

# Perspectives

Apériodique – n°19/175 – 16 octobre 2019

## Le point de vue d'Isabelle Job-Bazille

### Le piège des banques centrales

Il y a encore quelques mois, les politiques monétaires étaient en voie de normalisation des deux côtés de l'Atlantique. Côté américain, le processus, déjà bien engagé, devait se poursuivre avec une trajectoire anticipée de hausses de taux qui devait les amener vers la neutralité, voire au-delà, tandis que le bilan de la *Federal Reserve* (Fed) devait se dégonfler progressivement. La Banque centrale européenne (BCE), à un stade moins avancé, venait de mettre un terme à son programme de rachat d'actifs tout en stabilisant la taille de son bilan et laissait entrevoir une première hausse de taux dès le deuxième semestre 2019. **Cette fin annoncée de l'argent facile faisait écho à un cycle d'activité proche de son faîte**, ce qui, au passage, témoignait du retard déjà pris par les banques centrales dans la normalisation de leur politique depuis la sortie de crise.

**Le ralentissement de l'économie mondiale sur fond d'escalade des tensions commerciales sino-américaines et les turbulences financières de l'automne dernier ont eu raison de la détermination des banques centrales à nouveau tétanisées à l'idée de retirer la perfusion qui soutient l'édifice de croissance et de dette.** Le cycle de normalisation avorté a en effet ouvert la voie à un nouveau cycle d'assouplissement. La Fed a baissé ses taux par deux fois depuis l'été et se dit prête à prendre une assurance supplémentaire contre le risque de récession. Quant à la BCE, elle a dû mobiliser tous les outils monétaires non conventionnels pour assouplir davantage sa politique avec, au menu, un abaissement du taux de dépôt (qui s'enfonce en territoire négatif) avec l'introduction d'un système par palier, la réactivation de son programme d'achat d'actifs (QE), une amélioration des conditions d'octroi de liquidités aux banques (TLTRO) et un renforcement de son guidage des anticipations.

**Les banques centrales appuient sur l'accélérateur sans pour autant avoir le pouvoir de faire levier sur les incertitudes, de nature politique, qui empoisonnent le déroulé normal du cycle, de quoi douter de l'efficacité de leurs actions.** En fait, les banques centrales ont développé une aversion extrême à toute forme de ralentissement, synonyme de perturbations sur les marchés dans un contexte de fragilités financières croissantes et persistantes qu'elles contribuent à alimenter. De leur côté, les marchés, sous perfusion de ces politiques monétaires ultra-accommodantes, en demandent toujours plus avec de l'instabilité et une menace de correction à l'approche d'un resserrement, même modeste, des conditions monétaires, ayant finalement un caractère inhibiteur.

**Une telle influence des marchés sur la politique monétaire est toxique.** La mise sous perfusion du système financier depuis la crise a créé une forme d'accoutumance dont il est difficile de se débarrasser. Plus vite les banques centrales prendront l'ascendant sur les marchés, moins les marchés auront d'ascendant sur l'économie. Car, à chaque reculade, les marchés rassérénés, et enclins aux excès, se remettent en quête de rentabilité, ce qui gonfle artificiellement les prix des actifs et comprime excessivement

les primes de risque en attendant une inévitable correction qui ne peut être exempte de dommages collatéraux sur l'économie.

**Accusées de laxisme monétaire, les banques centrales se réfugient derrière leur mandat d'ancrage nominal**, parfois exclusif s'agissant notamment de la BCE, à l'heure où la disparition de l'empreinte inflationniste les met au défi. Difficile pour elles de revoir leur logiciel alors que la courroie de transmission, allant de l'activité, aux salaires et aux prix, est cassée avec une inflation sage, même là où le cycle s'étend dans la durée et où le taux de chômage crève le plancher. Difficile pour elles de reconnaître que les injections à haute dose de liquidités n'ont pas réussi à réveiller le génie inflationniste mettant en échec la doxa monétariste qui ne voit en l'inflation qu'un phénomène purement monétaire.

Le problème est que lorsque l'inflation déserte la sphère réelle, les principes monétaires de ciblage d'inflation qui se basent exclusivement sur l'évolution anticipée des prix des biens et services conduisent à des politiques monétaires trop accommodantes pendant trop longtemps, **de quoi laisser prospérer les dettes et nourrir l'inflation financière, au risque de faire renaître le risque de son contraire, la déflation**. Car un monde en surcharge de dettes est soumis à des pressions de nature déflationniste avec le risque que la purge des excès financiers n'enclenche tôt ou tard un cercle vicieux où chutes des prix d'actifs, de la confiance, de l'activité et finalement des prix finissent par s'alimenter mutuellement. Le paradoxe est d'autant plus grand que l'hyper-activisme monétaire de crise avec des actions, à la fois énergiques et inédites, a justement visé à conjurer toute menace déflationniste... Se retrouver dix ans après dans une situation où l'accumulation d'un lourd passif à l'échelle globale, gagé par des prix d'actifs surévalués, qui rend l'édifice financier extrêmement vulnérable à un basculement des anticipations, a de quoi interpellier et doit amener à tirer quelques enseignements.

**La politique monétaire n'est pas omnipotente**. Si la tentation est grande de demander toujours plus d'activisme, toujours plus de liquidité à des taux toujours plus faibles (voire négatifs), le remède inoculé par les banques centrales ne fonctionne plus sans parler de ses effets secondaires indésirables pour les banques ou les assurances. Les effets désinflationnistes puissants nés du progrès technique dans un monde globalisé où la concurrence est exacerbée et l'émergence de nouvelles formes de travail plus flexibles et plus précaires rendent par ailleurs **la cible d'inflation, la boussole des banques centrales, inatteignable**. **La dette, alimentée par les taux bas, ne peut durablement servir de palliatif** alors que les nouveaux crédits, et la création monétaire qui va avec, ont bien du mal à trouver le chemin de l'économie réelle en étant surtout aspirés par des hausses de prix d'actifs (notamment immobiliers) au risque de nourrir de nouvelles bulles, ce qui pose avec acuité la question de l'équilibre de leur mandat entre stabilité monétaire et stabilité financière. Enfin, **les effets redistributifs de ces politiques ultra-accommodantes** favorisent les emprunteurs mais également les hauts patrimoines investis en bourse ou en immobilier, là où le petit épargnant qui privilégie la liquidité et la sécurité vit une lente euthanasie, de quoi creuser les inégalités dans des sociétés en quête d'une plus grande justice sociale, un sujet très peu présent dans le logiciel des banques centrales. ■

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

| Date       | Titre  | Thème             |
|------------|--|-------------------|
| 11/10/2019 | <u><a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a></u>   | Monde             |
| 09/10/2019 | <u><a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : une fragile ligne de flottaison</a></u>             | Monde             |
| 04/10/2019 | <u><a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a></u>   | Monde             |
| 03/10/2019 | <u><a href="#">France – Projet de loi de finances pour 2020 : le déficit public est ramené à 2,2% du PIB</a></u> | France            |
| 24/09/2019 | <u><a href="#">France – Établissement de santé : Tendances en septembre 2019</a></u>                             | France, sectoriel |
| 20/09/2019 | <u><a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a></u>   | Monde             |
| 18/09/2019 | <u><a href="#">La mue laborieuse du système politique espagnol</a></u>   | Espagne           |
| 17/09/2019 | <u><a href="#">France – Travail temporaire, tendances à mi-septembre</a></u>                                     | France, sectoriel |
| 03/09/2019 | <u><a href="#">L'agenda de la rentrée européenne</a></u>   | Europe            |

### Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication et rédacteur en chef** : Isabelle Job-Bazille

**Documentation** : Dominique Petit - **Statistiques** : Robin Mourier

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad** : application **Etudes ECO** disponible sur l'App store

**Android** : application **Etudes ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*