

L'ouverture du marché monétaire. Vers une politique libérale des taux d'intérêt ?

Sylviane Guillaumont Jeanneney (*)

*Professeur de science économique
à l'université de Clermont-Ferrand I*

Depuis le 18 décembre 1985 les entreprises peuvent émettre des titres à court terme négociables ; d'autre part depuis le début de 1986 tous les agents économiques peuvent acquérir des bons du Trésor en comptes courants, réservés jusqu'à présent aux institutions financières.

Ces innovations financières ont deux objectifs liés : améliorer le fonctionnement du marché des capitaux en diversifiant la panoplie des actifs financiers, « ouvrir le marché monétaire » aux entreprises et aux particuliers et permettre ainsi à la Banque de France de mener efficacement une politique d'open market axée sur les taux d'intérêt.

Pour que la politique d'open market puisse se substituer au contrôle quantitatif du crédit, comme cela est prévu pour 1987, une série de décisions complémentaires sont indispensables, relatives notamment à la libération des conditions créditricées des banques, à la mobilisation des bons du Trésor et à l'abandon de la politique sélective du crédit.

A long terme, pour que l'action par les taux d'intérêt demeure l'instrument permanent de la politique monétaire française quelle que soit la conjoncture, il serait en outre nécessaire d'autoriser l'indexation de la valeur des créances à plus d'un an sur le niveau général des prix et de renforcer l'autonomie du gouverneur de la Banque de France vis-à-vis du pouvoir politique.

Deux réformes importantes du système financier français, présentées comme une « ouverture du marché monétaire », viennent d'être mises en œuvre. Il s'agit de l'accès du marché des bons du Trésor en comptes courants aux opérateurs non financiers et de la création d'un marché du papier à court terme émis par les entreprises⁽¹⁾. Ces deux innovations viennent compléter la création récente (mars 1985) des certificats de dépôts qui sont des titres de même nature émis par les banques.

(*) Auteur de *Pour une politique monétaire. Défense d'une mal aimée*, PUF, 292 p., 1982.

(1) Les objectifs et les grandes lignes de la réforme ont été présentées à la réunion du Conseil national du crédit du 5 novembre dernier.

La réforme relative aux bons du Trésor est très simple dans son principe : elle consiste à ne plus réserver aux seuls opérateurs du marché monétaire⁽²⁾ la possibilité d'acquérir des bons du Trésor en comptes courants, autrement dit à l'étendre aux entreprises non financières et aux particuliers ; cette réforme a pu être mise en œuvre sur une simple décision du gouverneur de la Banque de France⁽³⁾.

La création d'un titre à court terme émis par les entreprises constitue une nouveauté plus radicale, qui a impliqué l'intervention du législateur⁽⁴⁾. Cette nouvelle catégorie de titres a d'abord été présentée sous le nom de « papier commercial » par analogie avec le « commercial paper » américain dont il s'inspire ; mais une telle appellation risquait de provoquer une confusion avec les effets de commerce, et le nom retenu est finalement « billet de trésorerie ».

Les deux innovations financières ont posé certains problèmes pour leur mise en œuvre

Ces deux innovations financières ont posé un certain nombre de questions pratiques, largement étudiées par la Direction du Trésor, la Banque de France, les milieux bancaires, qui sont relatives aux caractéristiques de ces titres, aux conditions de leur émission et de leur négoce, à leur régime fiscal⁽⁵⁾. Notre intention n'est pas ici d'étudier en détail ces problèmes, mais de centrer notre propos sur les objectifs de la réforme. Quelques précisions liminaires sont cependant utiles avant l'analyse des conséquences économiques de ces innovations (voir encadré).

Il est prévu que la possibilité ouverte aux agents non financiers d'acquérir des bons du Trésor en comptes courants ne s'applique, au moins dans un premier temps, qu'aux bons du Trésor à taux fixe (excluant ainsi les bons à taux variable) et aux nouvelles émissions de ces titres. Afin que la concurrence soit égale entre le Trésor public, les banques et les entreprises non financières, le montant unitaire de ces bons doit être au moins de 5 millions de F, comme les certificats de dépôts et les billets de trésorerie. Les échéances de ces bons du Trésor peuvent aller de 10 jours à 7 ans. Les bons continuent à être comptabilisés dans les livres de la Banque de France, et les établissements de crédit restent les seuls interlocuteurs de celle-ci, divisant leur propre compte à la Banque de France en sous-comptes au nom des

(2) Définis par la réglementation de 1967 : il s'agit des banques, établissements financiers, établissements publics ou semi-publics de caractère financier, agents de change, sociétés d'investissements en valeurs mobilières, compagnies d'assurances, sociétés de capitalisation, de prévoyance et de retraite.

(3) Cf. ordonnance du 13 avril 1945, complétée par le décret du 20 avril 1945.

(4) Cf. titre V de la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse. Ce titre a en outre légalisé (art. 35) l'existence des certificats de dépôts et a créé (art. 36) les bons des institutions financières spécialisées, de nature équivalente. Cf. aussi le décret du 16 décembre 1985 pris en application de la loi précitée qui fixe les obligations d'information sur leur situation financière imposées aux entreprises émettrices.

(5) Deux notes techniques relatives « à l'ouverture du marché monétaire » ont été successivement établies au début de septembre et à la fin octobre 1985.

Les nouveaux titres à court terme				
	Certificats de dépôts	Billets de trésorerie	Bons du Trésor en compte courant	Bons d'institutions financières spécialisées
Emetteurs	Etablissements de crédit pouvant recevoir des dépôts du public à vue ou à moins de deux ans d'échéance	Entreprises ayant au moins deux ans d'existence	Trésor public	Institutions financières spécialisées (ex. Crédit national, Crédit foncier)
Acquéreurs	Toute personne physique ou morale			
Durée possible	6 mois à 2 ans	10 jours à 180 jours	10 jours à 7 ans	2 ans à 7 ans (*)
Montant minimum	5 millions de francs			
Régime fiscal	<ul style="list-style-type: none"> — Sociétés : impôt sur les sociétés — Organismes à but non lucratif : 10 % — Personnes physiques : choix entre prélèvement libératoire à 33 % et IRPP — Non résidents : exonération 			
Date de la première émission	mars 1985	18 décembre 1985	2 janvier 1986	courant (*) 1986
(*) intentions				

entreprises et des particuliers ; la négociation des titres s'opère de manière décentralisée, les prix de cession pouvant être différents selon les quantités vendues et selon les établissements de crédit servant d'intermédiaires.

Quant au nouveau « billet de trésorerie »⁽⁶⁾, il s'agit d'un billet au porteur d'un montant unitaire élevé, et d'une échéance minimale de 10 jours et maximale de 180 jours ; le taux d'intérêt en est fixe. Librement négociable et mis en garantie, il ne pourra être coté en bourse. Afin d'assurer le bon fonctionnement du marché, la domiciliation bancaire des souscriptions, des paiements d'intérêts et des amortissements est obligatoire. Une ligne de crédit bancaire de substitution, spécifique à l'émission du billet de trésorerie et couvrant la presque totalité de son montant (95 %), est exigée de l'émetteur ; l'objet de cette ligne de

(6) Conformément aux dispositions de la loi précitée, les caractéristiques auxquelles les billets de trésorerie doivent répondre ont été fixées par le Comité de la réglementation bancaire dans sa séance du 17 décembre 1985. Le Comité a simultanément abaissé de 10 à 5 millions de F le montant minimal des certificats de dépôts.

crédit est de garantir la liquidité de l'émetteur dans le cas où le marché des billets de trésorerie se réduirait, mais en aucune manière sa solvabilité : autrement dit cette ligne de crédit ne pourra être considérée comme une caution. En revanche les entreprises émettrices doivent selon les prescriptions légales satisfaire certaines obligations d'information sur leur situation financière, comme les sociétés cotées en bourse. Aux Etats-Unis il existe des organismes de *rating* ou d'évaluation des entreprises qui fournissent au marché une expertise de la situation des entreprises émettrices. L'intervention en France d'organismes similaires ne sera pas indispensable tant que la coupure minimale des billets de trésorerie sera maintenue au niveau élevé de 5 millions de F, de telle sorte que l'émission de ces titres ne puisse intéresser qu'un petit nombre de grandes entreprises.

Les objectifs fondamentaux de la réforme

Par ces deux innovations financières les autorités monétaires françaises visent deux objectifs : d'une part améliorer le fonctionnement du marché des capitaux en diversifiant la panoplie des actifs financiers et en clarifiant la nature de ceux-ci, selon qu'ils sont émis à court, moyen ou long terme, d'autre part « ouvrir le marché monétaire » aux entreprises et aux particuliers et permettre ainsi à la Banque de France de mener une politique axée sur les taux d'intérêt.

Les deux aspects de la réforme sont liés. La diversification des actifs financiers préparera la réforme des instruments de la politique monétaire, qui n'en est encore qu'au stade du projet. En effet en 1986 le contrôle quantitatif du crédit, sous la forme de réserves à taux progressif en fonction de la croissance des crédits, et la réglementation des conditions bancaires créditrices, devraient demeurer en place ; les autorités monétaires ont seulement décidé pour l'an prochain de modifier les « instruments d'analyse monétaire » : la composition des agrégats monétaires officiels a été changée et une nouvelle définition de la norme de croissance monétaire adoptée. Ce n'est qu'en 1987 que devrait être définitivement supprimée la réglementation directe du crédit dont l'efficacité sera alors de toute façon compromise par le développement des nouveaux instruments financiers.

La substitution au contrôle dirigiste du crédit d'une politique d'*open market*, d'inspiration libérale, qui ferait de la variation du taux d'intérêt sur le marché monétaire le principal moyen d'action des autorités monétaires, constituerait une véritable révolution de la politique monétaire française. Disposer d'un vaste marché monétaire drainant librement l'ensemble des disponibilités à court terme et permettant à la politique d'*open market* d'influencer toute la gamme des taux d'intérêt a été un rêve permanent des autorités monétaires françaises. Après que MM. Marjolin, Sadrin, Wormser eurent en 1969 dans leur rapport « sur le marché monétaire et les conditions de crédit »⁽⁷⁾ préconisé de diminuer, sinon de faire disparaître, l'escompte au profit des interventions de la Banque de France à taux variables sur le marché monétaire — ce qui

(7) La Documentation Française, 1969.

fut fait au début des années soixante-dix —, on put croire, un temps, que l'action par les taux d'intérêt allait devenir l'instrument permanent de la politique monétaire. Mais on est vite revenu à une conception plus dirigiste de la politique monétaire : la place du marché monétaire dans le financement bancaire s'amenuisa progressivement à partir de 1975, tandis que le contrôle de la masse monétaire reposait sur un encadrement du crédit, de plus en plus sélectif, complété par une administration des taux d'intérêt des institutions financières. C'est cette évolution que l'on désire maintenant inverser.

Les arguments du choix entre un contrôle quantitatif du crédit et une politique de flexibilité des taux d'intérêt

Le choix en faveur d'un rationnement quantitatif des crédits, accompagné d'une orientation sélective, semble bien avoir été opéré sous la pression des circonstances. Un certain consensus s'est réalisé, y compris parmi les économistes libéraux, selon lequel la hausse des taux d'intérêt en période de forte inflation serait incapable de réduire la demande de crédit, à moins d'être très forte et de compromettre la croissance et la réduction du chômage. Simultanément il a semblé que le déséquilibre extérieur et le chômage justifiaient de favoriser, par des crédits plus abondants et moins chers, les entreprises exportatrices et les entreprises créatrices d'emplois.

Cependant l'usage prolongé du rationnement et de la sélectivité du crédit a fait apparaître de plus en plus clairement leurs inconvénients au regard même des objectifs recherchés, la stabilité monétaire, l'équilibre extérieur et le plein emploi. L'abaissement artificiel des taux d'intérêt au-dessous de leur niveau d'équilibre a empêché une sélection des investissements en fonction du critère de la rentabilité ; il a conduit simultanément à un gaspillage du capital et à un biais en faveur de techniques de production à forte intensité capitalistique, ce qui a réduit l'emploi potentiel. Le biais systématique en faveur des activités exportatrices a accru la dépendance de l'économie vis-à-vis de l'extérieur, sans nécessairement contribuer à l'équilibre extérieur. Enfin la rémunération faible — en fait négative en termes réels — des placements liquides, qui constitue une spoliation systématique des épargnants des classes moyennes, semble avoir réduit le taux d'épargne financière des ménages.

La conjoncture économique actuelle paraît favorable à une révision de la politique monétaire en faveur d'instruments plus respectueux des mécanismes du marché. Si au cours des années soixante-dix on a pu s'accommoder d'un coût du crédit en termes réels la plupart du temps négatif, dont on minimisait les conséquences néfastes, la très forte augmentation de ce coût depuis 1981, qui a conduit le taux de base bancaire au niveau prohibitif de 5 % en termes réels⁽⁸⁾ a contribué à mettre en lumière l'inadéquation du contrôle quantitatif du crédit. Simultanément la réduction de l'inflation rend moins périlleux le passage d'un système rigide de contrôle par les quantités à un système plus souple de contrôle par les prix.

(8) Taux de base bancaire moins taux d'inflation sur les 12 derniers mois.

La diversification des actifs financiers

La structure financière française se caractérise par la division des actifs financiers en deux types distincts de placements : la monnaie et les liquidités d'une part, les valeurs mobilières d'autre part. Ces deux catégories d'actifs financiers se différencient par la durée des échéances, mais aussi par les conditions de leur rémunération : tandis que le taux d'intérêt des obligations se détermine sur un marché et que le cours des valeurs mobilières est soumis à des fluctuations, les conditions de rémunération des placements à vue et ou à court terme sont administrées et la valeur nominale de ces placements connue à l'avance. Sur cette séparation des actifs financiers en deux catégories, l'autorité monétaire fonde son action, limitant la croissance des liquidités tout en incitant au développement du marché financier.

La division des actifs financiers en deux compartiments est progressivement remise en cause

Cette division des actifs financiers a cependant été remise en cause soit par les pouvoirs publics eux-mêmes, soit spontanément par le système financier sous l'œil bienveillant des autorités.

D'une part l'espace entre le court terme et le long terme a été réduit par un double mouvement des échéances : allongement au-delà de deux ans de certains placements bancaires (par exemple les plans d'épargne-logement) et des bons du Trésor sur formule (bons à intérêt progressif de 3 mois à 5 ans) ; raccourcissement de la durée des obligations (le seuil du marché obligataire est descendu à 7 ans, et même depuis 1982 en-deçà avec l'émission par le Trésor public d'obligations renouvelables à échéance de 6 ans (ORT))⁽⁹⁾.

D'autre part les banques ont toujours depuis 1969 bénéficié d'une petite zone de liberté pour la rémunération de leurs comptes, les conditions de durée et de montant des dépôts dont la rémunération est libre ayant évolué au cours du temps. Selon la dernière réglementation de septembre 1981, plus restrictive que la précédente, la rémunération est libre (et donc dépendante des conditions du marché) pour les dépôts de plus de 500 000 F et d'une durée minimale de 6 mois ou d'une durée supérieure à 1 an.

Enfin on a assisté au cours des quatre dernières années à une sorte de confusion entre l'épargne liquide et l'épargne placée en valeurs mobilières. La restriction de la liberté accordée aux banques de rémunérer les dépôts au taux du marché monétaire⁽¹⁰⁾ a en effet entraîné une véritable explosion des placements en actions et parts de Sociétés

(9) Le porteur des obligations renouvelables du Trésor (ORT) a la faculté au bout de 3 ans de convertir ses titres en nouvelles ORT.

(10) Avant septembre 1981 (depuis 1979) la rémunération des dépôts de plus de 100 000 F et d'une durée minimale de 1 mois était libre.

d'investissements à capital variable (SICAV) et Fonds communs de placement (FCP) à court terme, spécialisés dans les obligations à taux variable ou à échéance rapprochée. Ces placements, aisément mobilisables et comportant peu de risques de pertes en capital (tout au moins en période de baisse des taux d'intérêt) sont, semble-t-il, considérés par les épargnants comme équivalents à l'épargne liquide ⁽¹¹⁾ ⁽¹²⁾.

L'extension du marché des bons du Trésor en comptes courants et la création des « billets de trésorerie » devraient permettre de combler définitivement le hiatus entre la monnaie ou quasi-monnaie et les valeurs mobilières. L'objectif officiellement visé est de permettre aux trois catégories d'agents économiques que sont les entreprises, les établissements de crédit et le Trésor public d'émettre des titres de créances négociables (c'est-à-dire à un taux d'intérêt déterminé par les conditions du marché) sur toutes les échéances allant de quelques jours à sept ans (seuil du marché obligataire). En fait selon la réglementation actuelle, seul le Trésor public bénéficie de tout l'éventail de ces possibilités ; les entreprises ne peuvent pas émettre de titres dont l'échéance serait supérieure à 180 jours, tandis que, selon la réglementation relative aux certificats de dépôts, les banques peuvent émettre des titres d'une durée initiale supérieure à 6 mois et inférieure à 2 ans. En outre les taux d'intérêt variables ne sont pas autorisés, ni l'émission de coupures inférieures à 5 millions de F. La diversification des actifs financiers, même si elle demeure encore très encadrée par les autorités monétaires en vue de ne pas perturber brutalement le marché financier ⁽¹³⁾ ni les conditions d'exploitation des banques, pourrait avoir plusieurs conséquences bénéfiques, tant au niveau des emprunteurs que des prêteurs.

Le financement plus aisé du déficit budgétaire

Le financement du déficit budgétaire pourrait s'en trouver facilité. La priorité de financement du Trésor public qui s'exerce à l'heure actuelle sur le marché financier par le calendrier des émissions existera aussi sur le marché des titres à court terme, puisque le Trésor public sera le seul à pouvoir choisir librement ses échéances et ne sera pas concurrencé par les entreprises ou les banques pour les échéances supérieures à 2 ans. De plus les bons du Trésor public devraient bénéficier d'un marché plus vaste et donc plus stable que les billets de trésorerie puisqu'ils peuvent être acquis par les banques en franchise de réserves obligatoires (à taux progressif), ce qui ne semble pas devoir être le cas

(11) A la fin de 1984 les actions et parts de SICAV court terme et Fonds communs de placement court terme constituaient 9,7 % des placements liquides des agents non financiers (alors qu'ils étaient négligeables en 1981). A la même date les achats d'obligations de ces organismes représentaient 35 % des émissions. Cf. CNC, *Rapport annuel 1984*, pp. 200 et 201.

(12) Les comptes CODEVI créés en 1983 aboutissent également, sur une moins grande échelle, à une confusion entre épargne liquide et épargne longue ; ces comptes bénéficient d'une rémunération supérieure à celle des autres dépôts grâce à une exonération fiscale ; leurs ressources destinées à financer le développement des entreprises industrielles ont été principalement utilisées à la souscription de titres d'une durée de vie de dix ans émis par la Caisse des dépôts et consignations (titres pour le développement industriel).

(13) L'annonce de la création des certificats de dépôts a créé le 6 décembre 1984 une courte panique sur le marché financier.

des billets de trésorerie. L'accès des épargnants aux bons du Trésor en comptes courants devrait ainsi permettre au Trésor public de moins faire appel simultanément au marché financier (contribuant ainsi à abaisser les taux d'intérêt sur ce marché) et à la Caisse des dépôts et consignations (contribuant ainsi à réduire le rachat des bons du Trésor par la Banque de France).

La désintermédiation financière et la réduction du coût du crédit

La création des billets de trésorerie devrait, quant à elle, se traduire par une certaine désintermédiation financière, puisque ces titres constituent un lien direct entre prêteurs et emprunteurs finals. Cette perspective inquiète la profession bancaire ⁽¹⁴⁾, bien que celle-ci ne doive pas a priori être exclue de ce nouveau marché dont elle assure le fonctionnement pratique. Cependant le coût de l'intermédiation des banques (et plus encore de la Caisse des dépôts et consignations) apparaît en France excessivement élevé, notamment en comparaison avec les marges bancaires à l'étranger. L'existence des billets de trésorerie devrait contraindre les banques à réduire le taux d'intérêt de leurs crédits, du moins à l'égard des entreprises capables d'émettre ces billets ⁽¹⁵⁾.

Or le coût excessif de l'intermédiation financière nuit simultanément au développement de l'épargne et à la rentabilité des entreprises. Tout ce qui peut le réduire en contraignant les banques à améliorer leur productivité est donc souhaitable.

Une meilleure transparence du marché des capitaux

La diversification des actifs financiers devrait enfin conduire à une meilleure transparence du marché des capitaux ou à une plus grande vérité dans la nature des placements en fonction des échéances. Le développement récent des SICAV et FCP à court terme n'est pas sans danger ni pour les épargnants, ni pour les autorités monétaires. Si le mouvement des taux d'intérêt, à la baisse depuis 1982, se renversait, les détenteurs d'actions et parts de SICAV pourraient connaître des pertes en capital, inattendues en tout cas pour eux. Il est possible alors que le phénomène de substitution de ces titres aux dépôts bancaires, auquel on a assisté depuis 1982, s'inverse et compromette le respect de la norme de croissance monétaire. Le reflux des placements boursiers vers des placements à terme plus court (et à risque en capital moins élevé) pourrait s'opérer partiellement en faveur des bons du Trésor et des billets de trésorerie, à condition toutefois que la coupure minimale que l'on a fixée au départ à 5 millions de F soit sensiblement abaissée ⁽¹⁶⁾.

(14) Cf. l'interview donnée au *Figaro* par Jean Dromer, président de l'Association française des banques (21-22 septembre 1985).

(15) Ce qui pourrait, semble-t-il, concerner 10 à 20 % des crédits bancaires aux entreprises, en régime de croisière. On peut noter qu'au cours de la première semaine d'émission des billets de trésorerie (les émissions ayant été le fait d'une demi-douzaine d'entreprises) les taux d'intérêt se sont situés légèrement au-dessous du taux du marché monétaire pour des durées de 10 jours à 1 mois, alors que les crédits « spots » sont accordés par les banques aux très grandes entreprises au TMM + 1/8 ou parfois 1/16 de point.

La réforme envisagée n'a pas seulement comme intérêt de diversifier les actifs financiers et de permettre un meilleur fonctionnement des marchés de capitaux ; son principal objet est d'être la première étape d'un vaste plan de réforme de la politique monétaire.

Vers une nouvelle politique monétaire ?

Une description rapide des instruments actuels de politique monétaire et de leurs conséquences est nécessaire avant de définir à quelles conditions pourrait être instaurée une véritable politique d'*open market* axée sur les taux d'intérêt.

Les instruments actuels de la politique monétaire

La politique monétaire française repose à l'heure actuelle sur trois instruments principaux :

- la fixation d'une norme de croissance de la masse monétaire qui est en baisse régulière depuis 1982 ;
- le contrôle quantitatif du crédit (dont le dispositif a été modifié en 1985) ;
- la réglementation des taux de rémunération des placements auprès des établissements de crédit et la distribution d'une part importante des crédits à l'économie à taux préférentiels.

Le contrôle quantitatif du crédit consiste dans l'imposition de réserves obligatoires supplémentaires assises sur les crédits et dont le taux est rapidement progressif en fonction de la croissance de ceux-ci. L'obligation de constituer ces réserves, qui ne sont pas rémunérées, accroît « le prix de revient du crédit » pour les banques et rend très vite celui-ci prohibitif⁽¹⁷⁾. Mais les banques peuvent échapper à cette obligation en finançant l'accroissement de leurs crédits par recours au marché financier, de même qu'à l'époque de l'encadrement du crédit proprement dit elles pouvaient accorder des crédits hors encadrement financés sur ressources non monétaires. Simultanément la réglementation des conditions bancaires créditrices, renforcée en septembre 1981, qui maintient un écart artificiel entre le taux de rémunération de l'épargne liquide et celui des placements boursiers⁽¹⁸⁾, écart d'autant plus important que le taux d'intérêt du marché financier est conjonctuellement élevé, a incité les épargnants à transformer une partie de leur

(16) Cette réaffectation des fonds pourrait aussi se faire à l'initiative des fonds communs de placement qui dans le même esprit ont été autorisés à acquérir des bons du Trésor en comptes courants (règlement du 30 avril 1985).

(17) Avec la formule actuelle qui définit le taux de réserves obligatoires $r = 0,2 t (t + 2)$ (avec t taux de croissance des crédits), la constitution de réserves est égale au montant du crédit nouveau (et le prix de revient du crédit doublé) lorsque le taux de croissance des crédits bancaires ordinaires atteint 3 % (cf. Maarek (G.), « L'encadrement du crédit : abolition ou consolidation », *Revue de l'IPECODE*, n° 7, février 1985, p. 2.

(18) Ecart renforcé par les règles fiscales qui favorisent les placements boursiers (taux d'imposition sur le revenu à 25 % pour les obligations contre 45 % pour les placements liquides).

épargne liquide en parts de SICAV et FCP⁽¹⁹⁾. Ce double dispositif a permis à la fois de limiter la croissance de la masse monétaire, dont sont exclues les actions et parts des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, et de relâcher les contraintes sur le financement bancaire de l'économie.

La croissance de la masse monétaire, retenue comme indicateur de la politique monétaire, a ainsi perdu sa signification réelle : la croissance des crédits bancaires à l'économie est supérieure à celle de la contrepartie « crédits à l'économie » de la masse monétaire et celle-ci ne comprend pas la totalité des actifs financiers considérés comme liquides par les ménages. En termes de théorie économique on peut dire que le ralentissement de la croissance de la masse monétaire a été compensé par une réduction de la demande de monnaie, c'est-à-dire une accélération de la vitesse de circulation de la monnaie. La fixation d'une norme de croissance de la masse monétaire a désormais une fonction plus symbolique que réelle, ce qui ne veut pas dire qu'elle ne conserve pas encore un rôle utile par son action sur les anticipations inflationnistes⁽²⁰⁾.

De l'analyse précédente il serait faux de conclure que la politique monétaire française n'est plus qu'un décor planté à des fins psychologiques. Si la distribution du crédit n'est plus contrainte du côté de l'offre (en jargon monétaire, l'encadrement du crédit ne « mordait » plus en 1984), elle l'est du côté de la demande par le niveau réel élevé des taux d'intérêt. Mais on ne peut en conclure que la politique monétaire en serait arrivée — par des voies détournées — à une « politique d'*open market* » axée sur les taux d'intérêt, et ceci pour deux raisons principales.

Le taux d'intérêt « directeur », c'est-à-dire celui qui détermine le taux de base bancaire et à travers celui-ci l'ensemble des taux débiteurs, n'est plus logiquement le taux du marché monétaire, mais le taux du marché obligataire⁽²¹⁾. En effet le taux du marché monétaire ne représente plus le coût marginal de refinancement du système bancaire, puisque à cause du dispositif de réserves supplémentaires en fonction de la croissance des crédits, le recours au marché monétaire pour le financement de nouveau crédit s'opère rapidement à un coût prohibitif, supérieur au taux d'émission de titres sur le marché financier⁽²²⁾. D'au-

(19) Cf. ci-dessus.

(20) La fixation d'une norme de croissance de la masse monétaire a été particulièrement utile de ce point de vue lorsque le taux de change du franc français était flottant : la norme monétaire apparaissait comme un point d'ancrage de notre système monétaire. La participation de la France au système monétaire européen et la fixation officielle d'un cours pivot du franc a sensiblement diminué l'intérêt psychologique de cette norme.

(21) Cf. Maarek (G.), article cité, p. 10.

(22) De 1981 à 1984 le recours des institutions financières bancaires au marché obligataire a représenté entre 25 et 37 % des émissions obligataires nettes d'amortissement et des emprunts CODEVI.

Le cloisonnement actuel des marchés monétaire et financier a pour conséquence que les variations du taux d'intérêt du marché monétaire ne se transmettent qu'imparfaitement au marché financier ; de plus une certaine similitude d'évolution des taux d'intérêt sur les deux marchés ne permet pas de conclure à une action des taux « courts » sur les taux « longs » ; l'influence peut être en sens inverse dans la mesure où la Banque de France tient compte de l'évolution du taux du marché obligataire pour fixer son taux d'intervention. Pour une analyse de l'évolution des différents taux d'intérêt en France et de leurs relations, on peut consulter de J.P. Patat « La connaissance des taux d'intérêt » dans *Le rôle et la politique des taux d'intérêt en France*, colloque Banque de France-Université, décembre 1985, à paraître en 1986 dans Banque de France *Cahiers économiques et monétaires*.

tre part une fraction importante (de l'ordre de 44 %) ⁽²³⁾ des crédits à l'économie est accordée à des taux « préférentiels » dont les variations ne suivent qu'imparfaitement les variations des taux d'intérêt appliqués aux crédits ordinaires, même si la pratique des bonifications en points d'intérêt s'est quelque peu substituée ces dernières années à la fixation directe de taux préférentiels indépendants des taux du marché.

C'est pourquoi la direction de la politique monétaire échappe en grande partie à la Banque de France, qui n'intervient pas sur le marché financier et ne décide pas de la réglementation applicable aux crédits à taux d'intérêt préférentiels qui demeure du ressort du ministère des Finances. Le pouvoir monétaire tend à être partagé entre le Trésor public et la Caisse des dépôts et consignations qui, l'un comme emprunteur, l'autre comme prêteur, sont les principaux intervenants sur le marché financier ⁽²⁴⁾. Même si l'administration du marché financier s'est desserrée, le Trésor public conserve un poids prépondérant dans le comité des émissions et dispose d'une priorité pour ses émissions. Cette substitution de pouvoirs n'est pas sans graves inconvénients pour la politique monétaire : alors que celle-ci constitue la finalité même d'une banque centrale, les contraintes de financement du secteur public pèsent sur les décisions du Trésor public et de la Caisse des dépôts et consignations.

La politique monétaire en 1986

Par rapport à l'analyse précédente la conduite de la politique monétaire en 1986 sera affectée par la nouvelle définition des agrégats monétaires et de la norme de croissance monétaire et par les deux innovations financières précédemment définies ⁽²⁵⁾. En fait ces deux modifications ne bouleverseront pas la logique du système existant, leurs conséquences étant marginales compte tenu des restrictions mises à l'émission de ces titres relatives à leur durée et à leur montant ⁽²⁶⁾.

L'agrégat monétaire retenu pour définir la norme de croissance monétaire en 1984 et 1985 était M_2 (résidents) ; il sera remplacé par l'agrégat M_3 (résidents) différent de l'agrégat ainsi désigné précédemment (voir encadré). L'indicateur retenu pour 1986 (M_3) est plus étroit que l'indicateur antérieur (M_2) dans la mesure où il ne contient plus l'épargne contractuelle (soit les plans d'épargne-logement et les livrets d'épargne des travailleurs), mais aussi plus large puisqu'il englobe en plus les dépôts bancaires à vue et à terme et les prises de titres en réméré des SICAV et FCP, et surtout les dépôts à vue et à terme reçus

(23) Cf. CNC, *Rapport annuel 1984*, p. 129.

(24) Les émissions des administrations publiques ont constitué en 1984 50 % des émissions d'obligations (CNC, *Rapport annuel 1984*, p. 168).

(25) Comme les dépôts dans les Caisses d'épargne feront désormais partie de l'agrégat retenu pour la définition de la norme de croissance monétaire, la Caisse des dépôts et consignations sera soumise aux réserves obligatoires sur les dépôts, et la progression de ses crédits à l'économie devrait faire l'objet « d'un accord entre cet établissement et les autorités monétaires ». Ceci signifie que la Caisse des dépôts et consignations ne sera pas soumise au dispositif des réserves à taux progressif.

(26) Cf. ci-dessus encadré.

Les nouveaux agrégats monétaires

Depuis janvier 1984 les statistiques monétaires comprenaient trois principaux agrégats (MR), relatifs aux actifs financiers détenus par les agents non financiers résidents ⁽¹⁾.

M₁ regroupait les instruments de paiement (billets, monnaies divisionnaires et comptes-chèques).

M₂ comprenait les actifs contenus dans M₁, plus des actifs financiers qui peuvent être convertis en moyens de paiement « sans entraîner pour les détenteurs de ces placements un risque de perte en capital, la seule pénalisation étant dans certains cas la réduction des intérêts servis », à condition qu'ils soient gérés par les institutions bancaires (ou le Trésor pour les seuls dépôts à terme et comptes CODEVI) (il s'agit donc des comptes sur livrets, des dépôts à terme, des bons et de l'épargne contractuelle).

On obtenait enfin M₃ en ajoutant à l'agrégat précédent les actifs financiers de même nature mais gérés par les autres institutions financières (placements dans les Caisses d'épargne, bons du Trésor sur formules, bons des PTT et de la Caisse nationale de l'énergie).

La nouvelle batterie d'agrégats définie en novembre 1985 se différencie de l'ancienne à chaque niveau :

— M₁ comprend, outre les moyens de paiement détenus par les entreprises et les particuliers, les dépôts à vue détenus par les SICAV et FCP ;

— M₂ comprend, outre M₁, tous les comptes sur livrets (dépôts à vue ne servant pas directement d'instruments de paiement) quel que soit l'organisme émetteur ; il est donc plus étroit que l'ancien M₂ par la nature des actifs retenus, mais plus large par les institutions financières émettrices ;

— M₃ groupera M₂ plus tous les bons non négociables (y compris les bons du Trésor sur formules), les comptes à terme et les bons négociables (certificats de dépôts) émis par les établissements de crédit (il inclura notamment les comptes à terme des SICAV et FCP et les prises de titres de ces organismes en réméré) ;

— enfin un agrégat L groupera l'ensemble formé par M₃ plus les titres négociables émis par le Trésor et les entreprises ainsi que l'épargne contractuelle (essentiellement plans d'épargne logement).

L'idée fondamentale de cette nouvelle définition des agrégats est d'inclure dans M₃ tous les titres de placements convertibles en moyens de paiement sans risque de pertes de capital quel que soit l'établissement de crédit émetteur (et dans (L - M₃) les titres de placements à court terme négociables). Mais ce critère logique n'a pas été totalement appliqué, puisque les certificats de dépôts sont inclus dans M₃ et les plans d'épargne-logement dans (L - M₃).

(1) « Les agrégats monétaires en France », Banque de France, *Note d'information*, n° 64, décembre 1984.

par les établissements de crédit non bancaires (notamment les dépôts dans les Caisses d'épargne) et tous les bons non négociables (les bons du Trésor sur formules).

Cette nouvelle définition laisse en dehors de la norme de croissance monétaire l'épargne contractuelle, les bons du Trésor en comptes courants (qui pourront désormais être détenus par des agents non financiers), les billets de trésorerie, et les valeurs mobilières (à l'exception de la partie des actions et parts de SICAV et FCP qui ont pour contrepartie aux bilans de ces organismes des dépôts bancaires à vue ou à terme et des prises de titres en réméré).

Selon l'objectif monétaire fixé pour 1986 la progression de l'indicateur M_3 ne devrait pas dépasser une limite fixée sous la forme d'une fourchette allant de 3 % à 5 %.

Quel sera, dans ce nouveau contexte, l'impact de l'extension du rôle des bons du Trésor en comptes courants et de la création des billets de trésorerie, tant sur le respect de la norme de croissance monétaire que sur la politique des taux d'intérêt ?

Ces deux innovations financières offriront aux agents non financiers des titres de placement qui ne seront pas comptés dans la norme de croissance monétaire ; le développement de ces nouveaux titres, comme celui des actions et parts de SICAV et FCP en 1982-1985, pourrait limiter la croissance monétaire en diminuant la demande de monnaie, autrement dit en accélérant la vitesse de circulation de la monnaie. Cet effet devrait cependant être d'ampleur fort limitée, tant qu'un minimum (prohibitif pour les particuliers) sera imposé au montant unitaire de ces titres. C'est plutôt le fait d'avoir exclu du calcul de l'indicateur monétaire (M_3) les plans d'épargne-logement dont la croissance récente est très rapide, qui devrait faciliter le respect de la norme de croissance monétaire fixée à un niveau apparemment bas ⁽²⁷⁾. Quant à l'inclusion des dépôts bancaires des SICAV et FCP dans l'indicateur monétaire, il est sans grande portée statistique, puisque ces organismes de placement ont intérêt à détenir des formes de liquidités mieux rémunérées. Le traitement, au regard des statistiques monétaires, des SICAV et FCP comme « des institutions transparentes » est peu conforme au fait que l'intervention de ces organismes modifie la conception que se font les épargnants de la nature de leurs placements en valeurs mobilières.

L'ouverture du marché des bons du Trésor en comptes courants aux agents non financiers et la création des billets de trésorerie auront également peu de conséquences immédiates sur le rôle joué par la politique d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire.

Dans tous les pays développés, il existe un marché interbancaire (marché monétaire au sens strict) où s'échangent les liquidités en monnaie centrale. En France ce marché est accessible à tous les intermédiaires financiers (cf. note (2)) alors qu'à l'étranger il est générale-

(27) de Boissieu (C.), « Les innovations financières de la masse monétaire », *La Tribune de l'Economie*, 9 novembre 1985, p. 15.

ment réservé aux banques ⁽²⁸⁾. Cette ouverture plus grande du marché monétaire français (au sens strict du terme) est de peu de portée. Mais en France, contrairement à ce qui se passe à l'étranger, l'accès au marché des titres à court terme, tant direct que par l'intermédiaire des établissements de crédit, est fermé aux agents économiques non financiers. Ceux-ci ne pouvaient jusqu'à présent ni émettre des titres à court terme, ni en acquérir (à l'exception fort limitée des certificats de dépôts). Ils ont très peu la possibilité de placer leur argent dans les banques à un taux d'intérêt comparable à celui qu'ils obtiendraient en achetant un titre à court terme, puisque les conditions créditricées des banques sont étroitement réglementées ⁽²⁹⁾.

L'existence d'un marché des titres à court terme ouvert à tous les agents économiques est une condition de l'efficacité de la politique d'interventions de la Banque centrale sur ce marché appelée d'ailleurs « politique d'*open market* » (politique du marché ouvert). En intervenant sur un tel marché, la Banque centrale influence les conditions d'arbitrage des agents économiques non financiers entre monnaie, placements à court terme, placements sur le marché financier ; elle modifie donc simultanément la demande de monnaie, l'offre et la demande de crédit et à travers celles-ci l'offre de monnaie.

Les deux innovations financières programmées pour 1986 constituent un commencement d'ouverture du marché monétaire français qui tendra à rapprocher son fonctionnement de ses homologues étrangers. La portée de la réforme est cependant limitée puisque les banques et les entreprises n'auront pas la liberté de choisir, comme elles l'entendent, la durée, le montant unitaire, le mode de rémunération (fixe ou variable) de leurs emprunts, et que les conditions de rémunération des placements bancaires demeurent réglementées. Le marché des titres à court terme (auquel les épargnants n'auront en fait accès que par l'intermédiaire des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières) apparaîtra comme une annexe du marché financier plutôt qu'un développement du marché monétaire.

Les conditions immédiates d'une substitution de la politique d'*open market* au contrôle quantitatif du crédit

Pour que la politique d'*open market* puisse se substituer en 1987 au contrôle quantitatif du crédit efficacement, c'est-à-dire sans provoquer une expansion excessive du crédit et de la monnaie génératrice d'inflation ⁽³⁰⁾, trois décisions complémentaires seront dès cette époque indispensables : la libération des conditions de rémunération des placements dans les banques, la modification des conditions de mobilisation des

(28) Comme le marché des *Federal Funds* aux Etats-Unis. Il est d'ailleurs question d'exclure du marché monétaire *stricto sensu* (c'est-à-dire du marché interbancaire « des dépôts à vue en blanc ») les entreprises non bancaires actuellement admises au marché monétaire (ENBAMM).

(29) Cf. ci-dessus. Cette dernière caractéristique est le facteur fondamental de fermeture du marché monétaire français : alors que les billets de trésorerie n'existent pas (ou peu) chez nos voisins européens (hormis la Suède) le marché monétaire y est considéré comme ouvert, parce que les taux d'intérêt des institutions financières sont en règle générale libres.

(30) Ce vaste sujet a fait l'objet d'une étude approfondie dans notre livre *Pour une politique monétaire. Défense d'une mal aimée*, PUF, 1982, p. 215 et suiv.

bons du Trésor à la Banque centrale et l'abandon de la politique sélective du crédit.

Pour que la politique d'*open market* soit efficace, il faut d'abord que la Banque centrale puisse librement élever son taux d'intervention lorsqu'elle désire réduire la distribution des crédits à l'économie pour lutter contre l'inflation, et l'abaisser dans le cas contraire où elle veut stimuler l'activité économique. La flexibilité des taux d'intérêt est évidemment la base de la politique d'*open market* ⁽³¹⁾.

La Banque de France n'acquerra la liberté d'action nécessaire que si sa politique de variation du taux d'intérêt sur le marché monétaire exerce un impact identique sur les différentes catégories de banques. L'hétérogénéité du système bancaire français où certains établissements sont en permanence prêteurs sur le marché monétaire (notamment les établissements à statut légal spécial, CDC, Crédit mutuel et Crédit agricole) tandis que d'autres, comme les banques d'affaires et les banques de crédit à moyen et long termes, sont structurellement déficitaires en ressources, a souvent été présentée comme un obstacle à la politique d'*open market*. Le rationnement de la liquidité bancaire et la hausse concomitante des taux d'intérêt sont peu crédibles « dès lors que chaque banque sait qu'un tel rationnement impliquerait, à relativement brève échéance, la disparition pure et simple de certains établissements non marginaux et porterait en germe un risque réel de crise bancaire » ⁽³²⁾.

En fait il semble que l'hétérogénéité du système bancaire ne devrait pas constituer un obstacle à la politique d'*open market* dans la mesure où normalement les banques adaptent la durée de leurs emplois à celle de leurs ressources et peuvent donc rapidement répercuter la hausse du taux du marché monétaire sur le prix de leurs crédits. Si néanmoins la variation du taux d'intérêt sur le marché monétaire risque d'affecter le compte des banques en fonction de l'importance de leur refinancement, cela tient à la réglementation des conditions de rémunération des dépôts à vue et des dépôts d'épargne, qui crée, particulièrement en période d'inflation, une rente de situation en faveur des institutions financières grosses collectrices de liquidités. L'hétérogénéité du système bancaire cesserait indiscutablement d'être un obstacle à la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire si les conditions créditricies des banques étaient libérées. Cette réforme entraînerait en effet une hausse des taux créditeurs parallèle à celle du taux d'intérêt sur le marché monétaire.

Il conviendrait simultanément de mettre fin à l'absence de tarification ou à la sous-tarification des services rendus par les banques aux déposants. En effet, la non-rémunération des dépôts à vue et le plafonnement des taux de l'intérêt servi aux dépôts d'épargne sont un peu la contrepartie de cette sous-tarification ; mais le principe de cette com-

(31) Flexibilité des taux d'intérêt n'est pas synonyme d'instabilité. Il n'est pas envisagé ici que la Banque de France puisse mener une politique d'*open market* axée sur la « base monétaire », comme l'a pratiquée le FED depuis 1959, qui, compte tenu de l'instabilité du multiplicateur du crédit, conduirait à une instabilité perturbatrice des taux d'intérêt.

(32) David (J.H.), « Les limites du contrôle monétaire », *Banque*, octobre 1977, n° 366, p. 1032.

pensation est critiquable car elle entraîne des transferts de gains non mesurables entre les utilisateurs du système bancaire.

La libération des conditions créditrices des intermédiaires financiers ne devrait pas empêcher de réduire par ailleurs l'hétérogénéité du système financier en harmonisant les règles fiscales applicables aux placements de même nature, notamment en mettant fin à l'exonération des livrets A des Caisses d'épargne. Il est d'autre part prévu de soumettre à l'obligation de réserves obligatoires les dépôts dans les Caisses d'épargne qui seront désormais inclus dans la masse monétaire (M_2 et a fortiori M_3). Enfin la disparition des crédits à taux bonifiés (voir ci-dessous) devrait également contribuer à banaliser la Caisse des dépôts et le Crédit agricole.

La libération des conditions créditrices aurait aussi l'avantage de resserrer le lien entre le taux du marché monétaire et le taux de base bancaire, et contribuerait donc à accroître la précision de la politique d'*open market*. En effet, à côté du refinancement, le coût des dépôts bancaires et l'importance relative des dépôts et du refinancement interviennent dans la détermination du taux de base bancaire ; la variabilité du rapport de la monnaie émise par la Banque centrale aux dépôts bancaires (qui se traduit dans l'instabilité du multiplicateur du crédit) vient perturber la relation entre le taux d'intérêt du marché monétaire et le taux de base bancaire. Ce phénomène disparaîtrait si les deux sources de financement des banques — le marché monétaire et les dépôts bancaires — avaient approximativement le même coût.

Mais cette réforme serait insuffisante si certains refinancements demeuraient automatiques. Le système de reprise des liquidités créées par le réescompte des crédits à l'exportation, institué en 1980 et qui atteint progressivement son régime de croisière a constitué une incontestable amélioration⁽³³⁾. Il faudrait aussi que la mobilisation des bons du Trésor ne soit jamais automatique, sinon à un taux pénalisateur ; en particulier la possibilité pour les banques et la Caisse des dépôts et consignations de mobiliser des bons du Trésor à taux variables indexés sur le taux d'intérêt du marché monétaire supprime l'impact qu'exerce normalement une hausse du taux du marché monétaire sur le compte d'exploitation des institutions financières et en fin de compte sur le coût du crédit ; c'est en fait un moyen détourné pour le Trésor public de faire appel aux concours de la Banque de France⁽³⁴⁾.

Enfin le resserrement du lien entre le taux de marché monétaire et le coût du crédit serait en grande partie illusoire si près de la moitié des crédits continuait à être accordée à des taux préférentiels et relativement rigides. La hausse du coût du crédit ne s'appliquant qu'à une

(33) En 1980 les concours à taux fixe de la Banque de France (c'est-à-dire la mobilisation des créances nées à moyen terme sur l'étranger) représentaient 75 % du recours des banques à la Banque de France (cf. CNC, *Rapport annuel*, 1980, p. 51).

(34) Cf. XXX, « La réforme du pouvoir monétaire », *Commentaire*, Automne 1985, n° 3, p. 793. Il est également suggéré dans cet article d'imposer aux établissements de crédit des ratios de bilan renforcés et de soumettre la possibilité des banques de recourir au refinancement de la Banque de France au respect d'un rapport maximum entre la distribution de crédits et les fonds propres. Ce genre de disposition pourrait en effet se substituer à l'incitation pour les banques de recourir au marché financier que constitue à l'heure actuelle la réglementation directe du crédit.

fraction de celui-ci devrait alors être excessivement forte pour provoquer la diminution souhaitée de la demande totale de crédits. L'abandon de la politique de sélectivité du crédit est donc une troisième condition impérative de l'efficacité de la politique d'*open market*. Une réduction progressive du montant des crédits à taux bonifiés est effectivement amorcée ⁽³⁵⁾.

Les conditions du succès à long terme de la « nouvelle politique monétaire »

La conjoncture économique présente, caractérisée par la désinflation et la baisse des taux d'intérêt qui normalement l'accompagne, apparaît particulièrement favorable à la réforme des instruments de la politique monétaire. Mais pour que l'action par les taux d'intérêt demeure l'instrument permanent de la politique monétaire française, quelle que soit la conjoncture économique à laquelle elle aura à faire face, des réformes plus radicales de notre système financier sont sans doute nécessaires.

Le rapport Marjolin Sadrin Wormser avait déjà souligné l'obstacle qu'une forte inflation risque de dresser contre l'utilisation de l'arme des taux d'intérêt ⁽³⁶⁾. Le recours à l'encadrement du crédit à partir de la fin de 1972 a été bien souvent justifié par l'ampleur des tensions inflationnistes ⁽³⁷⁾. L'argument principal est qu'en période d'inflation la demande de crédit serait peu sensible à la hausse des taux d'intérêt. Cette proposition suppose implicitement que la hausse des taux d'intérêt est insuffisante pour compenser la montée des anticipations inflationnistes de telle sorte que les taux d'intérêt réels diminuent. Ce raisonnement signifie *a contrario* que l'efficacité d'une politique des taux d'intérêt en période d'inflation peut impliquer une forte hausse du taux d'intérêt sur le marché monétaire.

Or si la hausse nominale des taux d'intérêt à court terme est en période d'inflation le moyen normal de maintenir des taux d'intérêt réels

(35) Ajoutons que l'abandon du système de réserves à taux progressif devrait conduire à un usage plus intensif des réserves obligatoires proportionnelles aux dépôts. Les réserves obligatoires sont un élément important de la panoplie d'instruments des autorités monétaires, particulièrement dans une économie ouverte sur l'extérieur. Elles permettent en effet de stériliser la monnaie centrale émise en contrepartie des avances sur le Trésor public ou de devises, sans ventes massives de la Banque de France sur le marché monétaire. D'autre part l'existence de réserves obligatoires calculées en moyennes trimestrielles permet aux banques de faire face à l'instabilité des besoins journaliers de monnaie centrale sans une présence permanente de la Banque centrale sur le marché monétaire. Enfin, lorsque pour des raisons de politique intérieure on désire élever le taux de l'intérêt des crédits bancaires, sans trop l'élever sur le marché monétaire de peur d'attirer les capitaux étrangers et d'apprécier le taux de change de manière intempestive, il suffit d'élever simultanément le coefficient des réserves obligatoires, et au besoin on peut imposer des coefficients spéciaux sur les dépôts des non-résidents. On peut aussi pratiquer la politique inverse. Cf. D. Bruneel « Objectifs et actions des Pouvoirs publics sur le niveau et la structure des taux d'intérêt », Colloque Banque de France-Université, décembre 1985, *op. cité*.

(36) *Op. cité*, p. 14.

(37) Cf. par exemple le rapport du groupe d'économie monétaire appliquée (préparation du VIII^e plan) réuni sous la présidence du sous-gouverneur de la Banque de France, M. Renaud de la Genière, où on peut lire l'affirmation suivante : « Le groupe estime que l'encadrement du crédit restera le moyen privilégié du contrôle de la masse monétaire tant que l'inflation et les fluctuations de change n'auront pas été maîtrisées », *Crédit, Change et Inflation*, La Documentation Française, 1978, p. 37.

positifs, il n'en est pas de même pour les financements à long terme. Et la transmission de la hausse des taux d'intérêt nominaux du marché monétaire au marché financier a des conséquences néfastes sur l'économie. Durant les périodes de forte inflation des années soixante-dix les entreprises françaises ont pu à juste titre se plaindre de charges financières excessives alors même que les taux d'intérêt nominaux étaient inférieurs au taux d'inflation et les taux d'intérêt réels ainsi négatifs.

En effet la hausse des taux d'intérêt nominaux consécutive à l'inflation change la nature de l'intérêt : au lieu de n'être que le revenu de l'argent prêté, l'intérêt devient pour partie, sinon pour sa totalité, un remboursement anticipé de l'emprunt contracté. Pour toute créance dont le terme est supérieur à un an, le remboursement est avancé par rapport à un échéancier normal d'amortissement, c'est-à-dire un échéancier correspondant à une situation de stabilité des prix. La croissance des charges financières en période d'inflation et de hausse des taux d'intérêt nominaux est certes en partie compensée pour les entreprises qui font des profits par la déductibilité des intérêts du revenu imposable, déduction qui ne s'applique pas aux remboursements, ou pour les entreprises anciennement endettées par la dépréciation de leurs dettes... Mais ces avantages intéressent peu les entreprises nouvelles ou en expansion ⁽³⁸⁾.

La hausse des taux d'intérêt nominaux apparaît dans ces conditions stagflationniste. Les entreprises dynamiques, empruntant pour accroître leurs capacités de production, supportent de lourdes charges financières réelles et sont parfaitement justifiées d'élever leurs prix de vente. Ces hausses exercent un effet de contagion à l'égard des entreprises qui, se contentant de maintenir leurs capacités existantes, bénéficient au contraire d'un allègement du service de leurs dettes. C'est ainsi que la hausse des taux d'intérêt nominaux devient un facteur d'inflation par les coûts même si en moyenne les taux d'intérêt réels supportés par les emprunteurs sont, du fait de l'accélération de l'inflation, négatifs ⁽³⁹⁾. Simultanément, la hausse des taux d'intérêt nominaux en concentrant les charges d'amortissement sur les premières années des emprunts, décourage la formation de capital, particulièrement en ce qui concerne le capital à longue durée de vie. Cette analyse, appliquée ici aux entreprises, peut être étendue aux particuliers qui investissent dans le logement et pour lesquels l'ampleur des charges financières les premières années de l'emprunt est à la fois un frein à l'investissement et un motif de revendication de revenus nominaux plus élevés.

Ainsi une politique monétaire fondée sur une hausse des taux d'intérêt du marché monétaire en période d'inflation est néfaste si elle se transmet non seulement aux crédits bancaires à court terme (ce qui correspond à sa finalité), mais aussi aux taux d'intérêt des prêts à long

(38) Pour une analyse détaillée des conséquences de la hausse des taux d'intérêt nominaux sur les charges financières des entreprises selon leur politique d'emprunt, cf. Guillaumont Jeanneney (S.), *Pour une politique monétaire*, op. cit., pp. 164-171.

(39) C'est en donnant une place essentielle (et sans doute excessive) à ce phénomène que de nombreux modèles font apparaître un effet inflationniste de la politique monétaire restrictive : voir par exemple Boutillier (M.) et Villa (P.) « Politique monétaire en économie d'endettement vue à travers le modèle OFCE-annuel » n° 13, octobre 1985, de la même Revue.

terme et des obligations. Mais cette transmission résulte en fait de l'interdiction d'indexer les créances qui sévit en France depuis 1959. Si le capital des prêts à plus d'un an pouvait être librement indexé sur le niveau général des prix, le taux d'intérêt, appliqué à une valeur du capital constante en pouvoir d'achat, pourrait revenir à un niveau normal et l'échéancier des charges d'emprunt retrouver un profil temporel semblable à celui d'un échéancier en période de stabilité monétaire.

Une politique monétaire libérale ne peut efficacement s'exercer qu'en l'absence d'entraves au libre fonctionnement des marchés financiers : la tentative de pratiquer en France une politique monétaire fondée sur l'*open market* risque d'échouer devant une éventuelle accélération de l'inflation, si elle ne va pas jusqu'au bout de sa propre logique qui implique non seulement de supprimer l'administration des taux d'intérêt, mais aussi l'interdiction d'indexation.

Enfin la flexibilité des taux d'intérêt devra, à l'avenir, être supportée non seulement par les entreprises et les particuliers, mais aussi par le Trésor public. L'instauration en France d'une politique monétaire fondée sur les interventions de la Banque centrale sur le marché monétaire (éventuellement même sur le marché financier), avec les réformes qui nécessairement l'accompagnent (banalisation du circuit du Trésor public et de la Caisse des dépôts et consignations, suppression de toute administration des taux d'intérêt), correspond à un transfert du « pouvoir monétaire » du ministère de l'Economie et des finances à la Banque de France. Or ce transfert va à l'encontre d'une vieille tradition française de soumission de l'institut d'émission au pouvoir politique, tradition qui date de la réforme des statuts de la Banque de France en 1936 et qui a été renforcée par les nouveaux statuts de 1973 et la loi bancaire de 1984.

Pour que la nouvelle politique monétaire puisse assurer la stabilité de la monnaie, une plus grande autonomie de la Banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique telle par exemple qu'en dispose, selon la loi allemande, la Bundesbank, est peut-être nécessaire⁽⁴⁰⁾. Rappelons cependant que dans un pays démocratique comme la France la possibilité offerte au gouverneur de la Banque centrale de porter devant l'opinion publique un éventuel différend avec le ministre de l'Economie et des finances lui permet d'exercer une certaine autorité morale.

On pourrait enfin s'étonner que n'ait pas été évoquée jusqu'ici la nécessité où se trouvent les autorités monétaires françaises de tenir compte des taux d'intérêt étrangers, contrainte souvent présentée comme le véritable obstacle à une politique monétaire fondée sur la flexibilité des taux d'intérêt. Il est incontestable qu'un pays qui a choisi un système de change fixe associé à la liberté des changes, doit, à plus ou moins long terme, aligner ses taux d'intérêt sur ceux de l'étranger⁽⁴¹⁾. Dans le cas de la France qui participe au Système monétaire européen et qui, dans le cadre de ses engagements européens prévoit

(40) Sur les modalités concevables pour de nouveaux statuts de la Banque de France, voir XXX, « La réforme du pouvoir monétaire en France », *art. cit.*, pp. 794 et 795.

(41) Avec un tel régime des changes la contrainte extérieure s'impose aussi à une politique quantitative du crédit, sous des formes un peu différentes.

de supprimer en 1986 tout contrôle des changes, cela signifie qu'il ne peut plus y avoir de politique monétaire exclusivement nationale, mais seulement une politique européenne. C'est d'ailleurs l'un des grands mérites des nouvelles orientations de la politique monétaire que de rapprocher les instruments d'action français de ceux utilisés dans les autres pays européens.

L'échec de la libéralisation de la politique monétaire française amorcée à la fin des années soixante s'explique par la conjonction au cours de la décennie 1970 à 1980 de plusieurs facteurs économiques défavorables : l'accélération de l'inflation, le déficit extérieur, le ralentissement de la croissance. Mais ces contraintes ne se sont exercées sur la politique monétaire que parce que la doctrine économique « en vogue » sous-estimait le rôle des taux d'intérêt dans une économie de marché et parce que l'abandon de la sélectivité du crédit aurait heurté bien des « intérêts constitués ».

Souhaitons que la nouvelle tentative pour libéraliser la politique monétaire ne soit pas à nouveau une révolution avortée.

Le 28 décembre 1985