

The Banker's View – February 2007

Croissance des agrégats monétaires et évolution de l'inflation

Jean-Pierre PATAT

(écrit mi-février 2007)

Abstract

Monetary aggregates and inflation

It is now generally accepted in the economic profession that inflation is ultimately a monetary phenomenon. Money affects inflation in the medium/long term with a time lag of one to two years, according to nominal and expectations rigidities.

During the 70s and 80s, this analytical framework led to attempts at controlling the supply of money via the monetary aggregates. During the 90s, financial liberalization and innovations induced a great instability of the demand for money and today most central banks don't give an explicit role to monetary aggregates in the conduct of monetary policy. By exception, the ECB gives a prominent role for money in assessing a reference value for the growth of M3.

Critics against the supposed "monetarist" approach of the ECB have been greatly enhanced by the fact that, since 1999, the growth of M3 has almost permanently exceeded the reference value of 4.5% with no apparent acceleration in inflation. But until 2004, according to the ECB own analysis, the strong growth in M3 was due to portfolios shifts in favour of liquid assets, as a result of rising uncertainties post-2001 (burst of the so-called internet bubble, 9/11 terrorist action in NY). So M3 figures adjusted for the estimated impact of the portfolio shifts shows only a modest acceleration from 1999 to 2003, in line with a moderate upward trend for inflation.

Since mid-2005, the global source of the 8% expansion of M3 is no more the portfolio shifts but credits to the private sector, which are currently increasing by more than 11% year-on-year. We can therefore seriously ask if the present situation is not a potential fuel for future inflation. External factors like oil prices or exchange rates can impact the inflation rate, but in this occurrence, the credibility of the monetary policy will be crucial: by rising its interest rates, the ECB is reinforcing the credibility of its anti-inflationary stance, and we believe this credibility would be weakened if the central bank abandoned the M3 aggregate. This could lead to misleading interpretations : that the monetary transmission mechanism is neglected; that there can be a permanent trade off between inflation and output / employment, which some analysts and economists wrongly believe is the Fed strategy; and finally that the medium term strategy is abandoned for a monetary policy used to fine tune cyclical movements.

Les agrégats monétaires furent longtemps les variables stratégiques fétiches des banques centrales. L'intérêt de ces dernières pour ces concepts a aujourd'hui fortement décliné. La libéralisation financière, les vagues successives d'innovations financières et les progrès dans les technologies de l'information et de la communication ont contribué, en modifiant en profondeur les comportements des agents économiques, à amoindrir la signification de concepts censés représenter la quantité de monnaie détenue. Alors que jusqu'au milieu des années 80, on pouvait distinguer nettement les avoirs monétaires (placements en billets et dépôts bancaires très liquides, et sans risque de pertes sur le capital investi) des avoirs non monétaires (tous les placements, pour la plupart à long terme, négociables sur un marché), cette distinction s'est affaiblie et, pire, est devenue fluctuante. Les agents économiques détiennent maintenant, pour des montants importants, des produits financiers que l'on pourrait appeler des produits « chauve souris », en ce sens que, selon les anticipations, le comportement, l'humeur de leur détenteur, ils peuvent être considérés comme des avoirs monétaires, donc susceptibles d'être rapidement utilisés sur le marché des biens et services, ou des produits d'épargne relativement stable : les actions de Sicav, les titres négociables à court terme (papier commercial, certificats de dépôts etc..) sont les plus connus de ces actifs déclinés et offerts par le système financier selon les formules des plus variées. On est bien loin du traditionnel compte sur livret.

Après avoir tenté de restaurer la signification des agrégats en intégrant dans des agrégats « larges » (M3) certains de ces produits « chauve souris », les banques centrales ont renoncé à en faire des variables stratégiques publiques. Ce n'est pas un mince paradoxe que cette évolution soit intervenue alors que l'on donnait aux banques centrales la mission prioritaire d'assurer la stabilité des prix. Car l'inflation est fondamentalement sur le moyen terme un phénomène monétaire (avec un décalage temporel compris entre un et deux ans du fait des rigidités nominales et des anticipations). Le dérapage des prix peut avoir d'autres origines que la monnaie (par exemple la hausse du prix des matières premières) mais il ne peut croître sans le relais d'une forte expansion monétaire.

En s'appuyant sur ce schéma de pensée, la Banque Centrale Européenne, seule parmi les autres banques centrales, continue de donner un rôle important au suivi de la quantité de monnaie dans sa stratégie. Intégrée dans le « premier pilier » de son dispositif de surveillance, une « valeur de référence » pour la croissance d'un agrégat large M3 a été définie. La valeur de référence n'est pas un objectif de croissance et la BCE prend soin d'expliquer que des déviations de la progression de M3 par rapport à cette valeur doivent être minutieusement étudiées, compte tenu en particulier d'un environnement financier particulièrement mouvant, avant d'envisager une mesure correctrice. Et c'est bien ce que fait la BCE. Depuis sa création la progression de M3 a été presque constamment supérieure à la valeur de référence de 4,5% l'an, et depuis deux ans elle est de l'ordre de 8%. D'aucuns font remarquer que ce dérapage n'a pas entraîné d'inflation et que par conséquent les hausses de taux de la Banque centrale sont inutiles voire nuisibles.

A cela, plusieurs réponses :

- D'abord l'inflation n'est pas demeurée plate. D'un peu moins de 1% en 1999, elle s'est depuis renforcée jusqu'à 2-2,5%. Certains pourront prétendre que l'inflation n'existe plus. C'est négliger la perte de pouvoir d'achat qu'une inflation de 2% peut occasionner aux

salariés modestes dans un contexte où la concurrence internationale motive une surveillance sévère des coûts salariaux.

- Ensuite, et c'est la BCE qui donne cette réponse, jusqu'en 2004, la forte progression de M3 a été très largement due à des arbitrages de portefeuille au détriment de placements boursiers et au profit de placements plus liquides et jugés plus sûrs. La Banque n'y voit pas de motif d'inquiétude car ces arbitrages n'étaient pas inspirés par des anticipations inflationnistes mais par les incertitudes sur les placements à long termes nées des attentats du 11 septembre et de l'éclatement de la bulle internet. La BCE a même construit un agrégat corrigé de ces mouvements, agrégat qui montre une accélération relativement modeste de sa croissance entre 1999 et 2004, de 5,5% à 6,5%, plutôt cohérente avec l'accélération de l'inflation.

On peut accepter ce raisonnement, mais alors on doit être très inquiet pour l'avenir. Depuis 2005, la croissance de M3 est le plus souvent supérieure à 8% et cette progression n'est plus due aux mouvements de la demande de monnaie mais, intégralement, à une offre de monnaie très abondante, via une distribution de crédits au secteur privé dont le rythme d'augmentation frôle les 12%. Compte tenu des décalages d'environ deux ans entre les évolutions monétaires et les prix, on peut craindre une poussée inflationniste en 2007. La BCE l'annonce dès les premiers mois (en jouant peut être de l'« effet de base » car l'inflation a été plate au début de 2006 et les glissements sur douze mois au début de 2007 pourraient être mécaniquement élevés).

On comprend par conséquent la « vigilance » de la BCE qui se double d'une vigilance moins claironnée à l'égard de l'évolution du marché immobilier dont les prix sont fortement stimulés par l'abondance du crédit à bon marché. Les préoccupations de stabilité financière sont en la circonstance mêlées à celles de stabilité des prix.

Des facteurs externes (prix du pétrole, taux de change) peuvent influencer sur le taux d'inflation en 2007. Mais la crédibilité de la politique monétaire sera essentielle. La BCE jouit d'une forte crédibilité et ses récentes hausses de taux pour revenir à un niveau d'équilibre renforce cette crédibilité. Mais cette dernière serait certainement érodée si, cédant aux pressions de certains analystes et économistes, elle abandonnait le suivi de M3. Au-delà d'une simple révision de son tableau de bord, un tel abandon suggérerait plusieurs messages : que l'analyse de l'inflation est basée sur des facteurs réels et non monétaires ; que la vision de moyen terme est abandonnée au profit du « fine tuning » ; enfin qu'il existe des possibilités permanentes d'arbitrages entre faible inflation et croissance, ce que plusieurs de nos économistes croient, à tort, être la ligne de conduite du Fed.