

Perspectives

Apériodique – n°21/371 – 25 novembre 2021

Le point de vue

Des banques centrales sous influence

Depuis les années 80, les grandes banques centrales ont construit et ancré leur crédibilité en luttant contre le principal stigmate des excès cycliques, à savoir l'inflation. **Afin de se concentrer sur cet objectif premier et parfois exclusif de maintien de la stabilité des prix, elles ont obtenu une garantie d'indépendance afin de s'affranchir de toute influence ou interférence politique et ainsi créer les conditions de leur crédibilité.** Les règles de politique monétaire sont même parfois devenues la norme afin de limiter le caractère discrétionnaire des décisions monétaires. Ainsi, la règle de Taylor (1993), selon laquelle la banque centrale fixe le taux d'intérêt en fonction de l'écart entre la cible d'inflation et l'inflation effective, s'est imposée aux autorités monétaires, notamment américaines, comme une ligne de conduite, avec à la clef une plus grande automaticité et une meilleure prédictibilité des décisions de politique monétaire.

La crise financière de 2008-2009 a changé la donne. **Après avoir épuisé leurs munitions traditionnelles, les banques centrales ont emprunté des voies plus hétérodoxes pour continuer à assouplir les conditions financières avec la mise en place de politiques monétaires non conventionnelles, dites d'assouplissement quantitatif (QE), qui ont consisté à modifier la taille et la structure de leur bilan à travers notamment l'achat massif d'obligations souveraines.** Ces mesures d'urgence, qui devaient initialement revêtir un caractère exceptionnel, sont devenues progressivement la norme et font désormais partie intégrante des outils de politique monétaire. La crise de la Covid a d'ailleurs poussé ces politiques à leur paroxysme avec de vastes programmes de rachats de titres publics qui ont permis aux États de dépenser sans compter pour sauver les économies et de s'endetter sans se soucier de la question du financement. Au sortir de la crise, les trois grandes banques centrales, la Banque du Japon, la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine (Fed), détiennent à leur bilan environ respectivement 40%, 30% et 20% de la dette publique de leurs États¹. **Difficile dès lors de croire que ces banques centrales ne puissent pas être influencées par les questions de soutenabilité des trajectoires d'endettement public dans la conduite de la politique monétaire en les incitant à la prudence voire à la procrastination.** L'indépendance des banques centrales semble donc avoir vécu. Ce sujet est particulièrement sensible en zone euro où les pays dits frugaux, gardiens de l'orthodoxie économique, pensent que cette dominance budgétaire pourrait inciter la BCE à étendre la perfusion monétaire au-delà de son mandat par complaisance en continuant de refinancer des gouvernements dépensiers ou de peur sinon de plonger les États surendettés en détresse financière.

Par ailleurs, ces politiques hyper-accommodantes, avec des taux durablement bas, sinon négatifs, et des liquidités en abondance donnent du carburant aux marchés financiers. La quête de rendement pousse en effet les investisseurs à prendre des paris toujours plus audacieux pour nourrir toujours plus de rentabilité tandis que leur vigilance en matière d'évaluation des risques tend à faiblir. Le crédit étant peu onéreux et l'appétence au risque élevée, le marché de la dette prospère avec un accès facilité même pour les emprunteurs les plus fragiles. Sans compter que des taux très bas pendant une période prolongée ont tendance à gonfler artificiellement les prix des actifs parfois utilisés en gage de ces dettes. Cet hyper-activisme monétaire agit donc à la fois sur le crédit, les prix d'actifs et la perception du risque, tous les ingrédients qui interagissent mutuellement pour nourrir des bulles financières. **La mise sous perfusion du système financier a créé une forme d'accoutumance dont il est difficile de se débarrasser, les**

¹ Ou de la dette publique agrégée de la zone euro pour ce qui est de la BCE

marchés mettant régulièrement au défi les banques centrales 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. Il suffit pour s'en convaincre de se rappeler l'épisode du « *taper tantrum* » et l'explosion des taux longs en mai 2013 qui avaient contraint Ben Bernanke, alors patron de la Fed, à temporiser face à la sur-réaction des marchés après avoir évoqué un ralentissement du rythme des achats de bons du Trésor. On peut aussi évoquer le processus de normalisation avorté après les turbulences financières de l'automne 2018, avec l'arrêt du cycle de hausse des taux de la Fed et l'ajournement de la fin du QE de la BCE, avant l'enclenchement d'un nouveau cycle d'assouplissement courant 2019. Une telle dominance des marchés sur la politique monétaire est dangereuse avec des banques centrales tétanisées face à des fragilités financières croissantes et persistantes qu'elles contribuent elles-mêmes à alimenter.

Avec cette double dépendance toxique aux États et aux marchés, le piège se referme sur les banques centrales : d'un côté, le maintien de taux historiquement bas et des politiques de rachat de titres souverains deviennent des ingrédients indispensables à la viabilisation des trajectoires de dette publique ; de l'autre, une telle perfusion monétaire alimente de nouveaux excès sur les marchés du crédit et une inflation galopante des prix des actifs qui portent en eux les germes d'une nouvelle crise financière. **Prises entre le marteau et l'enclume, les banques centrales risquent de mettre en péril leur crédibilité au moment où le spectre de l'inflation resurgit... ■**

Isabelle Job-Bazille

Isabelle.job@credit-agricole-sa.fr

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
23/11/2021	Qatar – Prix et volumes du gaz en hausse et fin de l'embargo soutiennent la croissance	Qatar
22/11/2021	Asean – La très longue route de la reprise	Asean
19/11/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/11/2021	Pays émergents – Transition énergétique : bilan des émissions CO2 & premières analyses	Pays émergents
09/11/2021	Royaume-Uni – La BoE, partagée, a maintenu le statu quo en novembre	Royaume-Uni
08/11/2021	Pays développés – G1, G20, G18 : le retour du multilatéralisme se fait à petits pas	Monde
05/11/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/11/2021	Chine – Le problème immobilier ou la quadrature du cercle chinois	Chine
03/11/2021	Zone euro – Scénario 2021-2022 : une reprise brouillée par des déséquilibres temporaires	Zone euro
03/11/2021	Italie – Scénario 2021-2022 : une sortie de crise robuste	Italie
03/11/2021	Émergents – Et les jeunes ?	Géo-économie
29/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
29/10/2021	France – Conjoncture Flash PIB : le rebond mécanique a bien eu lieu	France
27/10/2021	La géopolitique des verrous	Géo-économie
27/10/2021	Allemagne – Un contrat de coalition se profile avec moins de difficulté que prévu	Allemagne
26/10/2021	Royaume-Uni – Inflation en septembre : (léger) pas en arrière pour mieux rebondir	Royaume-Uni
26/10/2021	UE – La BCE clarifie sa stratégie face à la montée de l'inflation	Zone euro
25/10/2021	France – Quelles tendances pour la consommation au-delà du rebond mécanique en cours ?	France
22/10/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/10/2021	Les piliers tremblent en Europe centrale	PECO

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

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://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.