

La Politique Monétaire Française au cours des dix dernières années

Par Marcel Théron, Paris

Introduction

La politique monétaire française des dix dernières années a été conduite dans un contexte économique et financier difficile. Toutefois, parmi les facteurs qui ont pesé sur l'action des autorités monétaires, les changements fondamentaux intervenus, vers les années 1966 et 1967, dans les relations de la France avec l'extérieur d'une part et dans les structures de son système bancaire d'autre part, ont joué un rôle de premier plan.

C'est en effet il y a dix ans que l'ouverture de la France vers l'extérieur s'est accentuée pour devenir pratiquement irréversible. L'abaissement ou la disparition des barrières douanières tant dans le cadre de la Communauté Economique Européenne que dans celui de l'accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT), et la suppression presque totale du contrôle des relations financières avec l'étranger, ont profondément modifié les données de l'activité économique française. L'impact des contraintes externes sur la définition des objectifs et le choix des instruments de la politique monétaire s'en est trouvé sensiblement renforcé.

Par ailleurs, les caractéristiques actuelles du système bancaire français sont issues, pour l'essentiel, des importantes réformes mises en oeuvre, il y a environ dix ans, en vue de mieux adapter les institutions et les mécanismes de financement aux conditions nouvelles de l'économie, plus largement soumise à la concurrence internationale.

Dans leurs grandes lignes, les mesures qui ont été prises visaient, tout d'abord, à rétablir entre les banques une situation concurrentielle en supprimant le carcan réglementaire qui régissait leurs opérations: les conditions de rémunération de l'épargne ont été uniformisées, le coût du crédit a cessé d'être réglementé et la procédure d'autorisation préalable pour l'ouverture des guichets a été abolie.

En second lieu, les pouvoirs publics ont cherché à accroître le rôle des banques dans le financement à moyen et à long terme de certains secteurs jugés prioritaires. Des mécanismes de crédit privilégiés ont ainsi été instaurés pour inciter les banques à intervenir plus massivement en faveur de l'exportation. De même, la création d'un marché hypothécaire les a encouragées à développer fortement leurs prêts au logement.

Les banques françaises ont su tirer parti des possibilités qui leur étaient ainsi offertes et la plupart des grands établissements ont désormais une vocation de "banque universelle" et une dimension internationale. Cependant ce développement exceptionnel s'est parfois effectué de manière assez anarchique et l'hétérogénéité du système bancaire s'en est trouvée accentuée, notamment en ce qui concerne les ressources des différentes catégories d'établissements de crédit: c'est là une des contraintes permanentes de la politique monétaire française.

Indépendamment de ces éléments structurels, de nombreux facteurs conjoncturels, techniques ou politiques sont, bien évidemment, venus compliquer la tâche des pouvoirs publics, comme nous allons le voir en examinant successivement quels ont été durant ces dix dernières années, les données, les instruments et les effets de la politique monétaire.

I. Les données de la politique monétaire

Avant d'examiner les objectifs spécifiques qui ont été assignés à la politique monétaire au cours de la dernière décennie, il est nécessaire de rappeler brièvement l'environnement économique général dans lequel elle s'est située.

1. Le contexte économique général

Suivant les critères retenus, il est loisible de découper cette période en de nombreuses sous-périodes. Toutefois, si l'on s'en tient aux tendances fondamentales de l'économie telles qu'elles ressortent du Tableau 1 (Principales caractéristiques de l'économie française), on peut distinguer deux grandes phases:

a) de 1967 à 1972 — Priorité à la croissance —

Durant cette période, la volonté d'améliorer les équipements collectifs (autoroutes, hôpitaux, logements, etc.) et la nécessité d'adapter l'appareil de production aux conséquences de l'ouverture des frontières ont entraîné

un développement considérable des investissements, favorisé la croissance et maintenu le plein emploi.

Pour permettre cette politique expansionniste, les pouvoirs publics ont toléré une certaine inflation et ses conséquences (dévaluation du franc d'août 1969). Pour leur part, les autorités monétaires n'ont imposé un ralentissement de la création monétaire, par des moyens rigoureux, que très temporairement (1969 - 1970).

b) *depuis fin 1972* — Priorité à la lutte contre l'inflation —

A partir de décembre 1972, la lutte contre l'inflation prend progressivement le premier rôle. De rampante en 1967, la hausse des prix s'est en effet accélérée au fur et à mesure de la saturation des capacités de production et de l'intensification des conflits que peut susciter la répartition de la valeur ajoutée entre les agents économiques. La crise mondiale et l'aggravation corrélative du phénomène de stagflation accentuent encore, à partir de 1974, la primauté de la lutte anti-inflationniste.

Dans cette conjoncture défavorable, une politique monétaire restrictive devient l'élément essentiel de l'action des pouvoirs publics. Toutefois, le développement du chômage a conduit à atténuer temporairement les orientations suivies, dans des circonstances où, comme en 1975, la contrainte extérieure et le taux d'inflation donnaient quelque répit.

2. *Les objectifs spécifiques de la politique monétaire*

La politique monétaire française n'est pas fondée sur la reconnaissance dogmatique d'une théorie économique particulière; elle repose, en fait, sur quelques principes directeurs dont la validité a été confirmée par l'expérience, mais dont l'application a souvent été contrariée par les nécessités de l'action conjoncturelle.

a) *Les principes fondamentaux*

D'une manière très pragmatique, les pouvoirs publics ont admis depuis longtemps qu'une création monétaire excessive était de nature à engendrer une inflation par la demande et à permettre une inflation par les coûts.

L'expérience a montré, en effet, qu'une injection trop massive de liquidités conduit les agents économiques à accroître leur demande de biens et de services, provoquant ainsi une hausse des prix, d'autant

plus forte, en principe, que le taux d'utilisation des capacités de production est élevé. Face à une demande accrue, les entreprises qui disposent également de liquidités abondantes sont mal armées pour résister à la pression des revendications salariales. Des hausses des coûts de production se produisent de manière quasi automatique, et viennent aggraver l'augmentation des prix.

Il est même apparu clairement, ces dernières années, que le sous-emploi de l'appareil productif et le chômage n'empêchaient pas ce mécanisme de fonctionner.

Toutefois si une liaison entre création monétaire, activité et prix paraît empiriquement certaine, sa nature précise et le degré d'interdépendance entre les éléments en cause restent très mal connus. Pour cette raison, l'Institut d'Emission a toujours été convaincu de la nécessité d'adopter une politique prudente, l'incidence exacte de mesures radicales restant relativement imprévisible.

L'idée-force de la Banque Centrale est, en fait, que la progression de la masse monétaire (M_2) doit s'effectuer de la manière la plus régulière possible dans le cadre d'une perspective à moyen terme. L'Institut d'Emission tend à adapter de plus en plus strictement l'accroissement de la masse monétaire à celui du flux des transactions représenté par la Dépense Intérieure Brute¹. De ce point de vue, l'objectif fondamental consiste à stabiliser le taux de liquidité de l'économie, défini comme le ratio

$$\frac{M_2 \text{ (Moyenne annuelle)}}{\text{DIB (Dépense Intérieure Brute)}}$$

Simple dans son principe, cet objectif est relativement neutre puisque fixer à la masse monétaire une évolution parallèle à celle de la production en valeur revient seulement à contenir l'augmentation des prix dans les limites prévues. Cependant, dans la mesure où le taux de liquidité de l'économie est tendanciellement orienté à la hausse, une telle politique impose une discipline plus rude qu'il ne paraît.

En tout état de cause, si la progression effective de la masse monétaire s'est avérée, une année donnée, supérieure à celle de la Dépense Intérieure Brute, il est nécessaire de prévoir une croissance de M_2 plus lente l'année suivante pour opérer la correction indispensable. Malheureusement, en pratique, plus l'écart constaté est important, plus la

¹ Produit Intérieur Brut + importations — exportations.

Tableau 1: Principales caractéristiques de l'économie française depuis 1967

P. I. B. en volume	Formation Brute de Capital Fixe en volume	Consommation des ménages en volume	Exportations en volume	Importations en volume	Solde du commerce ext. douanier	Balance des paiements ^{a)}		
						Solde des paiements courants	Mouvements de capitaux non monétaires	Total
+ 5,0	+ 4,7	+ 5,4	+ 5,1	+ 4,8	- 0,14	- 4,22	- 11,13	- 15,35
+ 5,0	+ 7,4	+ 4,6	+ 12,4	+ 22,2	- 0,63	- 7,64	- 1,74	- 9,38
+ 7,7	+ 14,3	+ 6,4	+ 15,2	+ 14,5	- 5,90	+ 0,39	+ 6,55	+ 6,94
+ 5,9	+ 4,2	+ 4,5	+ 15,2	+ 6,5	+ 0,85	+ 2,92	+ 7,11	+ 10,03
+ 5,3	+ 7,1	+ 6,1	+ 8,4	+ 7,6	+ 5,71	+ 1,46	+ 4,18	+ 2,48
+ 5,8	+ 7,1	+ 5,9	+ 14,1	+ 14,0	+ 7,03	- 3,00	+ 1,02	+ 1,17
+ 5,4	+ 5,8	+ 5,5	+ 10,3	+ 13,1	+ 6,63	- 28,75	+ 28,59	- 0,17
+ 2,3	+ 1,0	+ 2,2	+ 9,9	+ 3,7	- 16,87	- 0,29	+ 22,18	+ 21,90
+ 0,1	+ 3,4	+ 3,1	- 3,9	- 8,3	+ 6,75	- 29,15	+ 10,01	- 19,14
+ 5,2	+ 4,5	+ 4,9	+ 9,0	+ 20,0	- 20,90			

Taux d'utilisation des capacités de production ^{b)}	Taux d'investissement des capitaux	Taux de chômage (rapport de mandeurs d'emploi/population active)	Solde d'exécution des lois de finances (en Mds F)	Hausse des prix de détail (Taux d'accroissement annuel)	Hausse des taux de salaire horaires des ouvriers (Taux d'accroissement annuel)	Masse monétaire (M2) (Taux d'accroissement annuel)
1968	16,7	1,25	- 9,46	+ 5,3	+ 11,8	+ 11,6
1969	29,6	1,08	+ 3,38	+ 5,9	+ 10,7	+ 6,1
1970	26,7	1,25	- 3,69	+ 5,3	+ 10,2	+ 15,2
1971	24,0	1,60	+ 3,47	+ 6,0	+ 10,8	+ 18,2
1972	21,7	1,80	+ 4,26	+ 6,9	+ 11,2	+ 18,6
1973	30,0	1,83	+ 7,17	+ 8,5	+ 14,0	+ 15,0
1974	24,3	2,30	+ 4,31	+ 15,2	+ 19,1	+ 18,1
1975	8,3	3,92	- 43,01	+ 9,6	+ 17,3	+ 15,9
1976	13,0	4,35	- 17,88	+ 9,9	+ 14,8	+ 12,8

a) En termes de transactions. Données non disponibles sur cette base avant 1968. — b) Pourcentage des entreprises déclarant qu'elles seraient empêchées de produire davantage par manque de personnel ou d'équipement (moyenne des trois enquêtes annuelles de l'INSEE).

mise en oeuvre d'un retour à l'objectif à moyen terme se heurte aux impératifs de l'action conjoncturelle.

b) La difficile conciliation des objectifs
à moyen terme et de l'action conjoncturelle

Le principe d'une progression régulière de la masse monétaire n'a guère été respecté, puisqu'en dix ans on enregistre une succession de phases libérales et de phases restrictives.

— *Du début 1967 à novembre 1968*: phase libérale

La croissance de l'économie ayant eu tendance à se ralentir au cours des premiers mois de 1967, le Gouvernement met en oeuvre au second semestre une politique de relance. Les événements sociaux de mai et juin 1968 rendant inévitable l'adoption de nouvelles mesures très libérales pour permettre le redémarrage économique.

Pour accompagner cette action conjoncturelle, les autorités monétaires relâchent leur contrôle de la création monétaire et le taux de liquidité passe de 40,1 à 42,6 de fin 1966 à fin 1968.

— *De novembre 1968 à octobre 1970*: phase restrictive

Les répercussions de la crise sociale sur la production, les salaires et les prix, la perspective d'un déficit budgétaire important pour l'exercice 1969 et la spéculation sur une éventuelle revalorisation du deutsche mark entraînent des sorties massives de capitaux et nécessitent la mise en place d'une politique restrictive (encadrement du crédit et contrôle rigoureux des changes). De fin 1968 à fin 1970, le taux de liquidité revient de 42,6 à 40,5.

— *D'octobre 1970 à décembre 1972*: phase libérale

La dévaluation du franc en août 1969 et l'action restrictive des autorités monétaires ayant permis de rétablir les principaux équilibres, l'encadrement du crédit est supprimé en octobre 1970. Le taux de liquidité passe de fin 1970 à fin 1972 de 40,5 à 46,2; cette augmentation considérable de plus de cinq points lui fait retrouver le niveau qui correspond à sa croissance tendancielle depuis 1945.

— *De décembre 1972 à juin 1975*: phase restrictive

Le développement de la crise du système monétaire international, le renforcement de la pression de la demande et l'accentuation de la dérive des prix obligent les pouvoirs publics à adopter une politique restrictive,

comportant notamment, en décembre 1972, le rétablissement de l'encadrement du crédit. Cette action permet de réduire très sensiblement la progression du taux de liquidité qui passe de fin 1972 à fin 1974 de 46,2 à 47,1.

— *De juillet 1975 à septembre 1976*: phase mixte

Alors que l'inflation marque un certain ralentissement et que l'équilibre des paiements courants est momentanément retrouvé, l'aggravation du chômage et la stagnation de l'activité conduisent les autorités monétaires à se montrer moins rigoureuses. Sans pour autant modifier leur dispositif de contrôle, elles ne cherchent pas à compenser les importantes injections de liquidités réalisées par la voie du déficit budgétaire dans le cadre du plan de soutien de l'économie mis en oeuvre à l'automne 1975. En un an, de fin 1974 à fin 1975, le taux de liquidité passe de 47,1 à 48,7.

— *Depuis septembre 1976*: phase restrictive

Dès le premier semestre de 1976, l'activité stagne de nouveau tandis que le taux d'inflation tend à s'élever. La mise en place d'un ensemble de mesures pour lutter contre la hausse des prix, en septembre 1976, marque le retour à une politique monétaire plus stricte dont les premiers effets se font sentir immédiatement, puisque le taux de liquidité se stabilise, revenant à fin 1976 à 48,6.

Cette succession d'à-coups dans la mise en oeuvre de la politique monétaire résulte de trois séries de facteurs.

Des contraintes de nature politique expliquent la priorité donnée au soutien de la croissance et de l'emploi qui a, à plusieurs reprises, retardé ou entravé la mise en oeuvre des mesures monétaires restrictives qui auraient été souhaitables. A d'autres périodes, le rôle trop exclusif donné à la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation et, en particulier, l'absence d'une politique continue des revenus, ont nuit à son efficacité.

Par ailleurs, un certain nombre des instruments utilisés se sont révélés insuffisamment fiables en raison de rigidités structurelles internes, notamment dans le comportement des établissements de crédit. Ainsi, par exemple, la forte liquidité potentielle des banques et la structure hétérogène de leurs ressources n'ont pas permis à l'Institut d'Emission d'acquérir une véritable maîtrise de l'émission de monnaie centrale.

Enfin, des éléments externes ont pesé sur la politique monétaire. Indépendamment des effets perturbateurs du quadruplement du prix du pétrole, les choix opérés pour financer le déficit de la balance des paiements (prélèvement sur les réserves de change ou, depuis 1974, politique d'endettement extérieur) et pour soutenir le franc (politique de taux d'intérêt) rendent également inopérants certains instruments de la politique monétaire interne.

S'il est vain d'épiloguer sur les contraintes de nature politique, il est intéressant d'étudier l'impact des deux autres types de contraintes sur les instruments de la politique monétaire et sur ses effets.

II. Les instruments de la politique monétaire

L'expérience des dix dernières années a confirmé que seule une action directe sur les contreparties de la masse monétaire pouvait permettre de ralentir efficacement la progression de la liquidité de l'économie.

En effet, en période de fortes tensions, l'action sur la liquidité bancaire se heurte rapidement à d'importants obstacles tant internes qu'externes qui en limitent étroitement la portée.

1. L'action sur la liquidité bancaire

En agissant sur le coût ou sur la disponibilité de la monnaie centrale, l'Institut d'Emission devrait pouvoir contrôler indirectement la distribution du crédit et par voie de conséquence la progression de la masse monétaire. En France, ce mécanisme ne joue que de manière très imparfaite.

a) La politique de refinancement

Une fois que la création monétaire est intervenue, c'est-à-dire que la distribution des crédits s'est accrue, la Banque Centrale se trouve devant le fait accompli. Elle ne peut plus refuser de fournir la monnaie centrale demandée par les banques pour constituer les réserves obligatoires et faire face aux retraits de billets. Agir efficacement sur la disponibilité de la monnaie centrale suppose donc que l'Institut d'Emission doit faire naître chez les établissements de crédit un sentiment d'incertitude suffisamment puissant pour qu'ils hésitent à accroître leurs encours de prêts à l'économie.

En fait, cette action s'avère très difficile car les établissements bancaires disposent, pour des raisons historiques (tradition du réescompte)

ou réglementaires (respect du coefficient de liquidité imposé par la Commission de Contrôle des Banques), d'une forte "liquidité potentielle", bien supérieure à leurs besoins globaux de refinancement. En d'autres termes, une partie importante de leurs actifs sont mobilisables (de droit ou après accord) auprès de l'Institut d'Emission ou d'organismes spécialisés.

Les autorités monétaires se sont efforcées de dissocier la notion "d'actif mobilisable" et celle de "droit au refinancement", pratiquement confondues dans le cadre des interventions par la voie du réescompte. A partir de 1971, la Banque de France a cherché à limiter l'automatisme de ses concours et à faire prévaloir l'idée que l'octroi d'un accord de mobilisation n'entraîne pas ipso facto un droit de refinancement. Dans cette optique, les plafonds de réescompte ont été supprimés en janvier 1971 et les interventions à taux variables sur le marché monétaire sont devenues prépondérantes. Les actifs éligibles au marché monétaire ont été classés en deux catégories; ceux dont le refinancement était considéré comme "normal" — dits de première catégorie — et ceux dont le refinancement ne devait intervenir "qu'en tant que de besoin" — effets dits de seconde catégorie —.

Deux ans après ce changement, force a été de constater que, dans la mesure où ils étaient fournis sous forme de pensions de courte durée, les concours de la Banque étaient toujours empreints d'une quasi-automatisme, puisque les demandes et les offres ne pouvaient s'équilibrer sans d'importants renouvellements quotidiens. Pour tenter de placer les emprunteurs dans des situations plus incertaines, une nouvelle réforme a été mise en oeuvre, en juin 1973, visant à remplacer les pensions au jour le jour ou à brève échéance par des achats fermes ou des pensions à terme réalisés à intervalles réguliers sur appels d'offres.

Le comportement des banques n'a cependant pas été fondamentalement modifié et si le système d'appels d'offre est encore largement pratiqué, les interventions directes sous forme de pensions à court terme ont, à l'heure actuelle, repris toute leur importance.

En définitive, les efforts entrepris n'ont pas encore permis à l'Institut d'Emission de régler avec précision l'émission de monnaie centrale et par voie de conséquence la distribution du crédit par les banques.

b) La politique des taux d'intérêt

A défaut de pouvoir limiter le montant des liquidités qu'elle accepte de fournir, la Banque Centrale pourrait, en principe, infléchir l'attitude des établissements de crédit, en entretenant l'incertitude quant au coût de ses financements. Mais de nombreux éléments interviennent en France pour limiter la marge de manoeuvre dont dispose la Banque Centrale.

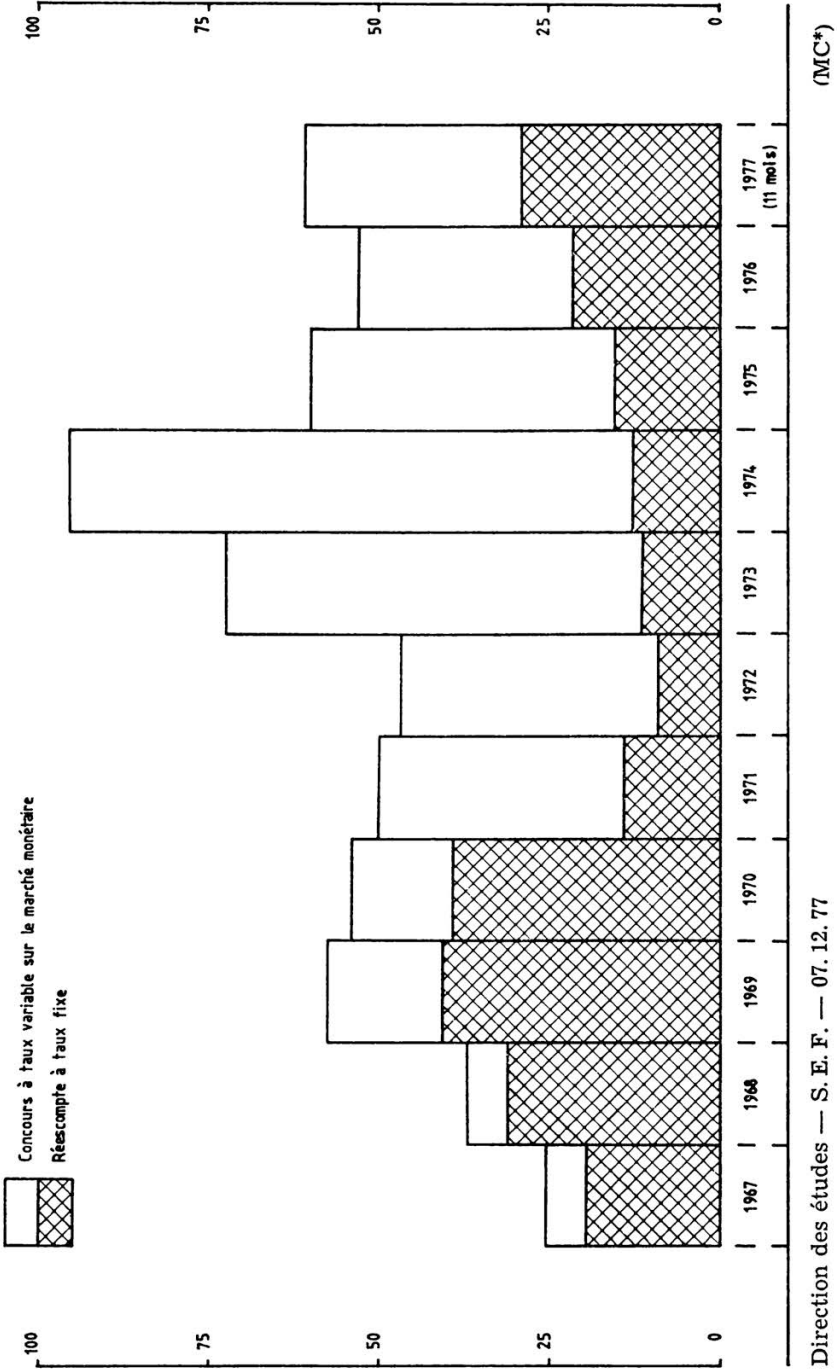
— Tout d'abord, une part non négligeable de la monnaie centrale est encore émise par la voie du réescompte à taux fixes (refinancement automatique des créances nées à moyen et long terme à l'exportation — hors pays de la CEE)

— En second lieu, les concours de l'Institut d'Emission sur le marché monétaire sont accordés dans de larges proportions sous forme de pensions au jour le jour ou à très court terme, de telle sorte que les banques peuvent faire face à des tensions momentanées de taux d'intérêt sans alourdir pour une période relativement longue le coût de leur refinancement. A l'inverse, des tensions prolongées sont ressenties très inégalement par les établissements en raison de l'hétérogénéité des politiques de crédit qu'ils pratiquent par rapport aux ressources qu'ils collectent.

Pour les groupes en position prêteuse permanente sur le marché monétaire, des hausses durables de taux d'intérêt constituent une rente de situation. Quant aux banques structurellement emprunteuses, elles doivent, à bref délai, augmenter leurs conditions débitrices à court terme et, dans la mesure où les contrats de prêts prévoyaient la variabilité du taux d'intérêt, celles à long terme. Cette hausse du coût du crédit qui, en raison de l'inertie plus grande des taux à long terme, s'accompagne souvent d'une rupture de la hiérarchie normale des taux d'intérêt débiteurs, est suivie par les prêteurs structurels dont la rente de situation augmente d'autant.

Cependant, certains des établissements structurellement emprunteurs ont à leur actif des crédits à long terme à taux fixe sur lesquels ils ne peuvent pas répercuter rapidement l'accroissement du coût de leur refinancement. Une hausse soudaine et importante des taux d'intérêt sur le marché monétaire peut, si elle se prolonge, mettre en difficulté une partie du système bancaire.

Graphique 1: Evolution des concours de l'Institut d'Emission au système bancaire
Moyennes annuelles (en milliards de francs)



Au total, si les autorités monétaires souhaitent infléchir le comportement des banques en agissant sur le coût de leur refinancement, elles doivent, pour obtenir un impact global significatif, prendre le risque de provoquer des déséquilibres graves dans le compte d'exploitation de certaines d'entre elles.

En tout état de cause, il n'est d'ailleurs pas évident qu'un ralentissement de la distribution du crédit puisse être attendu, lorsque des anticipations inflationnistes se développent, d'un relèvement de son coût et d'un bouleversement de la hiérarchie des taux d'intérêt. La demande de crédits est, en France, relativement peu élastique aux taux d'intérêt.

— Enfin, la marge de manoeuvre de l'Institut d'Emission est également réduite par les contraintes externes, les impératifs de la défense du franc conduisant à faire évoluer les taux d'intérêt du marché monétaire en fonction des taux d'intérêt internationaux et en particulier de celui de l'eurodollar.

c) Le système des réserves obligatoires ordinaires

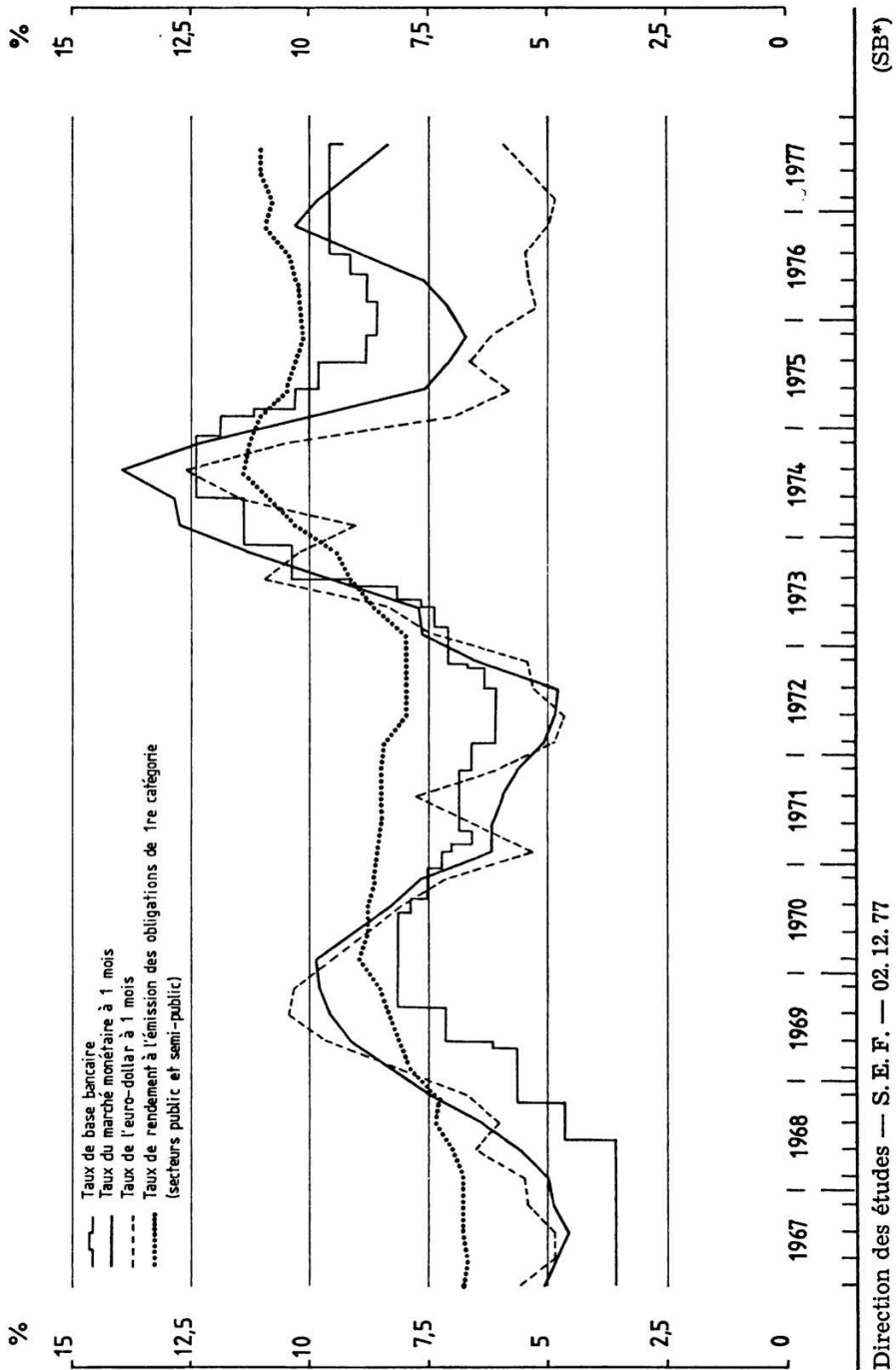
Le système des *réserves obligatoires ordinaires fondées sur les exigibilités* des banques (dépôts à vue et à échéance) est entré en vigueur en janvier 1967.

Sa mise en oeuvre n'a pas permis d'amener les établissements de crédit à modifier leur comportement en fonction de leurs perspectives de liquidités et n'a eu d'autre effet que d'alourdir leurs comptes d'exploitation en rendant plus importants leurs appels aux concours de la Banque Centrale.

Si cet instrument n'a pas eu d'incidence notable sur l'attitude des banques en matière de distribution du crédit, son intérêt technique doit être cependant admis dans au moins deux domaines;

- tout d'abord, une augmentation du taux des réserves peut servir à compenser les effets sur la liquidité bancaire des entrées de devises ou des concours directs de l'Institut d'Emission au Trésor.
- en second lieu, le système peut être utilisé pour lutter contre une spéculation à la revalorisation du franc (en mars 1973, le taux des réserves sur les dépôts de non-résidents a été porté à 100 % pour la part excédant le chiffre recensé au 4 janvier 1973; cette mesure a été abrogée en octobre 1973).

Graphique 2: Evolution des différents taux d'intérêt



Le lien entre distribution du crédit et obligation de constituer des réserves n'apparaît pas nettement lorsque ces dernières sont calculées en fonction des dépôts (certains établissements qui participent activement au financement de l'économie ne gèrent pas de dépôts). Pour mieux influencer l'offre de monnaie des banques et des autres établissements, le système des *réserves obligatoires ordinaires fondées sur les crédits distribués*, est venu renforcer, en mars 1971, le dispositif en vigueur.

Le maniement des réserves obligatoires présente enfin le grand avantage de dissocier dans une certaine mesure le coût du crédit du taux d'intervention de la Banque Centrale sur le marché monétaire. Il permet ainsi d'agir sur la demande de crédit en se libérant, au moins en partie, de la containte extérieure.

Ainsi, en 1971 et en 1972, alors que les taux d'intérêt du marché monétaire ne cessaient de diminuer pour atteindre 3,5 % dans le cadre de l'action entreprise par les pouvoirs publics pour éviter une revalorisation du franc, l'augmentation du taux des réserves obligatoires a maintenu une certaine pression sur le taux de base bancaire par l'intermédiaire de l'alourdissement des charges de trésorerie des établissements de crédit.

A l'inverse, en 1974, la suspension du système des réserves ordinaires sur les crédits et, en 1976, la très importante diminution des réserves ordinaires sur les dépôts ont permis d'éviter une répercussion intégrale des fortes hausses des taux du marché monétaire, rendues nécessaires par la défense du franc, sur les conditions débitrices des banques (en 1976, de janvier à octobre le taux du marché monétaire a pu s'accroître de 5 points, tandis que le taux de base bancaire ne progressait que d'un point).

Au total, le système des réserves obligatoires ordinaires, tout en améliorant l'action de la Banque Centrale sur la liquidité bancaire, s'est révélé insuffisant pour contenir dans les limites voulues la progression des crédits.

Comme le montre l'évolution du taux de progression des crédits de caractère bancaire (cf. graphique n° 3), lorsque l'encadrement du crédit n'est pas en vigueur, on assiste à un développement très rapide des encours.

2. *L'action directe sur les contreparties de la masse monétaire*

Le contrôle de la progression de la masse monétaire ne pouvant s'exercer de façon exclusive par l'intermédiaire de la liquidité bancaire, les autorités ont été conduites à diverses reprises à recourir à une action directe sur les contreparties de la masse monétaire.

L'encadrement du crédit constitue l'élément central mais non unique du dispositif mis en place car, contrairement aux apparences, il ne saurait être dissocié d'une politique de contrôle des autres sources de création de monnaie.

L'expérience montre, en effet, que pour atteindre un objectif de masse monétaire, l'encadrement du crédit est une arme ambiguë.

Instrument de la politique monétaire, l'encadrement du crédit est également un objectif. En tant qu'objectif, il ne peut guère être révisé en cours d'année (du moins dans le sens d'une sévérité accrue), les établissements bancaires étant tout normalement fondés à considérer les normes de progression comme définitives et à programmer leur distribution du crédit en conséquence.

Or, en France, le phénomène d'interdépendance des contreparties est particulièrement net, bien que difficilement mesurable ou prévisible. Dans ces conditions, il est donc vain de limiter l'évolution des crédits si une création monétaire indésirable s'effectue librement par la voie des réserves de change ou des créances sur le Trésor.

En l'absence de déficit budgétaire significatif les risques de distorsion imputables à l'endettement monétaire du Trésor sont restés pendant longtemps négligeables. Mais, à partir de 1975, le solde d'exécution des lois de finances est devenu nettement négatif et la prise en compte du financement monétaire du Trésor s'est avérée indispensable.

En régime de parités fixes, les variations des réserves de change s'imposaient à la Banque Centrale. Depuis l'instauration des taux de change flottants, les pouvoirs publics peuvent davantage maîtriser l'incidence des règlements extérieurs sur la quantité de monnaie, de sorte que le mode de financement du déficit courant peut être délibérément coordonné avec le réglage de la liquidité interne.

Ces évolutions ne sont concrétisées, en septembre 1976, par la publication officielle d'une norme de progression de la masse monétaire pour

1977, dont le respect était fondé non seulement sur l'encadrement du crédit mais également sur un objectif de neutralité en matière d'endettement monétaire du Trésor et de variations des réserves de change.

a) Le contrôle de la création monétaire induite par l'extérieur

D'une manière générale, l'évolution des réserves de change apparaît souvent comme un phénomène exogène dont l'impact sur la création monétaire est une donnée qui s'impose aux pouvoirs publics.

En régime de parités fixes, il est clair que l'Institut d'Emission pouvait, dans une certaine mesure, agir sur les mouvements de capitaux par le biais de réglementations spécifiques et en particulier du contrôle des changes. Mais, au total, sa marge de manoeuvre était effectivement très réduite dès lors que la spéculation prenait une certaine ampleur.

En régime de taux de change flexibles et en l'absence des contraintes du serpent européen, c'est-à-dire depuis mars 1976, les autorités monétaires françaises ont, pour une assez large part, retrouvé la possibilité de contrôler les variations de la contrepartie "extérieur".

La défense du franc, devenue plus souple, ne se traduit plus obligatoirement par des prélèvements quasi-automatiques sur les réserves de change, la manipulation des taux d'intérêt aidant à promouvoir un taux de change ordonné.

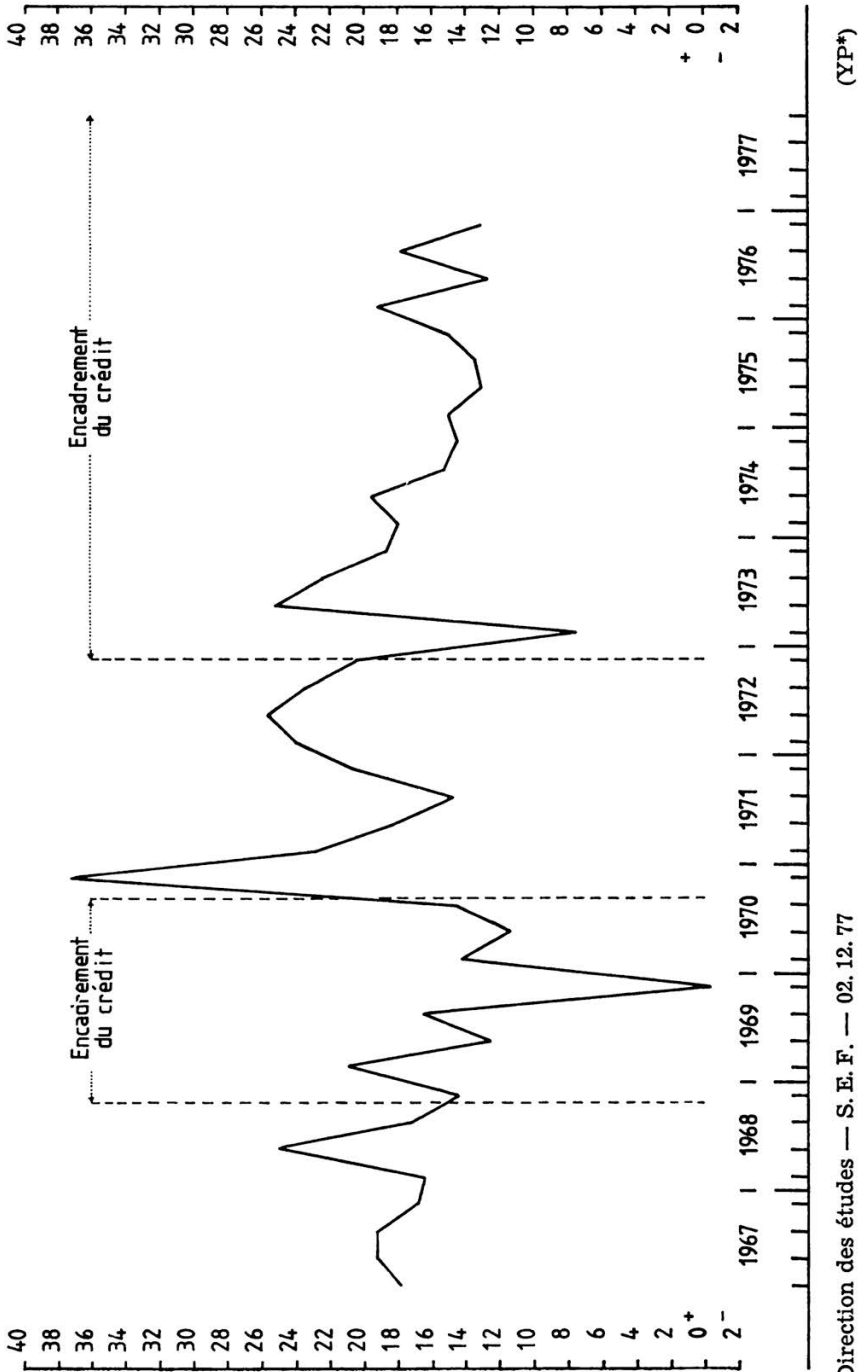
Par ailleurs, les pouvoirs publics, par l'intermédiaire des mesures de contrôle des changes et d'une politique prudente d'endettement à l'étranger financent le déficit de la balance des paiements sans prélèvement sur les réserves, tout en assurant la cohérence des aspects externes et internes de la politique monétaire.

Dans ces conditions, la Banque Centrale a pu se fixer comme objectif possible et raisonnable pour 1977, l'absence de variations significatives de ses réserves d'or et de devises.

La politique d'emprunts extérieurs est la conséquence logique du plan de redressement à moyen terme de la balance des paiements mis en oeuvre après les événements de 1973 et 1974.

Le quadruplement du prix du pétrole a provoqué l'apparition d'un déséquilibre important des paiements courants qui, en raison de la très forte dépendance de la France vis-à-vis de l'extérieur en matière d'énergie, revêt un caractère structurel.

Graphique 3. Evolution du taux de progression des crédits de caractère bancaire (taux trimestriels mis en taux annuels)



Direction des études — S. E. F. — 02. 12. 77

Devant cette situation, les pouvoirs publics ont, à l'époque, jugé qu'il était impossible, et d'ailleurs non souhaitable, de procéder à un rééquilibrage immédiat. Le transfert massif de richesses que cette opération supposait n'aurait pu être supporté sans de sérieux inconvénients par l'économie nationale.

L'objectif le plus raisonnable a paru consister en une résorption progressive du déficit de façon à revenir à l'équilibre vers 1980. Aussi une politique à moyen terme a-t-elle été mise en oeuvre; elle prévoit un certain nombre de mesures économiques indispensables (adaptation de l'appareil industriel à la demande extérieure, développement des exportations, etc.) et, entre temps, le financement du déficit courant par des emprunts extérieurs associés à une politique monétaire interne restrictive.

Par nature, une politique monétaire interne orientée vers la lutte contre l'inflation contribue à rétablir l'équilibre des comptes extérieurs. En effet, en visant à réduire la hausse des prix et des coûts, elle tend à préserver ou à améliorer la compétitivité des entreprises françaises vis-à-vis de l'étranger. En modérant la demande interne, elle les incite à se tourner vers les marchés extérieurs.

D'une manière plus concrète, la réussite du plan de redressement extérieur impose aux autorités monétaires trois sortes de disciplines sur le plan national:

- soutien du franc par la politique des taux d'intérêt
- interventions sélectives en faveur des crédits à l'exportation et des concours destinés à promouvoir une réduction des dépenses d'énergie
- politique d'emprunts extérieurs pour financer le déficit de la balance des paiements.

Sur ce dernier point, il importe de préciser comment les emprunts extérieurs restent cohérents avec une politique monétaire interne restrictive. Les relations entre ces éléments sont de deux sortes.

D'une part, en maintenant le cours du francs relativement stable sans que les réserves subissent d'amples variations, l'endettement extérieur assure l'autonomie de la politique monétaire interne. Il peut être réduit dans les périodes (comme l'année 1975) où le déficit courant s'estompe, accru à d'autres moments, et de ce fait évite que les règlements extérieurs ne soient à l'origine de trop sérieuses perturbations sur

l'évolution de la masse monétaire. Cette neutralité vis-à-vis de la masse monétaire est importante pour le respect des objectifs de croissance de M_2 . En effet les normes d'évolution des crédits bancaires, principal instrument employé en vue de ralentir la progression des liquidités, seraient plus difficiles à calculer s'il fallait, pour cela, se fonder sur une prévision toujours aléatoire de variation des réserves de change.

D'autre part, le contrôle de la progression des crédits en francs incite l'appareil productif français à se procurer des ressources en devises. Les pouvoirs publics orientent en conséquence les grandes entreprises publiques vers le marché des euro-émissions; en aménageant le contrôle des changes et en maintenant les avances en devises hors du champ d'application de l'encadrement du crédit, ils permettent aux entreprises privées, petites ou grandes, d'emprunter des devises pour se procurer les fonds qu'elles ne peuvent obtenir en raison de la politique restrictive du crédit.

Cette politique d'emprunts est restée très prudente² et bien calibrée: le Trésor ajuste le montant des emprunts des grandes entreprises soumis à son autorisation en fonction bien entendu de leurs besoins en fonds à long terme mais aussi en vue d'assurer un financement adéquat du déficit de la balance des paiements.

A l'heure actuelle, l'endettement extérieur brut de la France, qui s'élève à 60 mds F, reste raisonnable. En effet, compte tenu de 41 mds F de créances, l'endettement net n'atteint que 19 mds F, c'est-à-dire un montant largement inférieur à celui des réserves de change officielles (101 mds F).

b) L'endettement monétaire du Trésor

L'endettement monétaire du Trésor relève de décisions qui s'imposent à la Banque Centrale et présentent donc, pour elle, un caractère exogène.

De 1967 à 1974, le solde d'exécution des lois de finances a dans l'ensemble été positif ou faiblement négatif, de telle sorte que le recours du Trésor au système bancaire est resté marginal.

Ainsi lors de la mise en oeuvre d'une politique monétaire restrictive en 1969 et 1970, la contrepartie "Trésor" est restée pratiquement neutre, alors que des phénomènes d'interdépendance étaient observés entre les contreparties "Extérieur" et "Crédit".

² L'emprunt de 1,5 md de \$ contracté par l'Etat français sur le marché international en 1974 n'a toujours pas été utilisé.

A partir de 1975, l'apparition de déficits budgétaires relativement importants est venu poser en termes nouveaux le problème de l'endettement monétaire du Trésor.

En donnant son adhésion aux hypothèses qui, en matière de financement du déficit budgétaire éventuel, supportent les projections de masse monétaire, le Gouvernement prend clairement sa part de responsabilité pour contribuer à assurer le respect des normes de progression adoptées.

A cet égard, l'engagement actuel de ne pas accroître le montant de l'endettement monétaire du Trésor au-delà de limites fixées à l'avance est un des éléments fondamentaux de la politique monétaire, puisqu'il constitue à la fois un objectif et une contrainte pour les pouvoirs publics.

De fait, ayant constaté, dès février, que le déficit budgétaire de l'année 1977 serait plus élevé que prévu, le Gouvernement a émis en mai un emprunt de 8 mds F (dit emprunt Barre), spécialement destiné aux particuliers, afin que le surplus de dépenses publiques soit financé par l'épargne des ménages et non par la création monétaire.

c) L'encadrement du crédit

Si l'on considère l'évolution des contreparties de la masse monétaire, on comprend aisément pourquoi le contrôle quantitatif du crédit est important pour réussir à maîtriser l'évolution de l'agrégat M_2 (cf. tableau 2).

Représentant plus de 80 % des contreparties de la masse monétaire, le crédit bancaire est un élément clé de la politique monétaire et il n'est pas étonnant que les pouvoirs publics soient tentés de limiter autoritairement sa progression.

La France connaît depuis décembre 1972 sa quatrième expérience d'encadrement.

La première expérience d'encadrement a été mise en oeuvre en juillet 1957 et fut levée en février 1959. La seconde s'étendit de février 1963 à janvier 1967 (elle fut cependant largement assouplie à partir de juin 1965). La troisième période d'encadrement dura deux années, de novembre 1968 à octobre 1970.

Toutes ces expériences reposent sur le même soubassement théorique, mais la dernière d'entre elles présente des caractères spécifiques qui la rendent particulièrement intéressante. En effet, jusqu'à ces dernières

Tableau 2: Evolution de la part relative des contreparties de la masse monétaire (en pourcentage)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Or et devises	14	6	3	7	10	9	7	5	6	5
Créances sur le Trésor	22	21	21	17	16	13	10	11 ^{b)}	13	13
Crédits à l'économie	66	72	77	80	80	83	85	86 ^{b)}	85	88
Divers ^{a)}	- 2	+ 1	- 1	- 4	- 6	- 5	- 2	- 2 ^{b)}	- 4	- 6
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

a) Balance entre les divers postes des situations bancaires qui ne sont retenus ni dans les disponibilités monétaires et quasi monétaires ni dans les rubriques des contreparties, or et devises, créances sur le Trésor et crédits à l'économie. — b) Chiffres affectés par les conséquences des mouvements sociaux.

années, l'encadrement du crédit était apparu comme un instrument dont l'usage ne saurait être que provisoire et exceptionnel.

Depuis lors, il semble être devenu un instrument normal et habituel de la politique monétaire.

En dépit des apparences, cette conception n'est pas tout à fait juste et il serait faux de croire que les autorités méconnaissent les inconvénients inhérents à un encadrement prolongé, parmi lesquels on peut citer l'entrave à la concurrence interbancaire et la nécessité de recourir à des interventions ou à des dérogations sélectives.

L'encadrement du crédit est utilisé parce que les autres instruments de la politique monétaire, comme on l'a vu, ne suffisent pas toujours pour atteindre des objectifs précis. Mais ce souci d'efficacité ne doit pas masquer le désir de la Banque Centrale de rendre à l'action sur la liquidité bancaire un rôle majeur.

En tout état de cause, la limitation de la progression des encours de crédit est devenue en France particulièrement complexe.

α) Les modalités générales de l'encadrement du crédit

Le principe de l'encadrement est simple: les encours de crédit des banques et des établissements financiers doivent respecter des normes de progression; les dépassements sont sanctionnés par la constitution de réserves obligatoires supplémentaires.

— *les normes de progression*

Trimestrielles à l'origine, ces normes sont devenues mensuelles à partir de juillet 1973; depuis deux ans, elles sont annoncées pour l'année entière au lieu d'un semestre seulement.

La détermination de la date et de l'encours de référence donne lieu éventuellement à des aménagements. Pour 1977, les normes ont été basées sur l'encours théorique à fin 1976.

Applicables à l'origine à tous les établissements sans distinction, les normes sont diversifiées, désormais, en fonction de la taille ou de la spécialisation des organismes.

A cet égard, on distingue actuellement trois catégories de normes s'appliquant respectivement:

— aux grandes banques (distribuant plus de 6,5 mds de francs de crédits au 30/6/76)

- aux banques et établissements financiers spécialisés dans le financement des ventes ou achats à tempérament
- aux autres banques et établissements financiers.
- *les réserves obligatoires supplémentaires*

Le système des réserves obligatoires supplémentaires constitue une sanction automatique du non respect des normes de progression. Tout dépassement entraîne la constitution de dépôts non rémunérés sur les livres de l'Institution d'Emission. Ces réserves supplémentaires sont lourdes car, d'une part, elles sont calculées sur la base d'un barème fortement progressif, d'autre part, elles s'appliquent non pas aux variations des encours mais à l'ensemble des crédits distribués par l'établissement en dépassement.

β) Mécanismes complémentaires mis en place

En fonction des expériences antérieures ou des constatations récentes, différents mécanismes ont été mis en place soit pour assurer l'efficacité de l'encadrement soit pour donner une relative souplesse à son application.

Pour éliminer les possibilités d'échapper à l'encadrement, les autorités monétaires ont été amenées tout d'abord à interdire les opérations de "face à face": au début de l'encadrement, la plupart des banques ont cherché à mettre en relation les demandeurs de crédit avec les détenteurs d'encaisses oisives, en accordant leur caution aux prêts privés qui résultaient de ces confrontations. Ces opérations de "face à face" s'analysent comme une réactivation des encaisses, c'est-à-dire la réintroduction de monnaie dans les circuits d'échange; elles aboutissent à une accélération de la vitesse de circulation de la monnaie. Elles ont pratiquement disparu après qu'il ait été interdit aux banques de les cautionner.

En second lieu, les autorités monétaires ont encadré les postes comparables des situations bancaires non représentatifs, a priori, de crédits à l'économie. En obligeant les établissements à intégrer dans leurs encours de crédits toute progression anormale de ces éléments, elles ont ainsi rendu inutiles, entre autres, les dissimulations de concours dans les portefeuilles d'effets à l'encaissement.

Enfin, elles ont procédé à des vérifications sur place nombreuses: celles-ci se sont souvent traduites en 1973 et 1974 par la mise en oeuvre

de pénalités très sévères (intérêts moratoires), mais salutaires pour l'avenir.

A l'inverse, des mesures ont été prises pour donner une relative souplesse au dispositif.

De nombreux établissements ont bénéficié de dérogations individuelles pour des motifs très divers (aménagement des dates de référence pour les banques de création récente, normes spéciales pour les établissements à activité spécifique, etc.).

Le système des "économies" permet aux banques qui n'ont pas utilisé la totalité de leur "quota" de reporter la différence pendant six mois. Alors que les normes de progression ne peuvent nécessairement tenir compte que d'un profil saisonnier moyen d'évolution des crédits, chaque établissement est ainsi à même de les adapter aux caractéristiques particulières de son exploitation.

Enfin, la Banque Centrale tolère, sous certaines conditions, que les banques s'échangent entre elles les crédits afin d'utiliser au mieux leurs quotas respectifs de progression.

γ) Les exonérations

Au-delà des mécanismes techniques complémentaires, les autorités monétaires ont été conduites à exonérer de l'encadrement toute une série de crédits en fonction de critères variés:

Tout d'abord, seuls les crédits financés par la création monétaire étant visés par l'encadrement, il était logique d'autoriser les banques et les établissements financiers à distribuer des concours au-delà des normes à due concurrence de l'accroissement de leurs ressources stables (fonds propres et obligations).

En second lieu, le financement de certains secteurs économiques (bâtiment, agriculture) ou de certains types de dépenses (exportation, grands projets d'investissements, économies d'énergie) étant jugé prioritaire, des exonérations sélectives de plus en plus nombreuses sont intervenues pour les crédits correspondants.

Enfin, le souci de faciliter le recours aux marchés de capitaux étrangers a conduit les autorités à placer hors encadrement les avances en devises.

A l'heure actuelle, les crédits non encadrés représentent près de 25 % de l'ensemble des concours bancaires à l'économie.

Il est clair que l'existence de crédits exonérés introduit un aléa dans la conduite de la politique monétaire. Certes, la Banque Centrale établit les normes de progression des concours encadrés en formulant des hypothèses sur l'évolution des crédits non encadrés, mais celles-ci peuvent se révéler inexactes.

Jusqu'à présent, les résultats ont été relativement conformes aux prévisions, mais la croissance continue de la part relative des crédits exonérés dans l'ensemble des concours bancaires rend de plus en plus difficiles les extrapolations.

Pour limiter les risques d'erreur, l'Institut d'Emission a d'ailleurs décidé, qu'en 1978, le montant des concours retenus pour le calcul des réserves supplémentaires (c'est-à-dire encadrés) comprendrait une fraction, égale à 15 %, de l'accroissement de l'ensemble des concours en francs précédemment exonérés.

L'action directe sur l'ensemble des contreparties de la masse monétaire et la publication d'un objectif officiel de progression pour M_2 de 12,5 % en 1977 et de 12 % en 1978 constituent l'aboutissement des expériences effectuées au cours des dix dernières années dans l'utilisation des divers instruments à la disposition des autorités.

Ce système simple dans son principe mais complexe et délicat dans son application est trop récent pour que l'on puisse juger avec précision de son efficacité.

Au moment d'analyser les effets de la politique monétaire durant la dernière décennie, il ne faut donc pas perdre de vue que les leçons du passé ne sont pas automatiquement transposables, l'efficacité des mesures antérieures étant sans aucun doute différentes de celles actuellement en vigueur.

III. Les effets de la politique monétaire

La mise en évidence des effets de la politique monétaire est une entreprise délicate, dans la mesure où la nature précise et les déterminants de la liaison — monnaie, prix, croissance — restent mal connus.

Des constatations empiriques, parfois étayées par des démonstrations économétriques, permettent toutefois de tirer des conclusions sur les effets, tant globaux que sectoriels, des mesures monétaires.

1. *Les effets globaux*

On affirme généralement que la politique monétaire exerce un impact plus grand à court terme qu'à long terme. Cette appréciation mérite cependant d'être nuancée car, en définitive, seuls les effets à court terme ont fait l'objet d'études approfondies qui mettent en évidence des corrélations entre les agrégats monétaires et les différents indicateurs de l'activité avec des délais généralement compris entre 6 et 15 mois. Les effets à long terme ne peuvent être mesurés en l'état actuel de l'appareil statistique disponible.

Il est cependant clair que les politiques monétaires comportent, en dehors des mesures d'ordre conjoncturel, des orientations d'ordre structurel qui visent explicitement des objectifs à moyen terme.

Indépendamment de cette remarque préalable, il apparaît que les effets de la politique monétaire sont différents suivant que l'on se situe dans une période restrictive ou dans une phase libérale.

a) En période restrictive

L'expérience française confirme que l'impact de la politique monétaire est plus fort dans le sens d'un freinage de l'activité que dans celui d'une relance.

En 1969, la mise en oeuvre des mesures restrictives a entraîné six mois plus tard un net ralentissement dans l'évolution de la demande intérieure et de l'activité économique.

Le même phénomène a été constaté en 1973 mais avec un décalage plus long qui s'explique par la sur-liquidité de l'économie existant à fin 1972. Il s'est accentué en 1974 en liaison avec la dégradation de l'environnement international.

En France l'effet sur l'activité réelle précède nettement l'inflexion attendue dans l'évolution des prix. Toutefois si les mesures monétaires restrictives ne paraissent pas avoir souvent réussi à ralentir la hausse des prix, elles ont toujours permis, au minimum, de stabiliser celle-ci. Ainsi, en 1970, la hausse des prix (+ 5,3 %) a été identique à celle enregistrée en 1968, et légèrement plus faible que celle constatée en 1969 (+ 5,9 %).

Dans la période récente, il ne faut pas mésestimer la relative réussite de la politique monétaire. A fin 1977, pour la troisième année consé-

cutive, l'augmentation des prix sera voisine de 9 %. Or, compte tenu de l'importance des facteurs non monétaires exogènes qui ont contribué à entretenir l'inflation (crise de l'énergie, aléas climatiques, etc.), ce résultat n'est pas négligeable bien qu'il doive être jugé insuffisant.

b) En phase libérale

Au cours des dernières années, lorsque la politique monétaire a été rendue plus libérale, la hausse des prix a repris avec plus de vigueur que l'activité économique.

La très importante augmentation des prix enregistrée en 1974 (+ 15,2 %) trouve évidemment sa source dans le quadruplement du coût du pétrole, mais elle s'inscrit également dans une tendance inflationniste qui a pu s'affirmer pour une part grâce à la politique monétaire, sans doute trop libérale, menée dans les années 1971 et 1972.

Il est d'autant plus difficile de mettre en évidence l'impact spécifique de la politique monétaire sur l'activité économique que la relance s'accompagne d'une action budgétaire dont les effets sont assez massifs et rapides. Alors qu'à l'inverse, des dispositions budgétaires restrictives ne peuvent généralement agir qu'avec un délai assez important, de telle sorte qu'il est relativement aisé de distinguer leurs effets de ceux des mesures proprement monétaires.

On constate, par exemple, qu'en dépit de la politique monétaire libérale menée entre octobre 1970 et décembre 1972, dans une période de neutralité budgétaire, le chômage a augmenté, en liaison, il est vrai, avec une inadaptation croissante de la main d'oeuvre aux emplois, et l'accroissement du Produit Intérieur Brut est resté légèrement inférieur à celui de la période précédente (+ 5,3 % et + 5,8 % en 1971 et 1972 contre 7,7 % et + 5,9 % en 1969 et 1970).

Plus récemment, la reprise de l'économie enregistrée à la fin de 1975 et au début de 1976 paraît avoir résulté pour l'essentiel de la politique budgétaire.

En définitive, les impacts globaux, parfois peu nets, de la politique monétaire s'expliquent mieux si l'on analyse les effets sectoriels, qui sont souvent divergents.

2. *Le degré de sélectivité*

La politique monétaire française vise explicitement un objectif global de parallélisme entre la masse monétaire et le PIB en valeur. Elle n'est donc pas sélective dans son principe.

Hormis le cas des dispositions particulières destinées à assurer certains financements jugés très prioritaires (exportations notamment), on ne peut pas affirmer qu'elle soit sélective dans ses effets, car son premier impact porte sur la trésorerie des ménages et des entreprises, et les conséquences de l'aisance (ou du resserrement) de la trésorerie de ces agents ne sont pas systématiquement favorables (ou défavorables) à certains secteurs économiques ou à certains types de dépenses.

Il est bien certain néanmoins que l'encadrement du crédit, par exemple, est plus durement ressenti par les agents ou les secteurs économiques les plus endettés. De même, il est vrai que les petites et moyennes entreprises éprouvent plus de difficultés que les grandes à s'adapter à des mesures monétaires restrictives. Ce type d'effets est automatique, mais peut être compensé. Ainsi, dans la période actuelle, les pouvoirs publics ont mis en place une série de mesures favorables aux petites et moyennes entreprises (emprunt public dont le produit leur est destiné, recommandations de la Banque Centrale au système bancaire, etc.).

En ce qui concerne, plus précisément, l'impact de la politique monétaire sur les choix opérés par les agents économiques en matière d'investissement, de consommation et de formation de stocks, les études économétriques font ressortir un certain nombre de conclusions.

L'investissement des entreprises répond peu aux incitations de la politique monétaire: en effet, les principaux déterminants de cet investissement sont le niveau de la demande, le degré d'utilisation des capacités de production et la fiscalité relative aux amortissements. Par rapport à ces facteurs, la disponibilité du crédit et les taux d'intérêt ne semblent avoir qu'un rôle secondaire.

Ainsi, en 1969, les entreprises ont anticipé la poursuite de la croissance et ont continué d'investir malgré l'encadrement du crédit. De même, en 1975, la reprise temporaire des investissements paraît liée pour l'essentiel incitations fiscales.

En revanche, *la construction privée* est plus sensible aux dispositions de la politique monétaire, tant par l'intermédiaire de la disponibilité

du crédit que des taux d'intérêt; toutefois, cette sensibilité ne se manifeste qu'avec des délais assez longs (au moins un an), dus aux caractéristiques propres du secteur logement.

En ce qui concerne la demande de logements déjà construits, on constate une relative insensibilité des particuliers aux mesures monétaires restrictives, leur comportement dépendant principalement de leurs anticipations inflationnistes. Ainsi, en 1974, l'encadrement du crédit n'a pas entraîné de réduction de la demande, les ménages ayant augmenté le montant de leur apport personnel.

Pour la formation de stocks, la faible qualité des données statistiques disponibles ne permet pas d'avancer de conclusions sûres. Néanmoins, diverses enquêtes permettent de constater depuis 1975 une tendance à une gestion plus rigoureuse des stocks, en liaison avec la mise en oeuvre de normes de progression des crédits plus contraignantes.

Enfin, la consommation privée présente une certaine sensibilité au degré de liquidité de l'économie. Des taux d'intérêt élevés et des contraintes globales sur la disponibilité du crédit l'affectent rapidement (en moins de 6 mois) par l'intermédiaire des comportements d'encaisses désirées. Ainsi, le taux d'accroissement annuel de la consommation des ménages (en volume) voisin de 6 % en 1971 et 1972 est tombé à environ 3 % en 1974 et 1975.

Zusammenfassung

Die französische Geldpolitik im Laufe der letzten zehn Jahre

Im Laufe der letzten zehn Jahre nahm die Geldpolitik mehr und mehr an Bedeutung zu.

War sie doch zu Beginn dieser Periode zunächst nur ein einfacher Faktor, um Wachstum und Vollbeschäftigung aufrechtzuerhalten, so wurde sie in der Folge eines der fundamentalen Elemente im Kampf gegen die Inflation. In Frankreich wie auch im Ausland resultiert diese Entwicklung zweifellos aus einem besseren Verständnis der nachfolgenden Wirkung einer exzessiven Liquiditätszunahme der Unternehmen und Haushalte.

Wenn die Banque de France sich auch eine monetäre Zielvorgabe setzt, so ist sie doch lange kein Verfechter der monetaristischen Lehre. Für die Zentralbank trifft es aber zu, daß sie nicht zwangsläufig ein Anhänger der monetaristischen Theorie, jedoch von jeher in der Praxis mehr oder weniger monetaristisch orientiert ist.

Um eine Verlangsamung der Liquiditätszunahme zu erreichen und die Liquiditätsquote der Wirtschaft zu stabilisieren, hat die Notenbank sehr unter-

schiedliche Mittel verwendet, von denen sich einige in der Praxis in dem Maße als enttäuschend erwiesen, in dem ihre Wirksamkeit durch externe Beschränkungen oder manchmal unterschätzte interne strukturelle Rigiditäten geschwächt worden war.

Im untersuchten Zeitraum gelangte die Zentralbank jedoch zu der Erkenntnis, daß für die gegenwärtige Situation die Kreditrestriktion ein unverzichtbares Mittel bleibt. Durch die Bekanntgabe einer monetären Zielvorgabe für die Jahre 1977 und 1978 ist das Bewußtwerden der öffentlichen Hand dafür geschärft worden, daß die Begrenzung der Kreditexpansion nur im Rahmen einer alle Quellen der Geldschöpfung umfassenden konzertierten Aktion sinnvoll ist.

Die Geldpolitik stellt kein umfassendes und wirksames Wundermittel angesichts einer Inflation und einer ökonomischen Krise dar, deren Ursprung nicht im monetären Bereich liegt.

Die wachsende Bedeutung der Rolle der Geldpolitik darf nicht dazu führen, daß man ihr einen exklusiven Charakter verleiht, sondern nur den ihr zustehenden Platz unter sich verändernden Komponenten der gesamten Wirtschaftspolitik einräumt.

Summary

French Monetary Policy over the Past Ten Years

In the course of the past ten years, monetary policy has become increasingly important.

While at the beginning of this period it was merely a simple factor to sustain growth and full employment, it later became a fundamental element in combatting inflation. In France, as in other countries, this development undoubtedly stems from a better understanding of the subsequent effect of an excessive increase in liquidity of firms and households.

Though the Banque de France may set itself a monetary objective, that does not make it a proponent of monetarist theory by a long way. It is true of the central bank, however, that while not necessarily a supporter of monetarist theory, in practice it has always been more or less monetarist-oriented.

With a view to slowing down the increase in liquidity and stabilizing the liquidity ratio of the economy, the central bank has used very diverse means, some of which have proved disappointing in practice to the extent to which their effectiveness was weakened by external restrictions or occasionally underestimated internal structural rigidities.

In the period under review, however, the central bank came to realize that credit restriction is an indispensable instrument for the current situation. By announcement of a monetary objective for the years 1977 and 1978, appreciation on the part of public authorities of the fact that limitation of credit

expansion is meaningful only within the framework of concerted action embracing all sources of money creation has been heightened.

Monetary policy is not a comprehensive and effective panacea for treating an inflation and an economic crisis of which the origin does not lie in the monetary domain.

The growing importance of the role of monetary policy must not lead to its being assigned an exclusive character, but only to its being allotted its proper place among the changing components of overall economic policy.

Résumé

La politique monétaire française au cours des dix dernières années

Au cours des dix dernières années, la politique monétaire a vu son rôle devenir de plus en plus important. Simple facteur de soutien de la croissance et du plein emploi au début de la période, elle est devenue ensuite l'un des éléments fondamentaux de la lutte contre l'inflation. Cette évolution résulte sans aucun doute, en France comme à l'étranger, d'une meilleure compréhension des effets permissifs d'une progression excessive des liquidités détenues par les entreprises non financières et les ménages.

En se fixant un objectif en termes de masse monétaire, la Banque de France ne se rallie pas pour autant aux thèses monétaristes. Il est vrai cependant que toute banque centrale, si elle n'est pas forcément monétariste en théorie, l'est obligatoirement peu ou prou en pratique et l'a toujours été plus ou moins.

Pour obtenir un ralentissement de la progression de la masse monétaire et stabiliser le taux de liquidité de l'économie, les autorités ont utilisé une gamme très variée d'instruments dont certains se sont, à l'usage, montrés quelque peu décevants dans la mesure où leur efficacité a été fortement atténuée par des contraintes externes ou des rigidités structurelles internes parfois sous-estimées.

Toutefois, au terme de la période examinée, la Banque Centrale sait que, en l'état actuel des choses, l'encadrement du crédit reste un instrument indispensable. De même, la publication d'un objectif monétaire pour 1977, puis pour 1978, est venue concrétiser la prise de conscience par les pouvoirs publics du fait que la limitation de la progression des crédits n'avait de sens que dans le cadre d'une action concertée sur toutes les sources de création de monnaie.

Plus cohérente et plus efficace, la politique monétaire ne constitue pas pour autant un remède miracle face à une inflation et à une crise économique dont de nombreux facteurs ne sont pas d'origine monétaire.

L'importance croissante du rôle de la politique monétaire ne doit donc pas contribuer à lui conférer un caractère exclusif mais simplement lui donner sa vraie place parmi les composantes diversifiées d'une politique économique d'ensemble.