie sous l'effet du *QE* : en janvier 2018, le Nikkei, indice phare de la bourse de Tokyo, a atteint son niveau le plus élevé depuis vingt-sept ans, c'est-à-dire depuis l'éclatement de la bulle financière japonaise de 1991. Ces bulles n'ont pu se constituer que grâce aux *QE* et *QQE* des banques centrales.

Lorsque les banques centrales sortiront du *QE* et resserreront leur politique monétaire, la demande de titres baissera, faisant chuter les cours, monter les taux et éclater les bulles. Et avec l'éclatement de la bulle surviendra une nouvelle crise financière dont les banques seront les premières victimes, puisque très exposées sur ces titres ; les Etats en seront les secondes victimes du fait de la flambée du coût de leur dette –hausse des taux obligataires– et du

<sup>18</sup> La France s'est ainsi financée à un taux moyen de 0.37% en 2016 et de 0.67% en 2017. Les prévisions de taux moyen de l'Agence France Trésor pour 2018 sont de 1.85%, soit 2.5 fois le taux de 2017.

<sup>19</sup> La dette souveraine italienne est plombée par les incertitudes politiques et par la fragilité du système bancaire.

<sup>20</sup> Il s'agissait de l'Italie, la Belgique, le Portugal, l'Autriche, la Slovénie et la France. En mai 2018, la commission européenne a demandé la fin de la procédure de déficit excessif pour la France.

ralentissement de la croissance sous l'effet de l'effondrement de la distribution des crédits, les banques réagissant toujours à une crise financière par un durcissement des conditions du financement.

### **E/ Un risque lié à l'excès de dettes**

Ces politiques très expansives de la FED depuis 2008, de la BoJ depuis 2013 et de la BCE depuis 2015, visaient à relancer l'inflation par le canal du financement à l'économie, en particulier par le crédit. C'est pour cette raison que les taux directeurs ont été fortement abaissés, les banques centrales escomptant que les banques le répercutent sur les taux des crédits. Or, si cette baisse est suivie d'effet, elle conduit nécessairement à une hausse de l'endettement des agents économiques, un endettement à l'origine de la plupart des crises financières du vingt-et-unième siècle : la crise internet de 2001 est liée à la défaillance massive de sociétés technologiques qui s'étaient lourdement endettées au milieu des années 90 dans une période de faibles taux de la FED et qui n'avaient pas résisté au retournement de la politique monétaire à partir de 1999 ; la crise des subprimes trouve ses origines dans la défaillance massive de ménages américains qui avaient contracté des crédits immobiliers au début des années 2000, dans une phase d'assouplissement monétaire, et qui feront massivement défaut à partir de 2006 sous l'effet de la remontée des taux de la FED ; quant à la crise des dettes souveraines en zone euro, elle est due à un excès de dettes des Etats du Sud de la zone qui ont profité de conditions de financement avantageuses du fait de leur intégration à la zone euro.

Or, la gestion par la FED de la crise des subprimes – elle lance trois *QE* et descend son taux directeur à zéro – a favorisé « le crédit facile et pas cher » au point de faire gonfler des « bulles de dettes » qui ne demandent qu'à éclater : une « *bulle de schiste* » liée à l'excès de dettes des entreprises du secteur du pétrole de schiste qui se sont lourdement endettées dans les années 2009-2013, quand le pétrole était cher et le crédit bon marché, et dans lequel se multiplient les faillites depuis 2014 sous l'effet de la chute des prix du pétrole et du resserrement des liquidités avec la sortie progressive du *QE* depuis fin 2013 ; et une « *bulle étudiante* » qui traduit le très fort endettement d'étudiants<sup>21</sup> issus de familles modestes dans une période où le crédit était « facile et pas cher ». On parle également aux Etats-Unis de « *subprime auto loans* », crédits automobiles à risque<sup>22</sup>, qui ont été accordés à des ménages à solvabilité fragile dans un contexte de taux bas et de liquidités abondantes. Il y a donc aux Etats-Unis un excès de dettes qui est né de la gestion de la crise de 2008 par la FED. En cas d'éclatement de ces bulles et de défaillances massives des emprunteurs, les banques américaines seront durement touchées puisque très exposées, soit directement par le biais des crédits accordés, soit indirectement par le biais de leurs filiales distributeurs des prêts ou par le biais des actifs de titrisation qu'elles détiennent et dans lesquels ont été intégrés en partie ces prêts à risque. Et du fait de la globalisation financière et des liens qu'entretiennent les banques entre elles à l'échelle internationale, c'est toute planète financière qui sera touchée, comme elle l'avait été par la crise des subprimes, née de l'éclatement de la bulle immobilière américaine que la politique de la FED avait contribué à faire gonfler entre 2001 et 2005.

---

<sup>21</sup> En 2016, selon la FED, les encours de prêts étudiants s'élèvent à 1230 milliards de dollars.

<sup>22</sup> L'agence de notation Fitch estime dans une note de mars 2016 que 1/5<sup>ème</sup> des prêts automobiles sont à haut risque (soit 220 milliards sur un encours de 1060 milliards de prêts automobiles).

Si le Japon semble ne pas connaître une forte croissance de l'endettement privé malgré sa politique ultra-accommodante, son endettement public ne cesse de progresser. Alors certes, son statut de troisième puissance économique et de premier créancier mondial depuis la fin des années 1980 fait du Japon un emprunteur crédible, et le risque d'attaques spéculatives contre sa dette est réduit parce que la dette publique est détenue à 90% par des investisseurs nationaux et parce que la BoJ en est « acheteur en dernier ressort » dans le cadre du *QE*. Et si à court terme le problème de la dette souveraine japonaise n'en est pas un, la question se posera lorsque les taux sur la dette remonteront avec la réduction du *QE* et lorsque la part des investisseurs étrangers dans sa détention s'étendra sous l'effet du vieillissement démographique<sup>23</sup>.

Enfin, en zone euro, il y a des inquiétudes sur le niveau des dettes. Des dettes souveraines pour certains Etats : c'est particulièrement le cas de l'Italie à l'heure où le nouveau gouvernement populiste annonce des assouplissements budgétaires avec une dette qui dépasse déjà les 130% du PIB, faisant monter le coût de la dette en quelques semaines ; par effet de contagion, les taux se sont aussi tendus sur la dette espagnole et portugaise. Des dettes privées pour d'autres pays de la zone, en particulier celles des grandes entreprises françaises, italiennes et espagnoles<sup>24</sup>.

### **Conclusion : la prochaine crise financière sera beaucoup plus grave que les précédentes**

Cette politique de « liquidité facile et pas chère », *QE* ou *QQE*, est indispensable en période de crise. Lorsque les marchés financiers sont déstabilisés, en 2008 par la crise des subprimes, en 2010-2012 par la crise des dettes souveraines en zone euro, dans les années 90 au Japon, la banque centrale doit jouer le rôle de « pompier » pour restaurer d'une part, la liquidité des marchés financiers qui en disparaissant du fait de la panique des investisseurs peut conduire à des défaillances en chaîne, et d'autre part la stabilité des marchés qui ne peut se rétablir sans intervention extérieure. Mais ces mesures exceptionnelles, non conventionnelles, doivent être réservées aux périodes de crises et de marasmes des marchés financiers. En poursuivant cette politique au-delà de la période de crise, les banques centrales, de pompiers deviennent pyromanes : les injections massives de liquidités au-delà des périodes d'instabilité posent les bases de la crise financière suivante. Or la FED a maintenu cette politique bien au-delà de la crise de 2008, puisqu'elle n'a commencé à réduire la taille de son bilan que fin 2017 et que, dix ans après la « grande instabilité », son principal taux directeur reste faible. Le resserrement tardif de la politique monétaire américaine est dû à la crainte de la FED de casser le moteur de la croissance économique ; mais en le retardant à une période de quasi plein-emploi, la FED a contribué à une très, et sans doute trop, forte hausse du taux d'endettement privé, véritable bombe à retardement pour la stabilité financière mondiale.

<sup>23</sup> Le vieillissement démographique réduira l'épargne drainée par les titres publics, directement ou indirectement par le biais des intermédiaires financiers, car il s'accompagne logiquement d'un mouvement de désépargne. Et avec l'augmentation des titres détenus par les investisseurs étrangers et la hausse des taux, la dette souveraine pourra être déstabilisée.

<sup>24</sup> Sources : statistiques Banque de France

Au Japon, le *QE* (2013) puis *QQE* (2016) interviennent en dehors de toute crise financière, à des fins de relance de l'inflation. Mais ce faisant, les liquidités déversées sur les marchés ont fait naître des bulles financières et hypothéqué la soutenabilité future de la dette souveraine et la stabilité des marchés financiers japonais. En exerçant le rôle de pompier dans une période où « il n'y a pas d'incendie », la BoJ fait elle aussi courir un risque à la planète financière. Quant à la BCE, en partant à la recherche de « l'inflation à tout prix » avec son *QE* puis *QQE*, dans un contexte de stabilité des marchés financiers euro, elle met en danger les Etats et les banques de la zone euro dont certains ne résisteront pas à la remontée des taux qui finira nécessairement par se produire, soit sous l'effet de la montée des risques (cf. le cas de l'Italie), soit sous l'effet de la normalisation de la politique monétaire.

Toutes ces bulles et excès de dettes nés des politiques ultra-accommodantes des trois plus grandes banques centrales de la planète constituent de véritables bombes à retardement qui ne demandent qu'à éclater. La question qui se pose aujourd'hui est de savoir quel en sera le détonateur.

Et la prochaine crise financière sera beaucoup plus grave que les précédentes, pour deux raisons. D'abord parce qu'en cas de choc, il reste peu de marge de manœuvre au niveau des politiques budgétaires : au Japon, la dette publique atteint déjà 250% du PIB et son creusement sous l'effet de nouvelle politique de relance conduirait à une hausse des taux et sans doute à un recours croissant aux investisseurs étrangers, et il est peu probable que le Japon accepte de prendre ce risque ; en zone euro, les politiques budgétaires sont contraintes par les règles européennes qui ont été renforcées depuis la crise de 2010 et qui, de fait, limitent les politiques de relance. Et ensuite, parce qu'en matière de politique monétaire, les banques centrales ont épuisé leurs outils : leur principal taux directeur est à zéro<sup>25</sup>, le taux plancher des facilités de dépôt<sup>26</sup> est négatif et les marchés financiers et bilans bancaires regorgent de liquidités, d'où le gonflement de bulles et les montants très importants déposés par les banques dans leur banque centrale, et ce malgré les taux négatifs. La BoJ et la BCE ont ainsi atteint les limites de leurs instruments, ce qui les laissera désarmées en cas de nouveau choc.

Si « les crises financières se répètent toujours », c'est en grande partie parce que les banques centrales gèrent toujours les crises de la même manière. Et parce que depuis la crise de 2008, les modèles des banques centrales convergent vers celui de la FED, ce risque s'accroît : *les crises futures constituent le dommage collatéral de la gestion d'une crise par une banque centrale ou une autre.*

Les banques centrales ont aujourd'hui le même objectif qu'il y a quarante ans : la stabilité des prix. Or, depuis les années 1980, le monde a changé, la mondialisation des économies est passée par là, l'inflation sous-jacente reste faible dans les pays industrialisés, du fait notamment de la production des pays à bas coûts. La globalisation financière s'est considérablement accrue depuis les années 1980, la finance a vu émerger de nouveaux opérateurs et marchés non réglementés, en particulier le *shadow banking* ; autant de mutations qui réduisent l'efficacité des politiques monétaires expansives, d'où une fuite en avant de ces mesures alors qu'elles ne devraient être qu'exceptionnelles. Aussi, en partant à la recherche

<sup>25</sup> Il s'agit du taux auquel une banque centrale refinance principalement ses banques.

<sup>26</sup> Il s'agit du taux appliqué aux dépôts que constituent les banques dans leur banque centrale. Un taux négatif vise à les pénaliser pour les inciter à financer l'économie.



de l'inflation à tout prix, dans un monde où l'inflation est faible et où la globalisation des marchés financiers et la volatilité des capitaux fortes, les grandes banques centrales des pays développés font courir des risques à la stabilité financière mondiale. Tant que les banques centrales ne s'interrogeront pas sur la pertinence de cet objectif, et sans doute aussi sur celle du modèle théorique qui le sous-tend, les *crises financières reviendront toujours*.