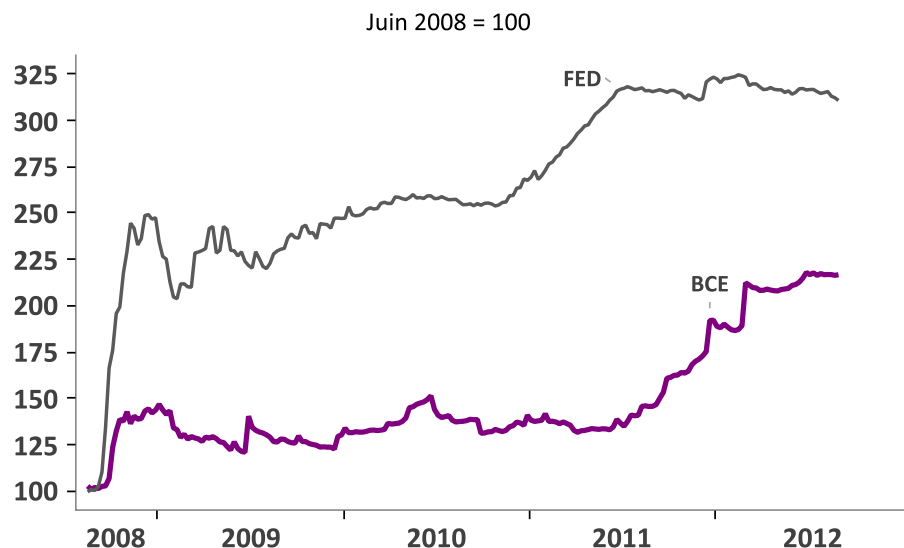


## EUR 4 500 Md : le bilan de la BCE si elle voulait frapper aussi fort que la Fed

Depuis le début de la crise financière, le bilan de la BCE a été multiplié par plus de deux, passant de 1 500 Md en juin 2008 à 3 100 Md d'euros en août 2012. C'est nettement moins que ce qu'ont fait la plupart des autres grandes banques centrales dans un laps de temps souvent beaucoup plus court. Que la BCE s'apprête à actionner des leviers non-conventionnels supplémentaires n'a donc rien de préoccupant, au contraire. Donner une vraie chance de survie à la zone euro nécessiterait de frapper au moins aussi fort que ce qu'ont fait la Fed et la Banque d'Angleterre, ce qui équivaldrait à augmenter la taille du bilan de la BCE d'environ 1 500 milliards supplémentaires, aux alentours de 4 500 milliards d'euros. Une telle action est nécessaire et l'on ne peut que redouter que la rupture de politique à laquelle la BCE se prépare ne soit pas aussi ambitieuse.

### Evolution des bilans de la FED et de la BCE depuis juin 2008



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

## Faux procès

Les chroniques alarmistes sur les effets dévastateurs supposés de l'augmentation du bilan de la BCE vont bon train ces derniers temps. Selon certains, la BCE s'apprêterait à commettre l'irréparable en achetant les titres de la dette des États de la zone euro en difficulté sans stériliser ces opérations (ce qui consisterait à neutraliser l'effet de ces achats sur son bilan par l'augmentation des facilités de dépôts accordées aux banques de l'euro système). Elle préparerait ainsi le terrain pour une inflation galopante qui ruinerait les générations futures et ne serait ni plus ni moins qu'une manière détournée de reporter sur ces dernières le coût de l'irresponsabilité de leurs aînés. **Ces affirmations sont en partie contestables.**

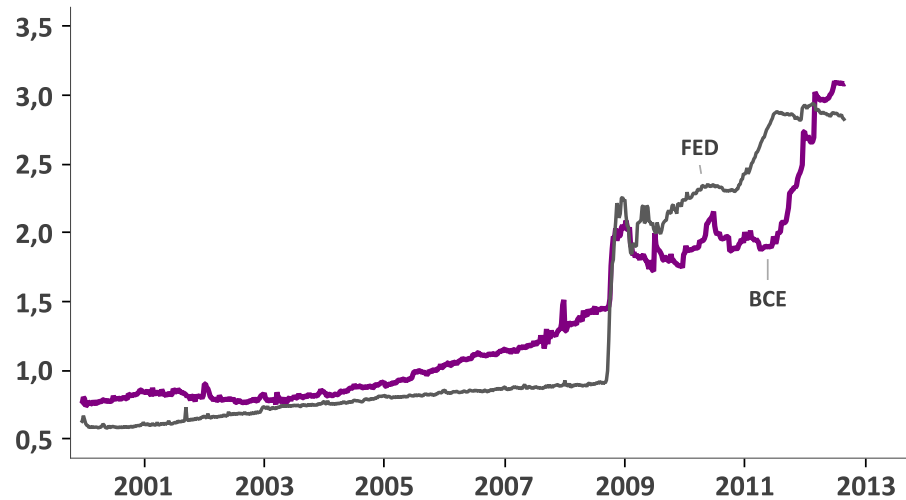
- En premier lieu, parce qu'il est difficile de dire laquelle des deux issues aujourd'hui envisageables pour la zone euro se révélera la plus douloureuse pour les générations futures :
  - La déflation, suite logique de l'orientation jusqu'à présent privilégiée dans la gestion de cette crise, qui finira pas mettre une génération entière au chômage, ruinera ce qui reste de l'appareil productif, continuera irrémédiablement à faire croître le fardeau des dettes passées et ne manquera pas de couronner la fin de l'union monétaire
  - Ou l'inflation, qui, dans un premier temps, créerait au moins autant de chômeurs, casserait l'investissement, éroderait la valeur de l'épargne mais qui, à plus long terme, éroderait également le stock des dettes et serait susceptible de corriger la surévaluation dévastatrice de l'euro.

**Que ni la déflation ni l'inflation ne soient souhaitables n'est pas la question, dès lors qu'il n'existe pas d'autre issue. Or, de ces deux maux, la raison voudrait que l'on préfère celui qui offre une chance de se débarrasser du problème à l'origine de la crise, à savoir l'excès de dettes.**

- En second lieu, parce que **nous ne sommes pas à la veille du grand soir inflationniste**. Même dans le meilleur des cas, les deux années écoulées laisseront leurs stigmates sur l'économie européenne encore un bon moment et il faudrait bien davantage que l'action de la seule BCE pour éponger leurs effets déflationnistes sur la région et au-delà.
- Enfin, parce que **l'expansion du bilan de la BCE n'a été jusqu'à présent que très relative**. Si d'aucun se sont effrayés de le voir excéder celui de la Fed à partir du début de l'année, cette comparaison n'a guère de sens. L'intermédiation bancaire est structurellement beaucoup plus importante en zone euro qu'elle ne l'est aux États-Unis de sorte que le bilan de la banque centrale y est automatiquement plus élevé : avant la crise, les actifs de la BCE s'élevaient à près de 15 % du PIB de la zone euro, ils étaient ainsi déjà deux fois et demie supérieurs en proportion à ceux de la Fed ou de la Banque d'Angleterre et également deux fois plus importants que ce qu'ils représentaient au Japon avant le déploiement de la politique non conventionnelle de la BoJ à partir de 1998.

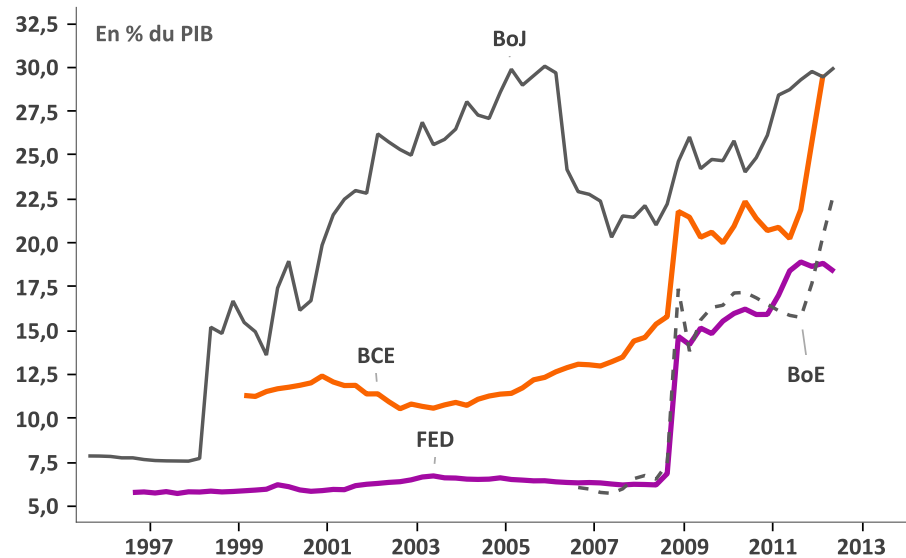
## Bilans de la Fed et de la BCE

En trillions de monnaies nationales



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

## Bilan des banques centrales en % du PIB



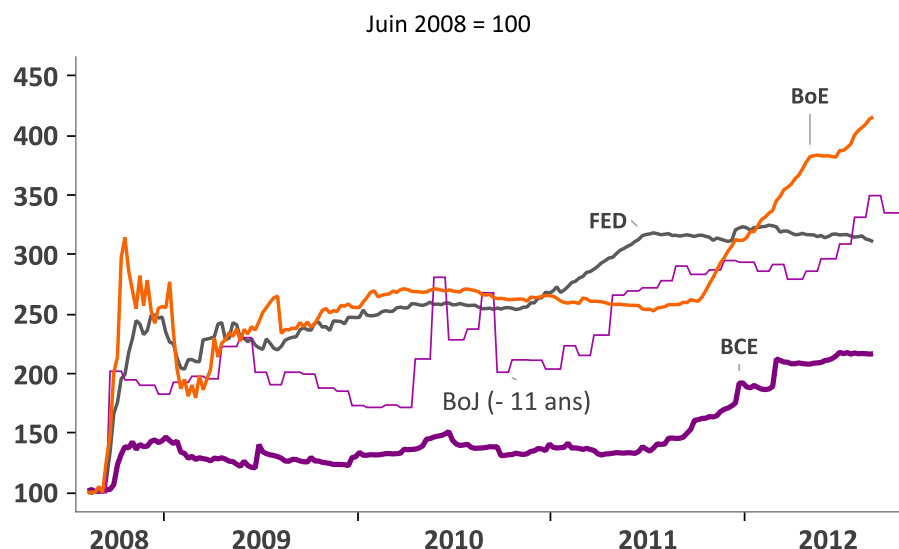
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### La BCE est encore loin du compte

Davantage que le montant absolu ou relatif du bilan de BCE, ce qui importe est l'effort accompli depuis le début de la débâcle financière. Or sur ce point, la zone euro est loin du compte. Alors le bilan de la BCE a fini par être multiplié par deux au fil des quatre dernières années, celui de la Fed avait été multiplié par deux et demi en l'espace de six mois après la débâcle de 2008 puis progressivement jusqu'à trois à la mi-2011. De son côté, la Banque d'Angleterre qui, dans un premier temps, avait suivi le même chemin que la Fed a redoublé d'efforts depuis la fin 2011, multipliant par quatre, au total, le montant de ses actifs depuis le début de la crise ! Même la Banque du Japon en son temps avait fait beaucoup

plus que la BCE, tout au moins dans les tout premiers temps de la déflation en 1998. Sa vigilance, par la suite relâchée, dans un environnement mondial par ailleurs éminemment désinflationniste, a conduit au résultat que l'on connaît : celui d'une économie embourbée dans la déflation dont le niveau de dette publique est successivement passé de 100 % du PIB en 1996, à 150 % en 2002 et à plus de 200 % aujourd'hui.

## Evolution des bilans des banques centrales depuis juin 2008



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

On mesure mieux la frilosité de l'action de la BCE depuis le début de la crise d'autant que l'essentiel de la hausse de ses actifs a résidé en ses deux opérations de refinancement à très long terme (LTRO) dont les retours sur le marché des dettes souveraines en souffrance ont été très marginaux.

Que la BCE s'apprête, enfin, à actionner des leviers non-conventionnels supplémentaires et, on l'espère, plus ambitieux que ce qui a été fait jusqu'à présent, n'a donc rien de préoccupant, bien au contraire. **Donner une vraie chance de survie à la zone euro nécessiterait de frapper au moins aussi fort que ce qu'ont fait la Fed et la Banque d'Angleterre, ce qui équivaldrait à augmenter la taille de son bilan d'environ 1 500 milliards supplémentaires, aux alentours de 4 500 milliards d'euros, ceci d'autant plus qu'il est bien tard. On ne peut que redouter que la rupture de politique que s'apprête à initier la BCE ne soit pas aussi ambitieuse à ce stade.**

Véronique Riches-Flores  
veronique@richesflores.com