

# Encadrement du crédit et politique monétaire

**Henri Sterdyniak,**

*Adjoint au directeur du département d'économétrie de l'OFCE*

**Christian Vasseur,**

*Chargé d'études à l'OFCE*

*Instrument permanent de la politique monétaire française depuis 1973, l'encadrement du crédit a été reformé en 1985. A cette occasion l'article fait le point sur les avantages et les inconvénients du système.*

*L'encadrement du crédit a été l'instrument principal d'une politique visant à ralentir le rythme de progression de la masse monétaire pour lutter contre l'inflation. Mais il n'y a guère de relations spécifiques entre masse monétaire et inflation et la croissance de la masse monétaire est trop influencée à court/moyen terme par les innovations financières pour être un indicateur fiable de la rigueur de la politique monétaire.*

*Des soucis contradictoires ont abouti à un système bureaucratique et compliqué, qui cependant a amené le développement des marchés financiers, ce qui a permis de tourner l'encadrement. Par contre son impact macroéconomique est plus difficile à cerner.*

*Objectif de masse monétaire, norme individuelle de crédit pour chaque banque, forte pénalisation des dépassements de la norme..., la réforme annoncée ne modifie guère, du moins à court terme, le système de régulation de la distribution du crédit.*

L'encadrement du crédit est depuis 1973 l'instrument central de la politique monétaire française. Si quelques pays y ont eu recours de manière épisodique (Italie, Japon, Pays-Bas), la France est la seule, parmi les grandes nations industrialisées, à l'utiliser de façon permanente. La situation actuelle apparaît favorable à la mise en œuvre d'une réforme car l'encadrement du crédit est peu contraignant : les entreprises, en raison de taux d'intérêt réels élevés et de l'amélioration de leur autofinancement, ne font que modérément appel aux financements bancaires. Toutefois la réforme mise en place en 1985 ne remet pas en cause le principe de l'encadrement et met en place un système proche, bien qu'évolutif.

Nous replacerons d'abord l'encadrement du crédit dans le cadre de la politique monétaire. Celle-ci doit-elle viser à contrôler la masse monétaire ou les moyens de financement qu'obtiennent les agents économiques ? La stratégie suivie par les pouvoirs publics consiste souvent à contrôler l'évolution d'un agrégat monétaire (dit objectif intermédiaire) sur laquelle ils sont en mesure d'obtenir une information rapide et fiable ; mais existe-t-il un agrégat monétaire dont le suivi permet de réagir de façon satisfaisante face à l'ensemble des chocs qui peuvent affecter l'économie ?

Nous essayerons de comprendre pourquoi la configuration du système financier français a amené les autorités à utiliser l'encadrement comme instrument privilégié. Nous verrons que l'impact macroéconomique de l'encadrement diffère selon qu'il s'accompagne ou non d'un rationnement du crédit.

La troisième partie décrit l'évolution du système depuis 1973. Les soucis contradictoires de contrôle global de la masse monétaire et de politique sélective du crédit ont amené progressivement à un système extrêmement compliqué. L'efficacité indéniable de l'encadrement sur le rythme de progression de la masse monétaire s'est effectuée principalement grâce à une démonétisation (c'est-à-dire le transfert de l'épargne des dépôts bancaires aux obligations émises par les banques ou le Trésor ou aux SICAV de trésorerie) qui a amené une baisse artificielle du taux de liquidité de l'économie (tout en augmentant le coût du crédit) et non par une politique rigoureuse de distribution du crédit. L'encadrement a eu pour conséquence le développement des marchés financiers. Son impact macroéconomique est difficilement mesurable.

La réforme ne devrait guère alléger les contraintes pesant sur la distribution du crédit. De nombreux aspects de l'ancien système restent en place : norme individuelle pour chaque banque, norme de masse monétaire, incitation à l'émission d'obligations, etc... Le dépassement des normes reste fortement pénalisé. Le nouveau système, loin d'entraîner la mise en œuvre d'une régulation par les taux, ne modifie guère le fonctionnement du système monétaire français.

## **Des fondements théoriques de la politique monétaire**

Dans l'esprit de ses promoteurs, l'encadrement du crédit a été mis en place pour ralentir le taux de croissance de la masse monétaire, ce qui devrait ralentir le taux d'inflation. Cette vision des choses pose trois problèmes : le taux de croissance de la masse monétaire est-il le bon indicateur de la politique monétaire ? La politique monétaire a-t-elle un impact spécifique sur l'inflation ? Le contrôle de la masse monétaire est-il stabilisant ou déstabilisant ?

## Des indicateurs de la politique monétaire

Les débats au sujet de la politique monétaire opposent souvent deux grandes conceptions qu'il est utile de préciser <sup>(1)</sup>.

*Dans l'optique des liquidités*, la politique monétaire doit contrôler le degré de liquidité de l'économie, c'est-à-dire le rapport masse monétaire/PIB. Elle doit limiter la progression de la masse monétaire, ce qui en soi permettrait de limiter les pressions inflationnistes. Il y aurait une coupure fondamentale entre les actifs monétaires, liquides et inflationnistes et les actifs financiers qui représenteraient de la « vraie épargne ». Un investissement ou une dépense publique serait inflationniste si et seulement si il est financé par moyen monétaire.

Nous ne partageons pas ce point de vue. Aucun critère économique ne permet de séparer les actifs financiers entre actifs monétaires et actifs non monétaires. En France la définition de la masse monétaire est fixée par les autorités en fonction de rapports de force (c'est ainsi que la Caisse des dépôts a réussi à ce que les dépôts en caisse d'épargne totalement identiques aux dépôts bancaires n'y figurent pas) : serait-ce trop demander que la définition légale coïncide avec un concept économique ? Dans un pays à secteur financier moderne et développé, il existe une large gamme d'instruments d'épargne ayant chacun des attributs spécifiques : liquidité, rentabilité, risque, possibilité d'avantages fiscaux ou de droits à crédit ultérieur... de sorte que les actifs dits monétaires représentent autant de la vraie épargne accumulée que les actifs dits non monétaires. D'ailleurs certaines composantes de la masse monétaire sont moins liquides que certains actifs non monétaires (les plans d'épargne logement comparés aux SICAV de trésorerie).

*Dans l'optique du financement* c'est la disponibilité des moyens de financement qui importe : celle-ci dépend des taux d'intérêts, de facteurs réglementaires (tel l'encadrement du crédit), de l'organisation des marchés financiers et de facteurs institutionnels. Par exemple, dans certains pays, les banques acceptent de financer des projets risqués ou de fournir une part importante du capital des entreprises : l'économie peut alors fonctionner avec un autofinancement faible et un marché financier peu développé ; dans d'autres les banques sont plus timorées et, pour assurer un investissement similaire, l'autofinancement doit être plus fort. Dans le court et même le moyen terme le taux de croissance de la masse monétaire ne représente qu'un piètre indicateur de la rigueur de la politique monétaire. Par exemple, si les banques développent de nouveaux produits, qui par leur rentabilité ou leur liquidité, concurrencent avantageusement les obligations, le marché obligataire va se réduire tandis que le taux de croissance du crédit bancaire va augmenter : cela peut se faire à taux d'intérêt inchangé, donc sans impact macroéconomique. En sens inverse la masse monétaire peut se réduire et le marché obligataire se développer à la suite de mesures

---

(1) Le lecteur pourra confronter notre analyse à celle de J.H. David « *La monnaie et la politique monétaire* », Economica, ou de S. Guillaumont-Jeanneney « *Pour une politique monétaire* », PUF.

fiscales favorisant les obligations sans que cela signifie que la politique monétaire soit devenue plus restrictive. Les autorités monétaires essaient depuis de longues années d'inciter les ménages à détenir moins de monnaie et plus de titres ; elles estiment que de ce fait l'économie présenterait moins de virtualités inflationnistes. Nous ne voyons guère par quel mécanisme. A priori les ménages ne diminuent pas leur consommation parce qu'ils détiennent leur richesse sous forme d'obligations plutôt que sous forme de monnaie ; au contraire même, puisqu'ils bénéficient alors d'une meilleure rémunération de leur patrimoine, donc de plus de revenu. De plus les ménages français détenaient à la fin de 1983, environ 2 200 milliards de liquidités contre 400 milliards d'obligations : un transfert durant l'année de 200 milliards de monnaie en titres ne risque guère de modifier, compte tenu des ordres de grandeurs, le comportement de consommation des ménages. Par contre il induirait une baisse ex-ante de 10 % de la masse monétaire, ce qui fausserait totalement la signification du taux de croissance de la masse monétaire comme indicateur de la rigueur de la politique monétaire.

### **Du caractère spécifique de la politique monétaire**

Nous venons de voir qu'il n'y a pas nécessairement de lien entre l'évolution de la masse monétaire et la rigueur de la politique monétaire. Y-a-t-il cependant un lien entre celle-ci et l'évolution de l'inflation ?

Cette vue très répandue n'a guère de fondements logiques. Certes une politique monétaire restrictive réduit la demande en faisant diminuer l'investissement, les stocks, les achats de logements ou de biens durables. Mais l'impact anti-inflationniste qu'elle a alors est le même que celui de la politique budgétaire restrictive. L'expérience montre de plus que l'impact du niveau de la demande sur l'inflation est faible : dans l'histoire économique récente de la France les grandes poussées inflationnistes ont toujours été provoquées par des chocs de coûts (hausses des salaires en 1968, chocs pétroliers, dévaluations). Par contre la politique monétaire restrictive a un coût important : elle frappe spécifiquement les entreprises. Celles-ci sont amenées à réduire leurs investissements, ce qui nuit à moyen terme aux capacités de production, à diminuer leurs stocks, ce qui nuit à leur capacité à réagir rapidement aux fluctuations de la demande. Au contraire elle favorise les ménages qui disposent d'un patrimoine financier puisque celui-ci est désormais mieux rémunéré. Certes elle pourrait inciter les entreprises à mieux résister aux revendications salariales ; en contrepartie elle a un impact inflationniste direct, car d'une part les charges d'intérêts payées par les entreprises sont alourdies et d'autre part les entreprises privées de financement doivent augmenter leur profit, c'est-à-dire leur prix, si elles veulent maintenir leur programme d'investissement : à cet égard un crédit bon marché et disponible est un facteur de prix bas et de bonne compétitivité. Toutefois, en période de chômage, il y a un certain avantage à combiner des taux d'intérêt élevés et un coût salarial faible, c'est d'inciter les entreprises à choisir, dans la mesure du possible, des techniques de production utilisant plus de travail et moins de capital.

Reste enfin l'impact sur les mouvements de capitaux. Il convient de distinguer le cas des changes flexibles et celui des changes fixes. Dans le premier cas une hausse du taux d'intérêt provoque des entrées de capitaux qui font monter le taux de change. Cela permet bien une baisse des prix à l'importation, qui est en soi désinflationniste, mais la montée du taux de change entraîne des pertes de compétitivité, donc un déficit commercial qui n'est guère soutenable longtemps. La politique monétaire restrictive n'a donc un fort impact désinflationniste que dans un régime de change flexible et cela se paye par le déficit extérieur et l'endettement. Tel est actuellement le cas américain. En régime de change fixe, qui est celui que connaît actuellement la France dans le cadre du SME, la hausse des taux, si elle n'a pas d'impact désinflationniste, incite les entreprises françaises à s'endetter à l'étranger et fait entrer des capitaux (ou en limite les sorties). Elle facilite donc le financement du déficit extérieur courant.

Au total il n'y a pas de relation simple entre politique monétaire et inflation. La politique monétaire doit être replacée dans l'ensemble des instruments dont dispose la politique économique pour atteindre ses objectifs. Le problème est d'atteindre un niveau souhaité de production, compatible avec un objectif de solde extérieur et un objectif d'inflation. Pour cela l'Etat dispose de trois armes :

- la politique budgétaire de gestion de la demande, qui porte sur les dépenses des ménages ou sur les dépenses propres des administrations ;
- la politique budgétaire de gestion de l'offre, qui joue sur les charges et les impôts frappant les entreprises ;
- la politique monétaire.

Pour définir une stratégie de politique économique, il convient d'apprécier les avantages comparatifs de chacun des trois instruments. Si par exemple le pays connaît une situation d'inflation et de déficit extérieur, une politique d'austérité frappant les ménages peut être socialement difficile à mettre en œuvre, mais a l'avantage de ne pas nuire à la compétitivité et de ne pas être inflationniste. Au contraire une politique frappant les entreprises est néfaste : à court terme elle est inflationniste, nuit à la compétitivité et frappe les investissements, ce qui compromet à moyen terme le rééquilibrage de la balance commerciale.

Le principe d'affectation de Mundell nous indique qu'il convient d'affecter chaque instrument de politique économique à l'objectif qu'il influence le plus directement. On est ainsi amené à préconiser une politique de rigueur vis-à-vis des ménages pour contrôler le niveau de la demande et une politique monétaire restrictive pour financer le déficit commercial. Pour ne pas nuire à l'investissement et à la compétitivité, cette politique monétaire rigoureuse devrait s'accompagner d'une politique budgétaire de réduction des charges des entreprises. Au total ce sont les objectifs finaux de la politique économique qui devraient commander la politique monétaire, et non le contrôle du taux de liquidité ou du taux de croissance des agrégats monétaires.

### **Des objectifs intermédiaires de la politique monétaire**

L'encadrement du crédit a été utilisé en France depuis 1977 <sup>(2)</sup> comme un instrument pour contrôler la masse monétaire. La procédure administrative est la suivante : les autorités définissent un certain objectif pour le taux de croissance de la masse monétaire. Celui-ci découle de la volonté d'abaisser le taux de liquidité de l'économie, c'est-à-dire le rapport Masse monétaire/PIB en valeur : il est donc plus ou moins inférieur à la croissance anticipée du PIB en valeur. Les autorités déduisent alors de la croissance souhaitée de la masse monétaire la croissance anticipée de la création monétaire du Trésor et des réserves de change. Elles obtiennent alors la norme de progression du crédit bancaire qui est imposée aux banques. Le système est intermédiaire entre contrôle de la masse monétaire et contrôle du crédit bancaire : si, en cours d'année, les autres composantes de la masse monétaire évoluent différemment que prévu, la norme de crédit n'est pas remise en cause et la norme de masse monétaire n'est pas respectée <sup>(3)</sup>.

Cette manière de faire repose sur deux postulats. D'abord il existerait une relation stable entre les objectifs intermédiaires (masse monétaire ou crédit bancaire) et les objectifs finaux de la politique économique (niveau de production et réserves de change), de sorte que tout dépassement de l'objectif intermédiaire correspondrait à un niveau trop fort de la demande et nécessiterait une politique monétaire restrictive. Ensuite il y aurait indépendance entre les contreparties de la masse monétaire, de sorte que la masse monétaire serait bien déterminée comme la somme de ces trois contreparties qui pourraient être prévues et contrôlées de façon indépendante.

Pour analyser cela supposons que les autorités aient fixé au début de l'année des objectifs de masse monétaire et de crédit bancaire compatibles avec leurs objectifs de production et de réserves de change. Au cours de l'année des chocs non anticipés surviennent. Le tableau 1 permet de comparer, dans le cas de douze chocs, les politiques monétaires qu'implique le contrôle de la masse monétaire ou du crédit bancaire à celles qui seraient nécessaires pour stabiliser la production ou les réserves de change <sup>(4)</sup>. Dans cette analyse on tient compte des contraintes budgétaires des agents. Une partie importante de l'épargne des ménages se fait sous forme monétaire de sorte que tout choc sur la consommation se traduit par un choc de sens inverse sur la détention de monnaie. La demande de crédit des entreprises résulte de leur investissement, de leur profit et des fonds qu'elles peuvent collecter sur le marché obligataire. Les réserves de change, en change fixe, doivent équilibrer le marché des changes. Enfin la création monétaire de l'Etat résulte de son besoin de financement et de ses émissions de titres.

---

(2) De 1973 à 1977 l'encadrement du crédit n'était pas accompagné officiellement d'un objectif en taux de croissance de la masse monétaire, l'objectif était implicite.

(3) Il y a parfois eu des révisions en cours d'année (1981 et 1983).

(4) Ce tableau est tiré de H. Sterdyniak et P. Villa « Des conséquences conjoncturelles de la régulation monétaire », Document de travail de l'OFCE. L'analyse est valable dans le cas d'un pays en situation de sous-emploi, en change fixe.

## 1. La politique monétaire induite par différents chocs

CHOC	Objectif à stabiliser	Masse monétaire	Crédit bancaire	Production	Réserves de change	Crédit intérieur total
<b>CHOCs RÉELS</b>						
	Hausse de la consommation . .	E	R	R	R	E
	Hausse de l'investissement . .	R	R	R	R	R
	Baisse des exportations . . . .	E	O	E	R	R
	Hausse de dépense publique (financement monétaire) . . . .	R	E	R	R	R
<b>TRANSFERTS</b>						
	Etat → Ménages . . . . .	R	E	R	R	R
	Etat → Entreprises . . . . .	R	E	R	R	R
<b>CHOCs FINANCIERS</b>						
	Transfert monnaie → titres . .	E	E	O	O	O
	Emission ordinaire de titres publics . . . . .	O	R	O	O	O
	Emission extraordinaire de titres publics . . . . .	E	O	O	O	O
<b>CHOCs SPÉCULATIFS CONTRE LE FRANC</b>						
Provenance :						
	Monnaie . . . . .	E	O	O	R	O
	Titres . . . . .	O	R	O	R	O
	Crédit . . . . .	O	R	O	R	R

E : Politique monétaire expansionniste.

O : Politique monétaire neutre.

R : Politique monétaire restrictive.

Supposons par exemple que les ménages augmentent leur consommation en diminuant pour cela leur détention de monnaie et de titres. Cela a un effet expansionniste sur la production et induit une chute des réserves de changes du fait du déficit commercial. La politique monétaire, qu'elle se soucie des réserves de change ou du niveau de la production, devrait donc être restrictive. C'est le cas si les autorités contrôlent le crédit bancaire (car les entreprises, privées de financement obligatoire, demandent plus de crédit). Mais si les autorités contrôlent la masse monétaire, qui spontanément décroît, ils pratiqueront une politique monétaire expansionniste qui accentuera le déséquilibre.

Si les ménages décident de détenir plus de titres et moins de monnaie cela n'a a priori, aucun impact sur le niveau de la production ou celui des réserves de change. Mais, en cas de contrôle de la masse monétaire ou du crédit bancaire, cela induit une politique expansionniste.

Lorsque l'Etat émet des obligations, il convient de distinguer deux cas :

Si ces obligations se substituent dans le portefeuille des détenteurs à des obligations privées, la demande de monnaie n'est pas affectée. Par contre les entreprises sont privées de la possibilité d'émettre des titres ; elles demandent plus de crédit bancaire. Cela n'a aucun impact si les autorités contrôlent la masse monétaire et un impact restrictif si elles contrôlent le crédit bancaire.

Si ces obligations sont particulièrement intéressantes, les ménages vont diminuer leur détention de monnaie pour les acquérir. Il n'y aura pas de restrictions de la possibilité pour les entreprises d'émettre des titres. De ce fait la politique monétaire ne sera pas affectée si elle contrôle le crédit bancaire ; elle deviendra plus expansionniste si elle contrôle la masse monétaire.

Lors de chocs spéculatifs contre le franc, il faut distinguer selon la source où les agents puisent les fonds qu'ils transforment en devises étrangères :

— si les ménages diminuent leur détention de monnaie française, cela induit une politique monétaire plus expansionniste en cas de contrôle de la masse monétaire, ce qui est déstabilisant ;

— si les ménages diminuent leur détention de titres français cela induit une politique plus restrictive si le crédit bancaire est contrôlé ; cela n'a pas d'impact si la masse monétaire est contrôlée. Il en va de même si les agents augmentent leur demande de crédit pour spéculer contre le franc. Une hausse des emprunts des entreprises françaises à l'étranger n'a pas d'impact sur la politique monétaire si la masse monétaire est contrôlée, mais a un impact expansionniste si le crédit bancaire est contrôlé.

Le tableau 1 montre que sur les douze chocs, il n'y a que deux cas où masse monétaire et crédit bancaire varient dans le même sens, de sorte que la pratique du contrôle du crédit déstabilise la masse monétaire dans les dix autres cas. En fait l'interdépendance des contreparties fait que la masse monétaire est souvent plus stable que ces contreparties : c'est particulièrement le cas lors d'émissions de titres publics ordinaires ou lors de variations de l'endettement à l'étranger. L'encadrement du crédit est déstabilisant dans la mesure où il empêche que cette interdépendance joue son rôle stabilisateur naturel.

Les déficiences du système diffèrent selon qu'on le considère comme un régime de contrôle du crédit ou de la masse monétaire.

Le contrôle du crédit joue de façon satisfaisante lors de chocs sur la consommation, sur l'investissement, lors de chocs spéculatifs en provenance du crédit ou des titres français. Par contre il est neutre pour une baisse des exportations ou une hausse des dépenses publiques. Il renforce l'impact expansionniste des transferts en faveur des entreprises ou des ménages. Une émission de titres par l'Etat a un effet restrictif dans la mesure où les ménages ne diminuent pas pour l'acqué-



rir leur détention de monnaie. Le contrôle du crédit aboutit à ce que la rigueur de la politique monétaire dépende de l'arbitrage que font les ménages entre titres et monnaie.

Le contrôle de la masse monétaire freine l'impact de la hausse de l'investissement, des dépenses publiques ou des transferts en faveur des ménages ou des entreprises. Par contre il induit une politique monétaire expansionniste en cas de hausse de la consommation, en cas de mouvements spéculatifs de provenance monétaire, en cas de transfert monnaie/titre, en cas d'émission de titres publics si les ménages pour y souscrire diminuent leur détention de monnaie.

Nous dirons qu'un objectif intermédiaire est manipulable si les autorités peuvent l'atteindre sans modifier effectivement la rigueur de la politique monétaire. La masse monétaire est manipulable par toutes les mesures qui permettent de diminuer ex-ante la demande de monnaie : émission de titres publics avantageux, mesures fiscales favorables à l'achat d'obligations, incitations aux banques pour accroître leurs émissions de titres, mesures en faveur des caisses d'épargne. Le crédit bancaire est manipulable par les mesures en faveur des achats d'obligations et par les emprunts encouragés à l'étranger.

Quel que soit l'objectif intermédiaire choisi, il risque d'entraîner des réactions erronées de la politique monétaire. De ce fait trois stratégies sont possibles :

#### *Chercher le « meilleur » objectif intermédiaire*

Il s'agirait de chercher un objectif intermédiaire qui n'ait pas les défauts de la masse monétaire. Celui-ci devrait avoir deux caractéristiques : il devrait être le plus large possible pour ne pas être sensible aux choix de portefeuille des agents ; il ne devrait pas comprendre les réserves de change, puisque un des buts de la politique monétaire est d'accroître celles-ci : freiner l'évolution d'un agrégat incluant les réserves de change risque d'entraîner des effets pervers lorsque les réserves de change croissent, toutes choses égales par ailleurs. Ces deux caractéristiques sont satisfaites pour le crédit intérieur total, c'est-à-dire l'ensemble des financements internes monétaires ou obligataires reçus par les agents non financiers publics ou privés. Comme le montre le tableau 1 cet agrégat a encore le défaut d'induire une réaction erronée après une hausse de la consommation. Il a le mérite d'être non manipulable <sup>(5)</sup>.

#### *Ne pas avoir d'objectif intermédiaire*

L'Etat indiquerait clairement une fonction de réaction, c'est-à-dire son intention de moduler la politique monétaire en fonction de certaines variations pertinentes : inflation, chômage, déficit extérieur, réserves de change...

---

(5) On pourrait aussi penser au crédit global, qui ajoute au crédit intérieur total les financements obtenus de l'étranger. Mais le crédit global n'incite pas à réagir en cas de mouvement spéculatif contre le franc et ne favorise pas la recherche par les entreprises de financement à l'étranger.

Cette solution est la plus rationnelle. Elle a le défaut d'être difficilement compréhensible par le public et de mal se prêter aux effets d'annonce.

#### *Accepter un objectif imparfait*

L'Etat a une politique monétaire à deux visages : pour des raisons d'annonce il proclame un objectif de masse monétaire ; mais il sait que cet objectif est imparfait et il utilise le fait qu'il est manipulable pour limiter les réactions erronées dues à cette imperfection ou pour faire croire que la politique monétaire est plus restrictive qu'elle ne l'est réellement.

Pour analyser le caractère restrictif du respect d'une norme de masse monétaire ou de crédit bancaire, il importe donc de bien distinguer le cas où celui-ci a entraîné réellement une restriction sur les financements qu'ont pu obtenir les agents, des cas où il a résulté de modifications de la demande de monnaie ou de crédit, dues soit à des chocs réels (par exemple baisse du taux d'épargne pour la demande de monnaie ; hausse du profit des entreprises pour la demande de crédit), soit de modifications du comportement financier, éventuellement provoquées par des innovations financières.

## **De l'encadrement du crédit comme instrument de la politique monétaire**

Les autorités monétaires françaises ont choisi de réguler l'évolution des agrégats monétaires par un processus administratif : l'encadrement du crédit plutôt que par le jeu des taux d'intérêt ou le contrôle de la liquidité bancaire.

### **Encadrement du crédit et système bancaire**

L'encadrement du crédit, en attribuant à chaque banque un droit à émission du crédit proportionnel à la situation initiale, fixe plus ou moins les parts de marchés. Ce système limite la concurrence entre établissements financiers et instaure une rente de situation aux banques les moins dynamiques qui peuvent céder leurs droits non utilisés à émission de crédits sur le marché du « désencadrement ». Il conduit le système bancaire à la passivité et interdit une allocation optimale des ressources financières.

Ce choix s'explique, en partie, par le manque de confiance envers les processus de marché, par l'idée que la demande de crédit n'est guère sensible au taux d'intérêt. Il a parfois été justifié à partir de l'hétérogénéité des institutions financières en France. Certains établissements collectent plus de fonds qu'ils n'émettent de crédits. Il s'agit

essentiellement du Crédit agricole, des Banques populaires, du Crédit mutuel et de la Caisse des dépôts et consignations. D'autres au contraire ont un excès de leurs crédits sur leurs ressources. Il s'agit des institutions financières non bancaires, des banques d'affaires et de la plupart des grandes banques de dépôts. Les premiers prêtent aux seconds sur le marché monétaire ; le besoin net de refinancement est soldé par la Banque de France qui fixe le taux du marché monétaire. La hausse des taux d'intérêt, induite par celle du taux du marché monétaire, aurait des effets redistributifs non souhaités. D'un côté elle n'aurait guère d'impact restrictif sur les organismes excédentaires dont les ressources sont généralement à taux fixe ou peu variable et qui bénéficieraient au contraire d'une meilleure rémunération de leurs excédents. Ceux-ci pourraient donc continuer à développer leur activité indépendamment de la politique monétaire générale. De l'autre elle mettrait en difficulté les institutions financières qui prêtent à long terme sur la base de ressources collectées sur le marché monétaire. L'existence de ce type d'institutions empêcherait donc toute politique active de hausse des taux d'intérêt. Toutefois cet argument doit être relativisé : d'une part ces institutions ne sont souvent que des filiales des banques de dépôts ; d'autre part l'annonce d'une politique de taux plus active les ferait changer de type de financement.

Trois préalables existent à la mise en place d'un système faisant jouer un plus grand rôle aux taux d'intérêt. Il conviendrait de reconnaître que le métier de banquier a plusieurs aspects et que la capacité à récolter les dépôts diffère de celle de prêter à bon escient. Cela signifie qu'il faut éviter que des organismes collecteurs excédentaires, comme le Crédit agricole, le Crédit mutuel, etc., développent de façon excessive leur crédit dans des domaines non prioritaires (agriculture, logement), au détriment de l'industrie. Les avantages fiscaux qui leur permettent cette collecte devraient être supprimés ou compensés par des obligations d'emplois dans les secteurs prioritaires.

L'influence du taux du crédit sur le comportement des agents non financiers doit être renforcée. Cela implique une réduction progressive de la part des crédits bonifiés à taux fixes qui déconnectent complètement pour une grande partie des emprunteurs le coût effectif du crédit de la politique monétaire générale.

Il conviendrait enfin, pour permettre une flexibilité suffisante des taux d'intérêt, que les bilans de chacune des institutions financières puissent le supporter. Cela suppose que les crédits longs, à taux fixes, soient financés soit par des ressources longues à taux fixes, soit par des ressources à taux peu flexibles (compte sur livret, dépôt à vue). Il ne s'agit pas de remettre en cause l'hétérogénéité du système bancaire, mais de supprimer certaines habitudes de financement qui sont incompatibles avec des taux d'intérêt flexibles et qui n'ont perduré que parce que les autorités n'ont pas osé faire varier fortement les taux d'intérêt.

Le rôle plus actif des taux d'intérêt peut être organisé de plusieurs façons :

La plus simple serait que les autorités agissent directement par le taux de refinancement, c'est-à-dire pratiquement par le taux du marché

monétaire. Sa hausse augmente les coûts moyens et marginaux des banques, donc le taux d'intérêt du crédit. C'est la méthode la moins bureaucratique. Elle permet la libre concurrence des établissements. Si le taux du refinancement est géré directement en fonction des objectifs finaux de la politique économique, les taux d'intérêt ne varient qu'à bon escient.

Une autre méthode consiste à ce que les autorités fixent le montant du refinancement des banques et laissent le marché déterminer les taux d'intérêt. Cette méthode a deux défauts : elle entraîne des variations non nécessaires des taux d'intérêt à la suite de chocs purement financiers ou temporaires. Par exemple lorsque les ménages paient leurs impôts, les dépôts bancaires diminuent, donc le besoin de refinancement des banques augmente ; avec un système de contrôle du refinancement, les taux d'intérêt augmentent alors fortement. De plus, à court terme, la hausse des taux d'intérêt ne diminue que très faiblement le besoin de refinancement des banques ; il faudrait en effet que diminue la détention par les agents non financiers de monnaie centrale. Or celle-ci est peu sensible au niveau des taux d'intérêt, de sorte que l'équilibre du marché nécessiterait une très forte variation des taux d'intérêt. Peut-être même qu'aucune variation des taux ne permettrait à court terme d'équilibrer le marché. Aussi, autant on peut souhaiter un rôle plus grand des taux d'intérêt, autant on doit mettre en garde contre toute politique quantitative de contrôle d'un agrégat du type refinancement des banques ou base monétaire.

### **Les entreprises et l'encadrement du crédit**

Au niveau macroéconomique il est crucial de déterminer si une politique monétaire a le même impact sur les entreprises selon qu'elle est mise en œuvre par encadrement du crédit ou par hausse des taux.

Dans les deux cas la baisse de la masse monétaire (par rapport à sa tendance) que souhaitent obtenir les pouvoirs publics ne se traduit pas par une diminution égale des moyens de financement qu'obtiennent les entreprises, puisqu'elle est partiellement compensée par extension des crédits interentreprises, des crédits en devises et du marché obligataire, soit que la hausse des taux y attire les ménages, soit que la possibilité laissée aux banques d'accorder des crédits non soumis à l'encadrement en contrepartie d'émissions obligataires les incite à convaincre leur clientèle de transformer certains dépôts en placements obligataires. Même si le ralentissement de la croissance de la masse monétaire est l'objectif affiché des autorités, c'est la baisse des financements obtenus par les entreprises qui seule importe du point de vue macroéconomique. Or le ratio « baisse des moyens de financement/baisse de la masse monétaire » est inférieur à l'unité, quel que soit le type de politique monétaire rigoureuse poursuivie. Mais il n'est guère possible d'indiquer s'il diffère dans le cas de la hausse des taux et dans le cas de l'encadrement du crédit.

L'encadrement du crédit se traduit par une hausse du coût des ressources des banques, puisque les ressources obligataires sont plus coûteuses que celles fournies par les comptes sur livret. De plus le coût marginal du crédit devient pour elle le taux des obligations plutôt que le

taux du marché monétaire. De même on peut penser que les banques profitent de ce que le crédit soit devenu plus rare pour en renchérir le coût. Si ces mécanismes jouent fortement, il n'y a aucune différence pour les entreprises entre politique des taux et encadrement du crédit. La seule différence réside en l'articulation politique monétaire/comportement bancaire. Avec la politique des taux les autorités fixent le niveau des taux d'intérêt pour obtenir le niveau souhaité du crédit ; avec l'encadrement du crédit les autorités fixent le niveau du crédit et les banques fixent le taux d'intérêt qui équilibre le marché du crédit à ce niveau.

Pour que l'encadrement du crédit ne s'effectue pas entièrement par hausse des taux il est nécessaire que les autorités monétaires réglementent, en outre, le taux du crédit. Dans ce cas une partie de l'encadrement s'effectue par rationnement, c'est-à-dire par refus de crédit aux taux en vigueur. Une politique monétaire restrictive peut alors être pratiquée sans pousser les taux d'intérêt vers des niveaux aussi élevés que ne l'aurait fait une politique de taux. Mais les taux relativement bas alors observés n'ont pas la même signification que des taux qui équilibreraient le marché. Le niveau plus faible des frais financiers pour les entreprises qui ont obtenu du crédit doit être mis en balance avec les effets du refus de crédit pour les entreprises rationnées. Toutefois si la demande de crédit des entreprises est peu sensible au niveau des taux d'intérêt, il serait nécessaire d'augmenter fortement ceux-ci pour décourager les demandeurs et un rationnement, même un peu aveugle, peut être préférable. Si cent entreprises présentent des projets de rentabilité proches de 20 %, alors qu'il n'y a du crédit que pour quatre-vingt-dix, le taux d'intérêt devra monter aux alentours de 20 % pour décourager dix entreprises ; il absorbera alors la quasi-totalité du profit. Un système d'apparence moins logique — le taux d'intérêt reste à 12 % et on tire au sort les dix entreprises qui se verront refuser le crédit — est finalement préférable pour les entreprises prises globalement.

Dans la réalité la rentabilité des projets est plus dispersée. Aussi l'élimination des demandes de crédit par rationnement plutôt que par hausse des taux amoindrit-elle la rentabilité moyenne des projets financés. Par exemple si l'objectif de distribution de crédit est atteint par rationnement avec un taux de 12 %, alors qu'il l'aurait été avec un taux de 20 % en l'absence de rationnement, les projets dont la rentabilité est comprise entre 12 % et 20 % sont susceptibles d'être financés, alors que la régulation par les taux les aurait éliminés au bénéfice de projets plus rentables.

Une analyse plus fine du comportement de sélection des projets par les banques amène à penser que la sélection des projets par rationnement plutôt que par hausse des taux incite les banques à préférer les projets peu risqués, même s'ils sont moins rentables. Supposons par exemple que la banque ait le choix entre deux projets : l'un sûr de rentabilité 12 % ; l'autre qui a 95 % de chances d'avoir une rentabilité de 20 % et 5 % de se traduire par une perte totale du capital, le second projet a en fait une espérance de rentabilité de 14 %. Si les banques peuvent fixer leur taux d'intérêt librement, le second projet est le plus

intéressant. Si le coût marginal de leurs ressources est de 10 % et qu'elles sont contraintes, par exemple, à ne pas dépasser 12 % de taux d'intérêt, seul le premier est finançable. En effet les banques ne peuvent faire crédit au projet risqué qu'à un taux d'intérêt minimum de 15,8 %, puisqu'une prime doit compenser le risque de perte. Les taux élevés sont nécessaires pour financer des projets rentables mais risqués.

Au total le rationnement du crédit diminue la rentabilité moyenne des investissements, mais allège les prélèvements des banques sur les entreprises.

L'impact spécifique du rationnement du crédit sur l'inflation est un sujet controversé. Une politique de taux d'intérêt élevé accroît les frais financiers des entreprises ce qui augmente l'inflation par les coûts. Une politique d'encadrement du crédit entraîne un accroissement moindre des frais financiers, donc des coûts de production, qu'une hausse des taux. Par contre elle plonge les entreprises dans l'incertitude quant à leurs possibilités futures d'emprunter : celles-ci sont donc amenées à accroître leurs prix pour augmenter leur autofinancement et compenser cette baisse des possibilités d'emprunter. De ce fait l'encadrement du crédit, comme la hausse des taux, peut donc se révéler, au total, inflationniste.

Notons par ailleurs que l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur le profit des entreprises serait réduit si le crédit court (ou le crédit à taux variable) n'était pas si abondant. Dans un système où les entreprises financent par crédit courts des emplois qu'elles ne peuvent réduire à court terme, c'est-à-dire font de la transformation interne, la hausse des taux se répercute immédiatement sur elle sans recours. Si les entreprises n'avaient que du crédit à long terme (à taux fixe), la hausse des taux ne frapperait que les nouveaux crédits, c'est-à-dire ceux auxquels il est possible de renoncer, en remettant à plus tard les dépenses correspondantes, ce qui est bien le but de la politique monétaire. En l'absence de transformation interne, la politique monétaire est plus efficace puisqu'elle peut influencer le montant des dépenses des entreprises, sans affecter le profit qui découle des décisions passées.

## L'encadrement du crédit en France depuis 1973

### Une réglementation compliquée

L'encadrement du crédit, tel qu'il a été mis en place en décembre 1972, est passé du statut de moyen de régulation conjoncturelle à celui d'instrument permanent et prépondérant de la politique monétaire<sup>(6)</sup>. Depuis 1977 il est associé à la publication d'un objectif de croissance de la masse monétaire. Ce système se traduit par la définition de normes de croissance du crédit pour chaque banque. Ces normes ont été assez bien respectées, la progressivité très rapide des pénalités frappant les dépassements de l'encours autorisé s'étant montrée très dissuasive. D'autre part certains crédits ne sont pas encadrés pour des raisons tenant à l'objet du crédit ou à l'établissement distributeur. Enfin chaque banque peut octroyer des crédits en sus de la norme qui lui est allouée en accroissant à due concurrence ses ressources stables.

L'agrégat dont les autorités cherchent à contrôler l'évolution est constitué des espèces et des dépôts auprès des banques. En conséquence l'encadrement concerne essentiellement le système bancaire, à l'exclusion de la plupart des institutions non bancaires comme la Caisse des dépôts et consignations, le Crédit foncier, le Crédit national, considérés comme se « finançant sur ressources d'épargne ». Toutefois ces établissements font appel à des refinancements bancaires. La cohérence de la réglementation sur l'encadrement impose alors d'intégrer ces refinancements à l'assiette des crédits encadrés des banques prêteuses par le mécanisme dit « d'encadrement à la source du refinancement ». Pour la même raison certains types de crédits ne contribuant pas à la création monétaire comme les concours en devises, les opérations interbancaires ou les cautions, ne sont pas pris en compte.

En pratique l'encadrement consiste à fixer périodiquement un calendrier de progression des crédits concernés par rapport à un encours de référence. A partir de 1975 des calendriers ont été fixés tous les ans ou tous les semestres selon les années, définissant pour chaque mois de l'exercice la progression autorisée du crédit par rapport à l'encours initial. Les calendriers choisis n'ont guère été modifiés en cours d'exercice, sauf en 1981, où l'on a mis en place une politique plus expansionniste, et en 1983, où la dévaluation s'est accompagnée de la fixation de normes plus restrictives pour le second semestre.

Le non respect de l'encadrement pour un établissement se paie de l'obligation de constituer auprès de la Banque de France des réserves supplémentaires non rémunérées. Ces réserves sont calculées par le produit de l'encours de crédit soumis à encadrement par un taux de réserves supplémentaires qui dépend du taux de dépassement  $t$  constaté par la formule :

$$\theta = (0,3 + 0,15 t) t \quad \text{où } \theta \text{ et } t \text{ sont exprimés en pourcentage.}$$

La constitution de ces réserves devant être financée par une levée de fonds sur le marché monétaire, le coût marginal du crédit pour la

(6) L'ancienne réglementation est décrite en détail dans « *L'encadrement du crédit* » par M. Castel et S.A. Masse, PUF, 1983.

banque est une fonction croissante du taux de dépassement de la norme. Le coefficient, qui vaut 0,45 % pour un dépassement de 1 %, et 1,2 % pour un dépassement de 2 %, croît très vite avec  $t$ . Le coût de tout dépassement étant rapidement prohibitif, les violations de la norme de crédit autorisée ont été rares et de peu d'envergure sur la période récente.

Les autorités, privilégiant le contrôle de la masse monétaire, ont voulu renforcer les ressources stables des banques. Les banques ont donc eu la possibilité de dépasser l'encours autorisé d'un montant égal à l'accroissement de leurs ressources permanentes nettes, c'est-à-dire la différence entre leur stock d'obligations émises et de fonds propres et leur portefeuille d'obligations<sup>(7)</sup>. Cette mesure a incité les banques à développer leurs ressources longues afin de maintenir un rythme soutenu de progression des encours de crédit malgré les normes restrictives.

Le caractère global de l'encadrement a été constamment corrigé par des politiques sélectives de crédit s'appuyant sur des prêts désencadrés et des bonifications de taux. Dans le passé une part notable des crédits jugés prioritaires était désencadrée : crédits de préfinancement d'exportation, escompte de créances sur l'étranger, financements de grands projets d'investissement ou d'investissements économisant l'énergie, certains prêts immobiliers. Ces crédits se sont alors fortement développés : leur part dans l'encours de crédit bancaire aux résidents est passée de 2 % en 1973 à 10,2 % en 1982. Dès 1976 leur forte croissance a rendu difficile des objectifs de masse monétaire. La Banque de France en a alors institué le contrôle : à partir de 1978 une partie de l'accroissement des concours désencadrés a dû être « réintégrée » dans l'encours de crédit soumis à la norme. Depuis 1982 ce mécanisme de réintégration a été supprimé : les crédits prioritaires font l'objet de normes spécifiques de progression plus favorables. En 1982, pour un crédit total en francs recensé au titre des réserves supplémentaires de 1 690 milliards de francs, l'encours de crédit soumis à normes spécifiques s'élevait à 441 milliards, dont 52 % de crédits à l'exportation et 27 % de crédits au logement. Les crédits à taux préférentiels concernent une part importante des financements : 44 % des crédits étaient effectués en 1982 à des taux bonifiés. La différence entre le taux du crédit et le taux préférentiel pratiqué est prise en charge par l'Etat, ce qui représentait une charge d'environ 47 milliards de francs pour le budget en 1982, dont 22 milliards pour le logement et 17 milliards pour l'exportation<sup>(8)</sup>. La sélectivité du crédit a donc encouragé en premier lieu les exportations et l'activité du bâtiment, dont le contenu en importations est faible. Si comptablement le développement des crédits prioritaires a pu sembler nuire à la réalisation des objectifs monétaires, économiquement il apparaît favorable au desserrement de la contrainte extérieure.

Le régime d'encadrement a enfin fait l'objet de nombreux assouplissements qui ont produit un système compliqué. Le système des écono-

---

(7) Récemment seuls 80 % de l'encours d'obligations permettaient l'émission de crédit supplémentaire. Par contre les fonds propres étaient comptés pour 150 %.

(8) Voir le rapport du groupe de travail pour le IX<sup>e</sup> Plan, « *Politique Monétaire* », La Documentation Française.



mies de crédit permet de reporter un volume de crédit non utilisé d'un mois sur l'un des six mois suivants. Les banques dont les demandes de crédit ont un profil très saisonnier sont alors moins pénalisées par l'encadrement. Pour limiter les gains rapides de parts de marché des établissements émetteurs de crédits désencadrés, les autorités ont accordé aux banques victimes au premier chef de l'encadrement des normes de progression plus élevées. Les petites banques ont été également traitées plus favorablement depuis 1979, les établissements qui distribuaient moins de 200 millions de francs de concours ayant bénéficié d'indices de 4 points supérieurs aux indices des grandes banques. Le marché du désencadrement permet de transférer un droit à émission de crédit non utilisé par un établissement à une banque qui sinon dépasserait la norme qui lui est allouée. Ceci permet à la croissance effective des crédits de coller au plus près aux normes de progression d'encours retenues. Sur ce marché les emprunteurs paient aux prêteurs une prime de désencadrement d'autant plus élevée que la morsure de l'encadrement sur la distribution de crédit est forte. Cet élément de souplesse dans le dispositif a l'inconvénient d'introduire des rentes de situation pour les établissements les moins dynamiques qui n'épuisent pas leurs droits à émission de crédits.

*L'impact sur le secteur financier*

L'encadrement du crédit a été centré sur le contrôle de la masse monétaire au sens M2 (depuis 1984 les autorités monétaires ont choisi comme agrégat de référence M2R, c'est-à-dire M2 moins les dépôts des non-résidents). L'objectif n'a pas toujours été atteint, par exemple en 1974 et 1975 (mais l'objectif n'était encore qu'implicite), puis en 1979. Le but que s'assignait la politique monétaire de faire baisser le ratio M2/PIB est atteint puisque de 1977 à 1983, celui-ci a diminué de 6 % (tableau 2).

*2. Le taux de croissance de la masse monétaire*

	Masse monétaire		Crédit intérieur total	PIB (en valeur)
	Objectif	Réalisation <sup>(1)</sup>		
1971		17,8 (17,2)	14,5	11,5
1972		18,5 (18,5)	15,4	12,4
1973	15 (*)	15,0 (14,0)	12,4	13,6
1974	14 (*)	15,9 (17,3)	13,3	14,7
1975	13 (*)	18,2 (17,7)	16,5	13,6
1976	13 (*)	12,8 (13,2)	14,5	15,5
1977	12,5	13,9 (12,8)	13,4	12,3
1978	12	12,2 (13,3)	12,6	13,6
1979	11	14,4 (13,1)	14,4	14,1
1980	11	9,8 (11,2)	12,5	13,4
1981	10 puis 12	11,4 (12,2)	15,3	12,4
1982	12,5 à 13,5	11,5 (12,4)	16,7	14,7
1983	10 puis 9	11,8 ( 9,5)	15,6	10,9

(\*) Objectif implicite.

(1) Le premier chiffre représente le glissement de fin décembre à fin décembre mais le chiffre de fin d'année est souvent peu significatif. Le deuxième chiffre représente le glissement mesuré à partir des moyennes du 30 novembre et du 31 janvier.

Toutefois nous avons vu que la masse monétaire est un très médiocre indicateur de la politique monétaire et qu'elle peut diminuer en cas de baisse de l'épargne des ménages, de déficit commercial, d'innovations financières sans que cela signifie que la politique monétaire devienne plus rigoureuse. Le volume total des financements internes mis à la disposition de l'économie, c'est-à-dire le crédit intérieur total, est un indicateur plus satisfaisant. Or le taux de croissance de celui-ci n'indique aucune inflexion : le ratio crédit intérieur total/PIB augmente de 8,3 % de 1977 à 1983. Le tableau 3 <sup>(9)</sup> permet d'analyser ce phénomène. Le contrôle de M2R et du crédit bancaire dit « sur ressources monétaires » s'est traduit non par une restriction du financement obtenu par les agents, mais par un recours massif aux financements de substitution : en variation le rapport M2R/CIT est passé de 64 % dans les années 1970-1972 à 36 % dans les années 1981-1983 ; le rapport « crédit sur ressources monétaires »/CIT de 57 % à 36 %.

Cette évolution découle d'une part de la contrepartie négative de l'extérieur qu'entraîne le déficit commercial ; d'autre part de la démonétisation. Celle-ci ne s'est pas faite par hausse du financement direct des entreprises par les ménages mais par hausse des crédits des institutions financières non bancaires, par hausse des émissions obligataires des banques et surtout du Trésor.

Une fiscalité artificiellement favorable, la réglementation de la rémunération des placements liquides ont conduit nombre d'épargnants sur les marchés financiers. Le ratio obligations/monnaie pour les ménages est ainsi passé de 10 % à 17 % entre 1979 et 1983. Cette démonétisation a permis de sauver les apparences d'une politique monétaire rigoureuse. Mais la masse monétaire et le crédit bancaire sur ressources monétaires ont de plus en plus perdu leur signification économique.

### *L'impact macro-économique*

Evaluer l'impact spécifique de l'encadrement du crédit sur l'économie est difficile car le rationnement du crédit n'est pas mesurable : on ne connaît pas le montant du crédit dont l'encadrement du crédit a privé les entreprises. Si celui-ci s'effectue uniquement par hausse des taux d'intérêt et non par rationnement, il peut être fortement ressenti par les banques, mais ne pas être perçu en tant que tel par les entreprises.

Huit indicateurs de la politique monétaire sont rassemblés dans le tableau 4 <sup>(10)</sup>. Les deux premiers, donnés à titre de comparaison, sont

---

(9) Construit à partir de chiffres tirés de D. Bruneel et J.-P. Patat « Dix ans de régulation monétaire », *Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France* n° 18.

(10) On trouvera une présentation et une discussion des indicateurs construits par la Banque de France dans « La nouvelle méthode d'élaboration de l'indicateur de morsure de l'encadrement du crédit, comparaison avec les autres indicateurs de la politique monétaire » B. Enfrun, J. Pecha, C. Griffoul, *Bulletin Trimestriel de la Banque de France* 06/1983.

### 3. De la masse monétaire au crédit intérieur total

Variations en % du PIB

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
M2R	6,6	8,0	8,7	7,2	7,7	9,1	6,3	7,4	6,4	7,1	4,3	5,2	5,2	5,4
Contrepartie extérieure de M2R (1) .....	1,2	1,2	0,3	0,4	- 0,3	1,9	- 0,1	1,4	2,0	0,9	0,6	- 1,2	- 1,7	- 0,9
Créances sur le Trésor (2) ...	- 0,2	0,4	- 0,3	- 0,9	1,0	2,9	1,1	0,1	0,2	0,6	- 0,3	1,3	1,0	1,7
Concours bancaires aux résidents (3) .....	6,9	7,8	9,9	7,6	7,2	6,2	6,1	5,5	5,1	6,5	5,4	6,6	7,7	6,6
dont :														
Crédits bancaires sur ressources stables (4) .....	1,4	1,4	1,2	- 0,1	0,2	1,9	0,8	- 0,4	0,9	0,9	1,4	1,4	1,8	1,9
Crédits des institutions financières non bancaires (5) .....	3,1	3,2	3,3	3,6	3,7	4,4	4,6	4,7	4,1	4,1	4,0	4,2	4,0	3,5
Obligations du secteur privé (6) .....	1,0	1,0	0,8	0,6	0,3	1,1	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,4	0,8	0,6
Financements non monétaires du Trésor (7) .....	—	- 0,2	- 0,4	—	- 0,9	- 0,3	0,2	1,1	1,2	0,9	1,4	1,4	1,5	2,4
Crédit intérieur total .....	10,9	12,3	13,2	10,9	11,4	14,3	12,7	12,0	11,2	12,7	11,1	13,7	15,0	14,8

M2R = (1) + (2) + (3) - (4)

Crédit intérieur total = (2) + (3) + (5) + (6) + (7)

Encadrement du crédit et politique monétaire

les taux d'intérêts réels, respectivement à court terme (TRC), mesuré à partir du taux des « découverts et avances » bancaires, et à long terme (TRL), mesuré à partir du taux des obligations. Les trois suivants représentent des indicateurs de morsure au niveau des banques : le taux du désencadrement (DESEN) indique le taux auquel s'échangent les droits à crédit ; l'opinion des banques sur le poids effectif de l'encadrement du crédit (OPBAE) résulte d'une enquête effectuée par la Banque de France, mais elle a le défaut d'être quantifiée de façon subjective et variable au cours du temps ; la Banque de France construit un indicateur de morsure par les banques (ENCBA) en ajoutant trois autres indicateurs aux deux précédents (mais ces indicateurs nous semblent trop dépendants de la réglementation pour être fiables). Enfin pour utilisons trois indicateurs représentant l'opinion des entreprises : la difficulté d'obtention du crédit bancaire (DIF) provient de l'enquête de trésorerie de l'INSEE ; les difficultés de trésorerie ressenties par les entreprises (TRESO) de l'enquête trimestrielle dans l'industrie ; l'indicateur de morsure concernant les entreprises (ENCEN) est construit par la Banque de France. Le tableau 4 indique le niveau de chaque indicateur, chaque semestre : on voit la morsure de l'encadrement du crédit en

4. Différents indicateurs de la politique monétaire

	TRC	TRL	DESEN	OPBAE	ENCBA	DIF	TRESO	ENCEN
1973 I				-	-	-	-	
II					+	-	-	+
1974 I	-		+		-		+	+
II	-		+		+	+	+	+
1975 I	-	-		-	-		+	+
II		-	-	-	-	-		-
1976 I	-	-	-	-	-		-	
II	-	-		+			-	
1977 I				+				
II								
1978 I	+		-					-
II			-					-
1979 I		-				-	-	-
II			+		-	-	-	
1980 I				+	+		-	
II	-			+	+			+
1981 I		+				+		+
II		+				+	+	
1982 I		+	+		+			
II	+	+	+					
1983 I	+	+	+	+		+	+	
II	+		-		-	+	+	
1984 I	+	+	-	-				

Le + indique une politique monétaire restrictive.

Le - indique une politique monétaire expansionniste.

1974, avec des taux d'intérêts réels faibles ; puis la détente en 1975-1976. En 1980 une tension est perçue par les banques, mais pas par les entreprises ; c'est l'inverse en 1981. Puis les taux d'intérêt réels deviennent élevés et en 1983 les entreprises ont du mal à obtenir du crédit. Au début de 1984 l'encadrement se détend.

La cohérence entre perception des entreprises et perception des banques peut être analysée en comparant les difficultés d'obtention du crédit bancaire ressenties par les entreprises (DIF) à chacun des indicateurs bancaires. Il apparaît économétriquement que les entreprises sont plus sensibles aux taux d'intérêt nominaux qu'aux taux réels ; l'indicateur synthétique au niveau bancaire (ENCBA) est légèrement plus proche de l'opinion des entreprises que la prime de désencadrement (DESEN). L'opinion des banques (OPBAE) est la plus éloignée des perceptions des entreprises.

On a analysé économétriquement l'impact de l'encadrement en ajoutant à des équations usuelles, décrivant le comportement des banques ou des entreprises, les différents indicateurs de la politique monétaire<sup>(11)</sup>. L'analyse du lien entre l'encadrement du crédit et *les taux d'intérêt* s'est révélée décevante. Le taux d'intérêt du crédit n'apparaît pas directement sensible au degré de morsure (peut-être faut-il incriminer l'utilisation, faute d'information, d'un taux qui reflète mal les vraies conditions du crédit). Toutefois le taux du crédit dépend du coût moyen des ressources bancaires. Or la part des obligations dans les ressources des banques a augmenté de 10 points de 1973 à 1983 (de 3 à 13 %). On peut estimer à environ 1 % l'accroissement du coût moyen des banques imputable à cette hausse.

#### *L'impact sur les stocks*

Pour modéliser les variations de stock (dans l'industrie), on écrit que les industriels ajustent lentement le niveau de stock à un niveau désiré, révélé grâce à l'enquête stock<sup>(12)</sup>. La dynamique de l'ajustement n'apparaît pas dépendre de l'encadrement. Il n'apparaît pas non plus de corrélation significative entre stock désiré et taux d'intérêt, tensions sur la trésorerie ou difficulté d'obtention de crédits. Par contre l'opinion (OPBAE) des banques sur le degré de morsure ou les indicateurs synthétiques de la Banque de France (ENCEN et ENCBA) expliquent une part notable des fluctuations du stock désiré. Toutes choses étant égales par ailleurs, une hausse de 1 point de l'un de ces indicateurs étalonnés entre 0 et 4, se traduirait par une baisse des stocks désirés de l'ordre de 2 % : les entreprises pratiquent une gestion plus stricte de leurs stocks lorsque l'encadrement se fait plus contraignant. Selon que l'on utilise l'un ou l'autre des trois indicateurs, on arrive à la conclusion que la politique restrictive mise en œuvre en 1979 aurait contribué à une baisse comprise entre 1,5 % et 1,7 % des stocks désirés entre

---

(11) On trouvera une analyse similaire dans « Encadrement du crédit et rationnement » X. Debonneuil et H. Pagès, *Cahiers Economiques et Monétaires* de la Banque de France, n° 18, 1984. Mais celle-ci se limite à l'indicateur OPBAE.

(12) Voir : C. Vasseur et H. Sterdyniak « L'utilisation des enquêtes de conjoncture pour modéliser et prévoir la production industrielle ». *Observations et Diagnostics Economiques*, n° 7.

1978 et 1980, indépendamment de l'impact de la demande. L'appréciation de la détente de la politique monétaire à partir de 1981 diffère selon l'indicateur retenu ; si l'on retient OPBAE qui fournit la meilleure explication économétrique, les stocks désirés seraient remontés de 1 % de 1980 à 1982, du fait du desserrement de la contrainte financière, ce qui correspond à peu près à une production industrielle supplémentaire de 0,3 % pendant six trimestres.

### *L'impact sur l'investissement*

Les déterminants usuels de l'investissement sont la croissance des débouchés, le coût relatif du capital et du travail et le profit. L'introduction supplémentaire des indicateurs d'encadrement de crédit n'apporte pas d'amélioration. L'impact de la politique monétaire apparaît passer uniquement par le canal des taux d'intérêt. Il semble que les entreprises recourent largement aux financements de substitution non-encadrés et ajustent leurs besoins de financement en ralentissant l'accumulation des stocks plutôt que celle du capital.

### *L'impact sur les salaires*

L'influence spécifique de la politique monétaire sur l'évolution des salaires est un sujet de controverse que l'économétrie ne permet guère de trancher. Les éléments du débat figurent dans le tableau 5. Le principe consiste à ajouter une variable représentant la politique monétaire à une équation de détermination de l'évolution du taux de salaire. Sont reportés sur le tableau les cas où cette variable intervient avec un signe correct et un t de student supérieur à 1.

#### *5. Impact de la politique monétaire sur le taux de salaire*

Période d'estimation	1965-3/1984-2	1973-1/1984-2	1973-1/1981-4
Sans variable monétaire .....	0,341 %	0,308 %	0,291 %
Avec variable monétaire :			
Taux réel court .....	0,338 % ; 1,6	0,306 % ; 1,3	⊖
Taux réel long .....	0,336 % ; 1,7	⊖	⊖
DIF .....	⊖	0,299 % ; 1,9	0,289 % ; 1,2
TRESO .....	⊖	0,301 % ; 1,7	⊖
ENCEN .....	} non disponibles	0,286 % ; 2,7	0,278 % ; 2,1
DESEN .....		0,303 % ; 1,5	⊖
OPBAE .....		⊖	0,282 % ; 1,8
ENCBA .....		⊖	0,287 % ; 1,3

Le premier chiffre donne l'écart type de la régression ; le second, le t de Student de la variable de politique monétaire.

⊖ signifie que la variable représentative de la politique monétaire n'intervient pas avec un signe correct et un t de student supérieur à 1.

Sur l'ensemble de la période (où toutes les variables spécifiques d'encadrement ne sont pas disponibles) l'évolution du salaire n'apparaît pas influencée par les difficultés de trésorerie des entreprises ou les difficultés à obtenir du crédit. L'impact des taux d'intérêt réels est à la limite de la significativité : 1 % de taux d'intérêt réel supplémentaire diminuerait de 0,14 % le rythme annuel de progression du salaire.

Sur la période 1973-1984, cinq des huit variables sont à la limite de la significativité ; seule la variable représentant la morsure sur les entreprises est franchement significative. Cependant ces résultats économétriques peuvent résulter de la simultanéité dans la mise en œuvre de politiques salariales et monétaires restrictives. En limitant la régression à la fin de 1981 la significativité des variables monétaires diminue fortement. Si l'on en croit l'économétrie l'encadrement du crédit, mesuré par ENCEN, a permis, lorsqu'il s'est montré le plus contraignant, de réduire d'environ 1,3 % le rythme annuel de croissance du salaire.

#### *L'impact sur les prix*

L'encadrement du crédit incite les entreprises à augmenter leur taux d'autofinancement. En utilisant la variable DIF et en limitant à l'industrie, il apparaît que les industriels cherchent à augmenter leur prix quand le taux d'investissement est élevé. Cet effet dépend des conditions de crédit. Si le crédit est facile à obtenir (seulement 20 % des entreprises se voient refuser leur demande), 100 francs d'investissement supplémentaire se traduisent par une hausse de 30 francs de profit désiré. Si le crédit est difficile à obtenir (60 % des entreprises se voient refuser leur demande) cette hausse monte à 35 francs. Pour un niveau moyen du taux d'investissement cela augmente d'environ 1,4 % le prix désiré par l'industrie.

Au total il apparaît que l'encadrement du crédit a augmenté les taux d'intérêts en augmentant les charges des banques ; il semble avoir eu un effet particulièrement net sur les stocks ; il a incité les entreprises à gonfler leur prix, mais aussi à mieux résister aux revendications salariales.

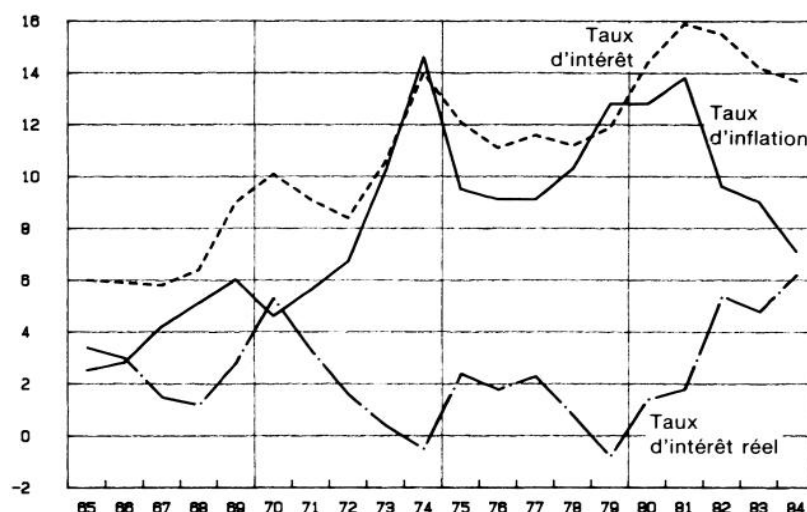
## **Une réforme libérale ?**

### **La situation à la fin de 1984**

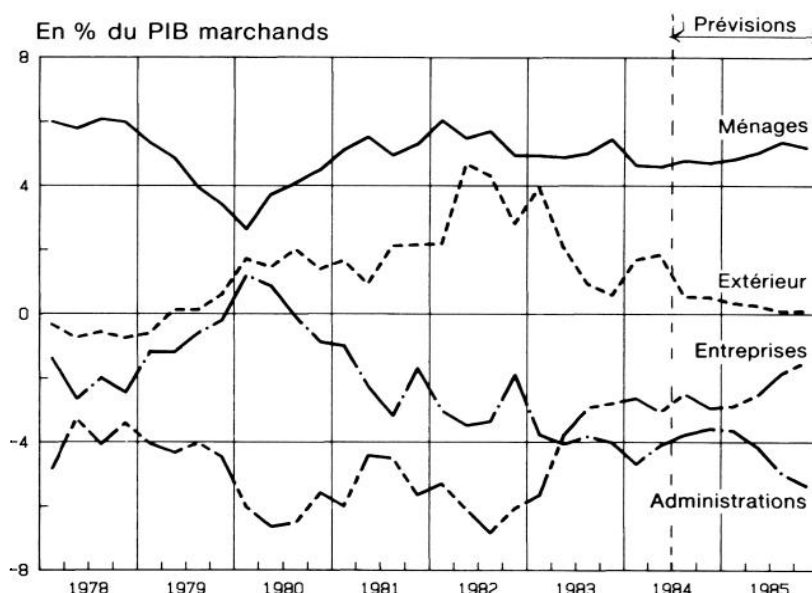
Au second semestre 1984 l'encadrement du crédit restait en place, mais ne mordait pas : la prime de désencadrement était nulle alors qu'elle avait atteint 11 % au début de l'année 1983 et était aux alentours de 3 % au début de 1984. Cela explique par trois raisons étroitement liées :

Les taux d'intérêts réels sont au plus haut (graphique 1). De ce point de vue, la situation dans les années 1981/1984 diffère de celle des années 1974/1978 : les taux d'intérêt ont monté beaucoup plus nette-

**1. Evolution  
du taux d'intérêt  
et du taux  
d'inflation**



**2. Capacités  
et besoins  
de financement**



ment, puis ils n'ont pas suivi les taux d'inflation à la baisse. Cette hausse du taux d'intérêt réel provoquée par une baisse de l'inflation à taux nominal inchangé n'a pas posé aux institutions financières prêteuses à long terme et endettées à court terme les problèmes qu'aurait posé une hausse du taux nominal. Elle s'explique plus par les taux d'intérêts réels américains que par la volonté de respecter la norme de croissance de la masse monétaire.

Du côté des entreprises le profit s'est amélioré beaucoup plus rapidement que l'investissement n'a cru, ce qui a diminué fortement leur besoin de financement : celui-ci avait atteint 6,1 % du PIB marchand en 1982 ; il est descendu à 3,8 % en 1983 ; 2,9 % durant le premier semestre 1984 ; puis 2,7 % durant le second (graphique 2). L'évolution devrait se poursuivre en 1985 (2,7 % au premier semestre ; 1,9 % au second). Symétriquement la baisse du revenu des ménages a provoqué d'un côté une chute de leur investissement en logement donc de leur besoin en crédit-logement, de l'autre une baisse de leur épargne financière, dont la part dans le PIB marchand est passée de 5,5 % en 1982



à 5 % en 1983, puis 4,5 % au premier semestre 1984. L'évolution récente est caractérisée par un besoin plus faible d'intermédiation financière et une croissance du besoin de financement des administrations relativement au besoin de financement des entreprises. Indépendamment de la politique monétaire la croissance des actifs financiers et en particulier de la masse monétaire, a donc tendance à légèrement se ralentir : la croissance du besoin de financement des entreprises, et en particulier du crédit bancaire, à s'infléchir beaucoup plus nettement <sup>(13)</sup>.

Le contrôle de la masse monétaire, l'encadrement du crédit ont été tournés par la démonétisation. Celle-ci a été favorisée par la forte différence entre le taux des obligations (14 % en juin 1984) et la rémunération des comptes sur livrets dans les banques (7,5 %) ; par l'interdiction faite aux banques de rémunérer librement les dépôts qui n'atteignent pas 500 000 francs et qui ne sont pas immobilisés pour au moins six mois. Cela a entraîné le développement des SICAV de trésorerie et des fonds communs de placement qui, du point de vue de leurs détenteurs, sont aussi liquides que la monnaie, mais qui ne sont pas compris dans la définition réglementaire de la masse monétaire. L'encours des SICAV de trésorerie et des fonds communs de placement a augmenté d'environ 100 milliards de francs du 1<sup>er</sup> janvier 1984 au 1<sup>er</sup> novembre 1984. Ceci diminue encore plus l'importance qu'il convient d'accorder au taux de croissance de la masse monétaire : le total « M2R + placements obligataires à court terme » a crû de 14,7 % en 1983 (contre 11,3 % pour M2R) ; de 11,5 % de la fin décembre 1983 <sup>(14)</sup> à la fin octobre 1984 (contre 5,3 % pour M2R). L'objectif de 6 % de croissance de la masse monétaire en 1984 a été ainsi rendu compatible avec une croissance de l'ordre de 12 % de « M2R + placements obligataires à court terme ».

On a même assisté à un renversement du mécanisme. Initialement c'étaient les banques, qui pour tourner l'encadrement du crédit, incitaient leurs clients à transférer des avoirs monétaires en emprunts obligataires. Ceux-ci ayant pris conscience du gain possible, ils ont été bien au-delà du désir des banques qui ont vu augmenter massivement le coût de leurs ressources. Ce mécanisme a entraîné la croissance du marché obligataire, et en particulier des émissions des banques et des institutions financières, qui leur a permis d'émettre du crédit dit « sur ressources stables », de sorte qu'a diminué le besoin du crédit encadré : les banques ont ainsi pu accumuler 100 milliards d'économie d'encadrement de crédit. De la fin décembre 1983 à la fin octobre 1984, alors que le crédit financé sur ressources monétaires ne s'accroissait que de 5,8 % <sup>(15)</sup>, le crédit total accordé par les banques augmentait de 9,1 % <sup>(14)</sup>.

(13) Ceci est confirmé par la dernière enquête de conjoncture de l'INSEE sur la situation de trésorerie dans l'industrie : 28 % des industriels ont demandé une extension de leur autorisation de crédit au second semestre 1984 (contre 40 % au premier semestre 1983) ; 76 % ont obtenu entière satisfaction contre 61 % il y a deux ans.

(14) En rythme annuel après corrections des variations saisonnières.

(15) L'objectif pour 1984 était d'une croissance de l'ordre de 6 % ; celle-ci étant assurée par des normes de progression qui étaient de - 2,5 % pour le crédit ordinaire des grandes banques ; de 0 % pour le crédit ordinaire des autres banques ; de 12 % pour les crédits privilégiés (exportation, investissement) ; de 26 % pour les prêts conventionnés au logement.

Le système fonctionne parfaitement en tant qu'il vise à diminuer la masse monétaire selon une certaine définition réglementaire, mais absolument plus en tant qu'il vise à être un régulateur macroéconomique. Ce rôle est joué par les taux d'intérêts.

### La réforme mise en place

Le gouvernement a annoncé, pour 1985, la suppression de l'encadrement du crédit. En fait la réforme ne va pas si loin et beaucoup des défauts de l'ancien système perdurent <sup>(16)</sup>.

Tout d'abord, le principe d'un *objectif de taux de croissance par la masse monétaire, au sens de M2R*, est maintenu. Le système des *réserves supplémentaires* est profondément aménagé. D'abord celles-ci ne seront plus considérées comme des punitions infligées aux banques coupables d'avoir enfreint l'encadrement, mais comme un choix offert à celles-ci. Les réserves non rémunérées devront être constituées ex-ante dès le début du trimestre et donneront droit à la distribution de crédits supplémentaires. Cela obligera les banques à prévoir avec précision le montant du crédit qu'elles comptent offrir dans le trimestre (un système de pénalité est prévu). Le système de norme individuelle pour chaque banque est maintenu. La norme s'appliquera aux *crédits nets*, c'est-à-dire à l'ensemble des crédits diminués du montant des ressources obligataires et de 1,5 fois les fonds propres. On pérennise donc la distinction entre ressources monétaires et ressources obligataires. La réforme encourage l'émission d'obligations car, depuis juillet 1983, les émissions d'obligations ne donnaient droit à distribution de crédit des-cencadré que pour 80 % de leur montant.

Les réserves supplémentaires seront dorénavant calculées de la façon suivante : soit  $\bar{C}$ , la norme fixée à une banque,  $C$  le crédit net qu'elle envisage de distribuer, elle doit constituer des réserves supplémentaires, dont le taux appliqué à l'ensemble de son crédit net est :

$$\theta = 0,2 t (t + 2)$$

où  $t$  représente l'écart en pourcentage entre  $\bar{C}$  et  $C$ .

La banque qui accorde un franc de crédit supplémentaire doit alors augmenter ses réserves supplémentaires de  $m$  francs, ce qui lui impose de se refinancer pour  $(1 + m)$  francs. Soit  $i_R$ , le taux du financement, le coût marginal du crédit pour la banque est de :

$$c_m = (1 + m) i_R$$

$m$  dépend de  $t$ , c'est-à-dire de l'écart en pourcentage entre le crédit déjà distribué et la norme de crédit. Le calcul <sup>(17)</sup> montre que :

$$m = 0,4 + 0,408 t + 0,006 t^2$$

---

(16) On trouvera une présentation de la réforme dans « Le nouveau régime des réserves obligataires », *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, n° 53, décembre 1984 et ses justificatifs dans l'article de D. Lebegue « La nouvelle politique du crédit », *Banque*, Février 1985.

(17) En effet, le montant des réserves supplémentaires vaut :  
 $R = \theta C = 0,2 \times 0,01 \times C \times t (2 + t)$  avec  $t = 100 \frac{C - \bar{C}}{\bar{C}}$  d'où  $m = \frac{dR}{dC}$

## 6. Le calcul des réserves supplémentaires

t =	< 0 %	0 %	1 %	2 %	3 %	5 %
$\theta$ .....	0	0	0,6 %	1,6 %	3 %	7 %
m .....	0	0,4	0,81	1,24	1,68	2,59
$c_m$ .....	12 %	16,8 %	21,7 %	26,9 %	32,2 %	43,1 %

Le tableau 6 (construit pour un taux de refinancement de 12 %) montre qu'il est extrêmement coûteux pour une banque de dépasser sa norme. Dès qu'elle dépasse celle-ci de 1 %, le coût marginal d'un crédit supplémentaire est de 22 %. Par ailleurs les banques peuvent émettre des obligations à taux voisin de 14 %. Lorsqu'une banque convainc un client d'acheter un titre qu'elle émet, à partir de fonds que celui-ci détenait sur un compte sur livret, cela lui donne droit à un crédit supplémentaire dont le coût marginal est de :

$$c'_m = i_r + i_o - i_l$$

en notant  $i_o$ , le taux des obligations et  $i_l$ , le taux des comptes sur livret ; soit de l'ordre de 18 %.

En première approximation le recours aux réserves supplémentaires n'est moins coûteux pour une banque que jusqu'à un dépassement de la norme de crédit de 0,24 %. Au-delà elle a plutôt intérêt à chercher un financement obligataire. De ce point de vue et mis à part certains éléments psychologiques (le recours aux réserves supplémentaires est maintenant présenté plus comme une possibilité que comme une pénalité), le nouveau système incite beaucoup moins que l'ancien à constituer des réserves supplémentaires (graphique 3) : le montant de celles-ci à dépassement donné est multiplié par 1,33 tandis que le financement obligataire est plus attractif ; dans l'ancien système l'émission d'obligation ne devenait rentable qu'au-delà d'un dépassement de 1 % de la norme de crédit. De plus l'émission d'obligation peut être une contrainte pour la banque si ses clients lui demandent des placements plus rémunérateurs. De toute façon le système est actuellement tel que tout crédit au-delà de la norme représente une perte pour la banque puisque les taux d'intérêt du crédit sont de l'ordre de 14 %. Aller au-delà représente pour elle une sorte d'investissement : la banque accepte de voir diminuer son profit à court terme pour développer sa part du marché du crédit et éviter de perdre trop de clients en refusant trop de crédit.

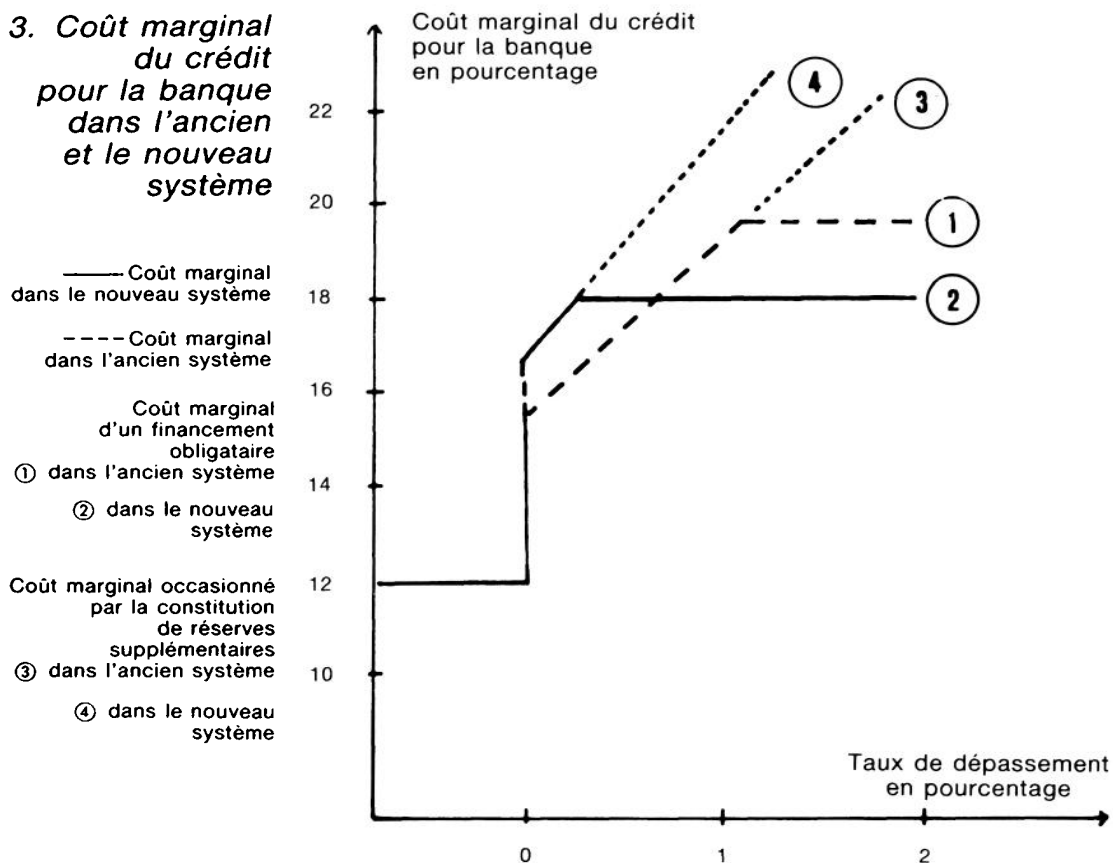
La réforme a l'inconvénient de mettre les banques en situation d'incertitude : le coût comparé de l'émission d'obligations ou du recours aux réserves supplémentaires dépend fortement de la pérennité du système. Les banques sont contraintes de faire un choix en fonction de ce qu'elles anticipent devoir être la régulation mise en place les années suivantes. On peut distinguer trois cas :

Notre calcul s'applique au cas où les banques anticipent que le système des réserves supplémentaires perdure et que l'encours de crédit qui servira de base pour la détermination du taux de progression

du crédit en 1986, en 1987 etc., restera le niveau susceptible d'être atteint en 1985, sans constitution de réserves supplémentaires (ainsi que cela a été pratiqué toutes les années sauf en 1985).

Certains commentateurs<sup>(18)</sup> interprètent la réglementation comme signifiant qu'en 1986 la base qui servira à déterminer le taux de progression de crédit sera le niveau effectivement atteint en 1985 : si une banque a distribué 100 de crédit en 1984, puis 103 en 1985 (en constituant, comme nous l'avons vu, 3 de réserve supplémentaire), sa base sera de 103 en 1986. Dans ce cas les banques auraient intérêt à constituer massivement des réserves en 1985, ce qui leur ouvrirait des droits à crédit pour les années suivantes. Si le système dure sept ans le calcul montre qu'elles ont intérêt à constituer des réserves supplémentaires en 1985 tant que la norme est dépassée de moins de 5 % plutôt qu'émettre des obligations<sup>(19)</sup>.

### 3. Coût marginal du crédit pour la banque dans l'ancien et le nouveau système



(18) Voir par exemple le bulletin du Centre d'information sur l'épargne et le crédit, janvier 1985.

(19) Cette interprétation est confortée par le texte de la circulaire fixant le système des réserves supplémentaires : l'article 5 fait référence à l'encours de crédit net effectivement atteint l'année précédente. Cette nouveauté s'explique par le fait qu'en 1984 l'encours atteint a été bien inférieur à l'encours susceptible d'être atteint en franchise de réserves supplémentaires. Elle ne sera peut-être pas reconduite en 1986.

Enfin si les banques anticipent que le système ne sera pas reconduit en 1986 et sera remplacé par un système de régulation par les taux, elles préféreront là aussi constituer des réserves supplémentaires, qui n'entraînent un surcoût qu'en 1985, plutôt qu'à chercher à émettre des obligations, qui amènent un surcoût sur sept ans.

Le recours accentué des banques au marché financier auquel la réforme veut inciter présente le défaut que les banques sont incitées à s'endetter à long terme, alors que les taux d'intérêt sont élevés. Cela risque de peser longtemps sur le coût des banques, donc sur le taux d'intérêt du crédit. On empêche les banques de gérer de façon économiquement optimale leur passif en fonction de leur actif. Par exemple les banques qui font essentiellement du crédit à court terme n'ont aucune raison d'émettre des titres à long terme ; cela oblige à faire de la contre-transformation et est ruineux si les taux d'intérêt baissent. Il en est de même pour les banques qui couvrent leurs emplois à long terme par des ressources à taux stables (tels les comptes sur livret ou les bons de caisse). La politique monétaire était naguère gênée pour augmenter les taux d'intérêt par les institutions financières qui avaient prêté à long terme avec des ressources de court terme ; elle risque d'être gênée, d'ici peu, pour faire baisser les taux d'intérêt par les banques qui devront prêter à court terme des ressources qu'elles auront emprunté à long terme à des taux élevés.

Le système des *crédits privilégiés* est supprimé, mais les crédits prioritaires (exportations, prêts spéciaux à l'investissement, prêts immobiliers conventionnés) bénéficient d'un système particulier : pour évaluer la croissance des crédits, la croissance des crédits prioritaires n'est prise en compte que pour 70 %. De plus la croissance des crédits au logements (PIC, PC, PAP) n'entre en compte que pour la part dépassant 7 %.

Soit, par exemple, une banque dont l'encours de crédit à la fin décembre 1984 était de 800 de crédits ordinaires, de 100 de crédit au logement, de 100 d'autres crédits privilégiés. Si, à la fin décembre 1985 ces chiffres sont respectivement de 850, 120 et 110, on considérera que le taux de croissance de son crédit n'est pas de 5 % mais de

$$t = \frac{20 + 0,7 \times (20 - 7) + 0,7 \times 10}{1000} = 3,6 \%$$

Elle devra donc constituer des réserves supplémentaires pour 4,0 % de son encours total de crédit ; soit 43,2.

Cela revient approximativement à ce que les réserves supplémentaires à constituer sur les crédits privilégiés ne sont que 70 % des réserves à constituer sur les crédits normaux.

Pour une banque qui a déjà dépassé de 1 % sa norme de crédit nous avons vu que le coût marginal d'un crédit normal est  $C_m = 12 \% \times (1 + 0,81) = 21,7 \%$ . Pour un crédit privilégié il est de  $C_m = 12 \% \times (1 + 0,81) = 18,8 \%$ . L'avantage accordé dépend fortement de la situation de la banque vis-à-vis de la norme : il est nul si la banque est en deçà de la norme ; il représente un avantage de taux au-delà. Par contre il est important pour la banque qui est juste en deçà

de la norme et ne souhaite pas la dépasser : elle a alors intérêt à substituer 1,43 F de crédit privilégié à 1 F de crédit ordinaire.

La modification des procédures de contrôle du crédit s'accompagne d'une *simplification du système des prêts bonifiés*. Deux des trois formules de prêts bonifiés sont en effet supprimées en 1985, ce qui devrait conduire tant à une réduction de leur part dans le total des financements qu'à un contrôle plus aisé du coût effectif du crédit.

Le marché *du désencadrement* et le système des économies reportables sont supprimés, mais les banques pourront céder temporairement ou reporter le droit à crédit qui résulte de la croissance de leurs ressources obligataires, ce qui reconstitue un marché de crédit désencadré.

Enfin une concertation trimestrielle permettra de vérifier tous les trimestres *la comptabilité entre l'évolution du crédit et les objectifs de la politique monétaire*.

Les normes de l'encadrement seront donc revues plus fréquemment. Au niveau macroéconomique l'impact sera très différent selon que par « objectifs de la politique monétaire », on entende la norme de progression de la masse monétaire ou les objectifs finaux de la politique économique.

*Pour 1985* la norme de croissance du crédit net a été fixée à 0 : les réserves supplémentaires s'appliquent dès que le crédit net dépasse son niveau de l'année précédente.

Cette norme de croissance nulle peut sembler rigoureuse<sup>(20)</sup>. De novembre 1983 à novembre 1984, le crédit bancaire a crû de 182 milliards (soit 10,1 %) ; par contre le crédit net, au sens de la nouvelle réglementation, n'a crû que de 42 milliards (soit 3 %), la différence s'expliquant par la progression des ressources stables, la réfaction de 30 % appliquée à la progression des crédits privilégiés et la déduction de 7 % au taux de croissance du crédit du logement.

Pour 1985 il faut d'abord considérer que le rétablissement de la situation financière des entreprises devrait aboutir à une baisse d'une quinzaine de milliards de leur besoin de financement. Toutes choses égales par ailleurs (c'est-à-dire en particulier en supposant que le mouvement de démonétisation se poursuive et que la structure des crédits entre crédits privilégiés et autres crédits reste la même), les banques devraient pouvoir distribuer 144 milliards de crédit brut sans constitution de réserves supplémentaires. L'écart ex-ante serait alors de l'ordre de 25 milliards, soit 1,7 % ; cela pourrait être permis par la constitution de réserves supplémentaires qui devrait s'élever à 20 milliards (soit un coût d'environ 2,5 milliards). Ce chiffre pourrait être réduit si les banques réussissent à faire augmenter la part des crédits privilégiés. Toutefois ce chiffre est global : le nouvel encadrement gênera

---

(20) Elle est associée à une croissance de M2R comprise dans une fourchette de 4 à 6 % pour une croissance annoncée du PIB de 7,5 % (en 1984 la fourchette était de 5,5 à 6,5 % pour une croissance du PIB de 7,7 %).

spécifiquement les banques qui font principalement du crédit de trésorerie et ont peu de moyens d'émettre des titres.

Ce raisonnement suppose que le mouvement de démonétisation se poursuive au même rythme qu'en 1984 et ne soit pas troublé par la création des certificats de dépôts négociables. Ceux-ci ne seront pas inclus dans la masse monétaire à laquelle s'applique la fourchette de 4-6 % (du moins en 1985), mais ils n'auront pas de pouvoir désencadrant. Si les certificats de dépôts négociables se développent au détriment des dépôts à terme, cela diminuera le taux de croissance de la masse monétaire, sans affecter les possibilités de distribution de crédit par les banques. S'ils se développent aux dépens des SICAV de trésorerie, ils n'affecteront pas directement le taux de croissance de la masse monétaire, mais diminueront les possibilités de distribution de crédit. Les interrogations concernant les innovations financières et la démonétisation ontent à la norme monétaire son caractère indicatif : les objectifs de la politique monétaire laissent planer une incertitude de l'ordre de 60 milliards de francs quant au total des crédits bancaires dont pourront disposer les agents privés en 1985.

La politique monétaire en 1985 apparaît extrêmement compliquée. Outre ses objectifs finaux (disons, niveau de production et réserves de changes), l'Etat a un objectif intermédiaire, la masse monétaire, qui est à la fois très manipulable (par les règlements institutionnels fixant le partage monnaie/non monnaie et par les rémunérations respectives de ces deux types d'actifs) et très instable, en raison de la démonétisation. Il dispose de trois instruments : le taux du refinancement, la norme de progression du crédit bancaire et les émissions de titres publics, qui déplacent à la fois la demande de monnaie (si les titres sont attractifs, les ménages diminuent leur détention de monnaie pour les acquérir) et la demande de crédit (si l'Etat émet des titres, il évince partiellement du marché entreprises ou banques).

Il convient de bien voir que phénomènes réels et monétaires pourront être fortement déconnectés et que objectifs en terme de crédit bancaire ou de masse monétaire pourront entrer en contradiction avec les objectifs finaux de la politique économique. Si l'investissement des entreprises est fort, il viendra buter sur la contrainte de crédit bancaire. Par contre une consommation forte, impulsée par un mouvement de désépargne, n'affectera guère la demande de crédit des entreprises et favorisera la réalisation de l'objectif monétaire. Le système mis en place est un barrage à la relance par l'investissement : pas à la relance de la consommation. Si le mouvement de transfert de la monnaie vers les titres se poursuit, les objectifs de crédit et de masse monétaire peuvent être atteints, alors même que les financements obtenus par les agents sont excessifs et entraînent un fort déficit extérieur. Si ce mouvement s'inverse, les objectifs de crédit et de masse monétaire demandent, pour être atteints, une politique monétaire très restrictive, alors que celle-ci peut ne pas être nécessaire si on considère l'évolution de la production et du solde extérieur.

Le système reste peu transparent et ne marque guère, à ce stade, d'évolution par rapport au système précédent. Il peut toutefois permettre une transition progressive vers une régulation monétaire moins

administrée. La simplification des régimes des crédits privilégiés et des crédits bonifiés permet aux instruments globaux de la politique monétaire d'orienter avec plus d'efficacité l'évolution de la distribution du crédit. A court terme l'évolution du système dépendra de celle de la demande de crédit :

Si celle-ci reste faible, le système des réserves supplémentaires ne jouera pas. Ce sera en particulier le cas si la contrainte extérieure impose le maintien de taux d'intérêt élevés. Les normes de crédit ne limiteront pas le financement de l'économie ; la régulation par les taux s'instaurera naturellement. Le système mis en place permet cependant d'éviter le risque d'un emballement provoqué par les banques qui augmenteraient massivement leurs encours de crédit pour s'assurer d'une base favorable en cas d'un nouvel encadrement, qui précisément serait rendu nécessaire par ce comportement.

En cas d'une forte demande de crédit le système des réserves mordrait. Il joue actuellement de façon très brutale, mais on peut imaginer qu'il soit progressivement aménagé de façon que le coût marginal du crédit avec constitution de réserves soit proche du taux d'intérêt du crédit. Le système assurerait alors un mécanisme stabilisateur de hausse du taux du crédit quand l'encours de crédit distribué augmente. Par rapport à une régulation pure par les taux d'intérêt, il est avantageux pour les institutions financières qui sont des emprunteurs nets au détriment des prêteurs structurels, qui ne peuvent ni étendre leur crédit sans pénalité, ni bénéficier d'une forme rémunération sur le marché monétaire. Il permet donc de contourner l'obstacle que constitue l'hétérogénéité du système bancaire vis-à-vis du marché monétaire. La réforme, décevante à court terme, peut ainsi conduire à un système plus souple qui combinerait une norme de croissance du crédit pour chaque banque avec une régulation macroéconomique où les taux d'intérêt joueraient un rôle primordial.