

VA-T-ON VERS UNE RECONNEXION ENTRE LA CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE ET L'INFLATION ?

Depuis la Grande récession, la base monétaire a considérablement augmenté dans plusieurs économies avancées du fait de la constitution de réserves bancaires auprès des banques centrales. Cependant, cela ne s'est pas accompagné d'un rebond significatif de l'inflation comme ce fut le cas par le passé. Dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008-2009, la demande de réserves de banque centrale, émanant du système bancaire, s'est nettement accrue en raison de l'état critique de l'économie et du marché monétaire. Les nouvelles règles concernant la liquidité bancaire ont également joué un rôle. Par la suite, l'assouplissement quantitatif a provoqué une augmentation des réserves à l'initiative des banques centrales. À terme, avec le redressement de l'économie, le lien entre croissance de la masse monétaire et inflation pourrait se rétablir sous l'effet de l'accélération de la circulation de la monnaie ou celle de la croissance de la demande de crédit. Les banques centrales disposent des moyens nécessaires pour y faire face. Les marchés d'actifs, en revanche, pourraient être moins à l'aise avec cette perspective.

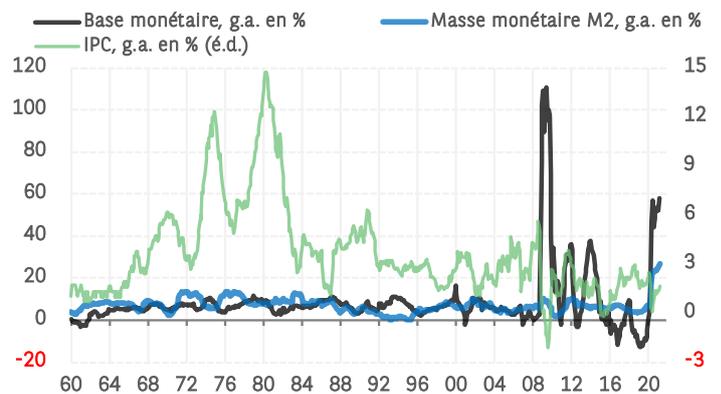
Pourquoi l'expansion massive de la taille du bilan des banques centrales, dans certains pays développés, n'est pas parvenue à faire remonter l'inflation ? Cette question récurrente traduit le sentiment selon lequel l'élargissement de la base¹ et des agrégats monétaires conduit inévitablement à une hausse de l'inflation. Peut-être s'agit-il là d'une question de bon sens : dans un système monétaire fiduciaire, la monnaie est créée « à partir de rien » de sorte qu'en cas de forte création monétaire et d'utilisation de cette monnaie pour l'achat de biens, il peut y avoir une augmentation de l'inflation. Ce sentiment pourrait aussi découler de la littérature consacrée aux épisodes d'hyperinflation, comme en Allemagne sous la République de Weimar ou, plus récemment, dans certains pays en développement. Les économistes connaissent bien cette déclaration faite par Milton Friedman en 1970 : « *l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est et qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de monnaie plus rapide que celle de la production* »². Cela a été confirmé par la recherche empirique menée par Robert Lucas, prix Nobel 1995 : « *La prévision selon laquelle les prix réagissent de manière proportionnelle aux variations de la masse monétaire à long terme ... a été amplement confirmée — et je dirais même de manière décisive — par les données maintes fois recueillies et dans maints endroits différents* »³.

Les choses ont évolué depuis le milieu des années 1990 : l'accroissement considérable de la base monétaire aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro depuis la Grande récession n'a pas entraîné une augmentation significative de l'inflation. Dans l'explication de cette déconnexion, l'origine de la constitution des réserves joue un rôle fondamental. En temps normal, la croissance des réserves de banque centrale est déterminée par la demande des banques, laquelle

dépend à son tour de l'évolution de leurs engagements à court terme (dépôts et titres de créance d'une durée résiduelle inférieure ou égale à deux ans)⁴. Pour le système bancaire dans son ensemble, la croissance des dépôts est largement dictée par celle du crédit bancaire (« le crédit crée les dépôts »), ce qui signifie que le multiplicateur monétaire – rapport entre la monnaie au sens large et la base monétaire – est plutôt stable.

Après la crise financière mondiale de 2008-2009, les marchés monétaires ne fonctionnaient plus correctement et de nombreuses banques étaient confrontées à des pressions sur la liquidité de sorte que les banques centrales ont dû réagir en fournissant d'abondantes

ÉTATS-UNIS : MASSE MONÉTAIRE ET INFLATION



SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BLS, BNP PARIBAS

1 Par « monnaie » on entend la base monétaire ou « monnaie centrale ». Cela correspond aux billets et pièces de monnaie en circulation et aux réserves bancaires détenues auprès de la banque centrale.

2 Milton Friedman, *The Counter-Revolution in Monetary Theory*, 1970.

Source: <https://onlinelibrary.wiley.com>.

3 Robert E. Lucas Jr., *Monetary neutrality*, Discours du prix Nobel, 7 décembre 1995, www.nobelprize.org.

4 *La base monétaire, la monnaie au sens large et l'APP*, Bulletin économique de la BCE, numéro 6 / 2017.

Il pourrait y avoir rétablissement de la relation entre croissance de la masse monétaire et inflation, mais une vraie dérive de celle-ci nécessiterait le consentement des banques centrales.



réerves : « *l'expansion de la monnaie centrale a été essentielle pour empêcher les ventes d'actifs précipitées et un resserrement du crédit susceptible d'avoir de graves conséquences pour l'économie réelle* »⁵. La demande de réserves de banque centrale, émanant des banques commerciales, n'était pas motivée par un redressement économique ou de la demande de crédit, mais plutôt par une forte incertitude quant aux perspectives économiques, le mauvais fonctionnement du marché interbancaire et les nouvelles règles concernant la liquidité bancaire⁶. Il en a été ainsi aux États-Unis : « *Au lieu d'accorder des prêts, les banques préféreraient la sécurité liée à la détention de réserves auprès de la Fed, compte tenu des difficultés économiques et des risques qui en découlent*⁷. Le coût d'opportunité lié à la détention de réserves est faible tandis que les risques encourus au titre du prêt ou de l'investissement dans d'autres actifs semblent élevés. Par conséquent, à des taux proches de zéro, la demande de réserves peut être extrêmement élastique »⁸.

De plus, l'introduction de l'assouplissement quantitatif a provoqué une augmentation des réserves et des dépôts bancaires, induite par l'offre. Lorsqu'une banque centrale réalise des achats d'actifs, les banques commerciales interviennent en qualité d'intermédiaires entre la banque centrale et le détenteur des obligations rachetées, entraînant un accroissement de l'actif (réserves) et du passif (dépôts des clients) au bilan des banques. Les réserves sont injectées dans le système bancaire à l'initiative de la banque centrale. Celle-ci est en mesure de le faire en payant un prix suffisamment attractif pour les actifs qu'elle souhaite acquérir. La création de réserves, par le biais de l'assouplissement quantitatif (QE), n'a, à l'origine, rien à voir avec la hausse de la demande de crédit. Il vise à déclencher plusieurs mécanismes de transmission afin de stimuler la croissance économique : effets de confiance, effets de signal (« les taux directeurs actuels seront maintenus pendant une longue période »), baisse des rendements des obligations d'État via la réduction de la prime de terme, contraction des spreads des obligations d'entreprises, effets de richesse, fléchissement de la monnaie. Le QE peut également inciter les banques à accorder davantage de crédits pour améliorer le rendement de leurs actifs, dont le volume a augmenté sous l'effet de l'assouplissement quantitatif. Nombre de ces canaux n'ont qu'un impact très indirect sur la croissance et l'inflation ; ils fournissent une explication monétaire à la relation très distendue entre la masse monétaire et l'évolution des prix.

Doit-on s'inquiéter du rétablissement possible d'une relation entre ces deux variables ? Non, bien au contraire, une telle évolution serait la bienvenue. Elle signifierait que les agents économiques utilisent leurs dépôts pour financer les dépenses et que la monnaie circule donc plus rapidement. Cette augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie serait le signe d'une amélioration de l'environnement

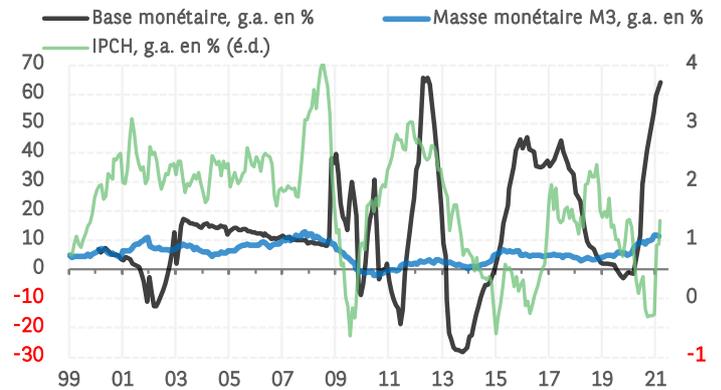
5 BCE (2017)

6 Il s'agit du ratio de liquidité à court terme (LCR). Auparavant, les réserves bancaires correspondaient plus ou moins aux réserves obligatoires des banques auprès de la banque centrale. Ces réserves ont considérablement augmenté depuis la mise en place du LCR. « *Le LCR a pour objectif de favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité (HQLA, High Quality Liquid Assets) non grevés pouvant être convertis en liquidités, facilement et immédiatement, sur des marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait 30 jours calendaires* » (source : BRI, Bâle III : Ratio de liquidité à court terme et outils de suivi du risque de liquidité, Janvier 2013).

7 Lorsque la conjoncture économique est mauvaise, les banques peuvent choisir de ne pas utiliser leurs réserves pour accorder davantage de crédits, entraînant une baisse du multiplicateur monétaire.

8 John C. Williams, *Monetary policy, money and inflation*, présentation à la *Western Economic Association*, 2 juillet 2012.

ZONE EURO : MASSE MONÉTAIRE ET INFLATION



SOURCES : ZONE EURO : MASSE MONÉTAIRE ET INFLATION

économique ainsi que des perspectives. En cas de légère remontée consécutive de l'inflation, les banques centrales en seraient également soulagées, eu égard aux niveaux actuels de hausse des prix par rapport à leur objectif d'inflation. Une amélioration de la situation économique pourrait aussi stimuler la demande de crédit, à laquelle les banques bien capitalisées s'empresseraient de répondre compte tenu du niveau élevé de leurs réserves excédentaires auprès de la banque centrale. S'il devait en découler une inquiétude concernant une remontée trop rapide de l'inflation, les banques centrales seraient parfaitement en mesure d'y répondre en recourant à l'orientation prospective (*forward guidance*), au relèvement du taux de dépôt ou en retirant des liquidités du marché moyennant la réduction de la taille de leur bilan. Les marchés d'actifs, en revanche, pourraient être moins à l'aise avec cette perspective. En effet, la déconnexion entre masse monétaire et inflation des prix à la consommation s'est accompagnée d'une inflation au niveau des prix des actifs.

William De Vijlder

