

Turbulence financière et crise des politiques monétaires

Jean-Paul POLLIN

Professeur à l'université d'Orléans

22

La déconnexion des secteurs réels et financiers de l'économie a surtout été perçue au cours de ces derniers mois à travers le divorce flagrant entre les mouvements des marchés financiers et le comportement de l'activité économique. Or le phénomène possède une autre dimension qui concerne la divergence croissante entre les évolutions des masses monétaires et celles des équilibres macro-économiques. Cet aspect du problème est sans doute moins spectaculaire, mais il n'en est pas moins important. Car les banques centrales ont perdu dans cette affaire un support essentiel de leur politique, et elles se trouvent placées aujourd'hui dans une situation embarrassante. D'un côté il leur faut respecter autant que faire se peut les engagements qu'elles ont pris dans le cadre de leur stratégie de normes monétaires. Mais d'un autre côté elles ne peuvent continuer à agir en fonction d'indicateurs dont la signification apparaît de plus en plus contestable.

La question est d'autant plus cruciale que pour une bonne part les conséquences de la crise financière et de ses prolongements dépendent de la réaction des autorités monétaires. Celles-ci doivent manœuvrer sur une voie très étroite, entre les risques du laxisme et ceux d'une excessive rigidité, avec un tableau de bord en bien mauvais état. Nous allons tenter de dresser un bilan des difficultés rencontrées récemment par les banques centrales dans la mise en œuvre de leur politique, avant d'en proposer quelques explications.

L'EFFRITEMENT DES STRATÉGIES DE NORMES MONÉTAIRES

C'est dès le début des années quatre-vingt, que les banques centrales des principaux pays de l'OCDE ont commencé à exprimer des doutes vis-à-vis des stratégies de normes monétaires auxquelles elles s'étaient ralliées quelque temps plus tôt¹. À des degrés divers, mais de façon convergente, elles ont dû constater que les relations qui servaient à justifier et à orienter leurs décisions, se trouvaient déstabilisées. Avec le temps les difficultés ne font que s'aggraver : en 1986 et 1987 les objectifs fixés

1 - Rappelons que c'est la Bundesbank qui, la première, en décembre 1974, a annoncé publiquement un objectif de croissance monétaire pour l'année suivante. En mars 1975, une résolution du Congrès américain a fait obligation au président de la Federal Reserve d'annoncer chaque trimestre l'objectif de croissance de la masse monétaire pour les quatre trimestres à venir. La France s'est à son tour résolue à annoncer ses objectifs monétaires à la fin de l'année 1976.

par les autorités monétaires ont été dépassés² dans nombre de pays et de façon parfois très importante (voir tableau ci-dessous).

Des objectifs difficiles à fixer

La crise ne se traduit d'ailleurs pas seulement dans les dépassements de normes, mais aussi dans la difficulté que semblent rencontrer les banques centrales dans la fixation des objectifs et dans la modification fréquente des agrégats de référence. Face au dérapage de leurs indicateurs elles ont en effet souvent choisi d'occulter le problème en changeant tout simplement de cible. Aux États-Unis par exemple, le Fed a abandonné en 1987 son objectif pour M_1 parce que l'agrégat en question évoluait à un rythme aussi rapide qu'incompréhensible. C'était une décision

DÉPASSEMENT DES OBJECTIFS DE CROISSANCE MONÉTAIRE DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE L'OCDE

	1986		1987		Agrégats de référence
	Objectifs de croissance (%)	Réalisations (%)	Objectifs de croissance (%)	Réalisations (%)	
France	— 3-5	3,7 4,4	4-6 3-5	4,1 9,1	M_2 M_3
RFA	3,5-5,5	7,7	3-6	8,0	Quantité de monnaie banque centrale
Royaume-Uni	2-6 11-15	5,4 19,2	2-6 —	4,2 22,7	M_0 M_3
Italie	7-11 7	9,6 11,5	6-9 5-9	8,3 10	M_2 Crédit Secteur privé
États-Unis	3-8 6-9 6-9 8-11	15,3 9,0 8,9 13,2	— 5,5-8,5 5,5-8,5 8-11	5,8 4,1 5,5 9,6	M_1 M_2 M_3 Crédit intérieur

23

probablement inutile puisque depuis lors M_1 connaît une croissance beaucoup plus raisonnable. De la même façon le Royaume-Uni a renoncé à son objectif pour M_3 qui croît depuis deux ans à un rythme supérieur à 20 %. Plus récemment (au début de cette année) la Bundesbank a troqué son objectif de « quantité de monnaie banque centrale », qui s'avérait impraticable depuis deux ans, contre un objectif pour M_3 dont l'évolution semble mieux adaptée à l'orientation souhaitable de sa politique. Enfin la Banque de France qui avait retenu en 1986 (après une réforme de ses agrégats) un objectif pour M_3 , avait décidé de le doubler pour 1987 d'un objectif pour M_2 . Elle avait alors fixé une norme de croissance pour M_2 supérieure à celle de M_3 . Or c'est exactement le mouvement inverse qui s'est produit : M_2 a évolué en dessous de la fourchette normative tandis que M_3 a cru à un rythme deux fois plus rapide

2-On trouvera des informations complémentaires et une analyse assez détaillée de cette question dans une note de D.Bruneel : « La généralisation du non-respect des objectifs monétaires », Note Banque de France, septembre 1987.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

que le taux de référence. Dans ces conditions la Banque de France a choisi pour 1988 de ne s'intéresser qu'à M_2 ³.

Tout se passe donc comme si les autorités monétaires, incapables de respecter leurs objectifs, cherchaient à se doter de cibles mieux appropriées à la situation et/ou plus facilement accessibles. Mais on aurait tort de ne voir là qu'une simple recherche de facilité ou une manifestation de laxisme ; il y a dans cette façon de faire des motivations bien plus profondes.

La volonté tout d'abord de résoudre en souplesse les conflits entre objectifs internes et externes de la politique monétaire. Les responsables des économies dominantes se sont progressivement convaincus de la nécessité de se soustraire aux désordres provoqués par le libre fonctionnement des marchés des changes. Ils ont donc tenté, soit en ordre dispersé, soit au terme d'accords internationaux, de gérer les parités. Or quelle que soit la méthode adoptée, il y a de bonnes chances pour que cette orientation se révèle en contradiction avec le contrôle des agrégats monétaires. Des expériences récentes montrent que certains pays ont délibérément sacrifié leur politique de norme au profit de la stabilisation de la parité de leur monnaie. Ainsi la Suisse a préféré au cours de ces derniers mois laisser filer sa base monétaire pour éviter une appréciation excessive de sa devise. De même que « l'assouplissement » des normes monétaires en RFA résulte de la volonté de ne pas alimenter la dépréciation prévisible du dollar, et plus généralement du souci de ne pas s'isoler des autres acteurs de la scène monétaire internationale. Mais naturellement cet argument ne peut concerner que les pays les plus restrictifs (ou dont la monnaie est la plus forte) et il ne saurait rendre compte d'un dérapage généralisé.

Les agrégats monétaires ne sont plus des indicateurs fiables

C'est donc que l'essentiel n'est pas là ; il touche en réalité aux médiocres performances des agrégats en tant qu'objectifs intermédiaires de la politique monétaire. De fait, lorsque l'on juxtapose l'évolution des agrégats et celle de l'activité économique telles qu'elles ont été observées au cours de ces deux dernières années à travers les différents pays, on s'aperçoit que les dépassements d'objectifs sont pratiquement sans rapport avec l'évolution des PIB ou avec les niveaux d'inflation. Globalement l'accélération des croissances monétaires (du moins pour ce qui est des agrégats étroits) enregistrée depuis 1986 dans les pays industrialisés n'a pas jusqu'ici remis en cause le mouvement de désinflation mondiale, et rien ne laisse prévoir une évolution différente pour les mois qui viennent. On comprend que, dans ces conditions, les banques centrales n'éprouvent guère le besoin d'un durcissement de leur politique.

En maniant quelque peu le paradoxe on peut aller jusqu'à dire que ce sont les pays qui, durant les deux dernières années, ont accepté les dépassements les plus importants par rapport à leurs objectifs monétaires qui ont connu l'inflation la plus modérée. C'est le cas de la RFA qui a enregistré en moyenne un dépassement de 2 % depuis 1986, alors que sur la même période elle a supporté un taux d'inflation extrêmement faible, de l'ordre de 1 %. C'est le cas aussi du Japon dont l'agrégat de référence ($M_2 + CD$) progresse au rythme de 10 % l'an alors que son taux

3- En fait, le choix de l'agrégat M_3 pour 1986 était imposé par la poursuite de l'expérience d'encadrement du crédit, sous sa forme un peu nouvelle du « filet de sécurité ». Dès lors que l'on continuait à contraindre (ou du moins à surveiller) l'évolution des actifs bancaires, il était logique de fixer un objectif sur la progression de leur contreparties. Or l'agrégat M_3 comprend une bonne part de ces contreparties, notamment les dépôts à terme. Pourtant les responsables de la Banque de France étaient à ce moment convaincus que le meilleur agrégat en termes de demande de monnaie était M_2 . C'est pourquoi à partir de 1987, à la suite de la levée du dispositif d'encadrement, la Banque a fait glisser ses objectifs de M_3 vers M_2 . On conviendra cependant que ces changements n'ont pas facilité la lisibilité de la politique monétaire française.

d'inflation est également très faible, aux alentours de 1 à 2 %⁴. Tandis qu'au contraire les États-Unis, dont les agrégats ont connu une expansion très modérée en 1987, ont obtenu des résultats relativement médiocres du point de vue de la stabilité du niveau général des prix.

Des points de référence plus solides

Dès lors les autorités monétaires auraient été bien mal inspirées de se formaliser de leurs insuccès dans la réalisation des objectifs qu'elles s'étaient fixés. Ce n'est pas qu'elles ont été maladroitement dans leur gestion, c'est plutôt qu'elles ont considéré que les agrégats monétaires n'étaient plus des indicateurs fiables, susceptibles de guider leurs décisions. Même si elles répugnent à l'explicitier, il est très probable qu'elles ont trouvé plus sérieux de s'en remettre à des points de référence (tels que les prix des matières premières, l'évolution des salaires, l'appréciation du niveau d'activité, les taux de change...) plus solides.

Il reste cependant à comprendre quelles sont les raisons qui ont conduit à ce dérèglement des instruments de contrôle et quelle signification il faut lui donner. Car il se peut que l'on soit simplement en présence d'une rupture momentanée dans les comportements monétaires qui rende plus difficile l'interprétation de l'évolution des agrégats. Mais ce peut être aussi que la relation des agrégats à l'activité économique, aux prix... est théoriquement mal fondée et qu'elle n'a aucune raison d'être stable. Nous examinerons tour à tour ces deux hypothèses.

L'INSAISSABLE RELATION DU RÉEL AU MONÉTAIRE

25

On sait que les innovations financières intervenues au cours de ces dix dernières années ont contribué à déstabiliser les fonctions de demande d'actifs, ou les vitesses de circulation des divers agrégats monétaires. Le mouvement de déréglementation, l'élargissement de la gamme des placements ont réduit la demande d'encaisses puisque les agents économiques ont pu trouver des instruments d'épargne mieux rémunérés et tout aussi liquides que certains actifs monétaires. De plus ce développement des possibilités de substitution a accru la sensibilité de la demande de monnaie à des chocs de nature diverse et notamment aux variations des différentiels d'intérêt. Il n'existe plus désormais de frontière précise entre la monnaie et les autres actifs financiers de sorte que des modifications marginales de l'environnement sont susceptibles d'altérer très vite et très fortement la structure des portefeuilles. Au bout du compte les prévisions ou même les explications de la demande de monnaie sont devenues beaucoup plus incertaines.

Ces observations ont été faites en des termes pratiquement identiques dans tous les pays qui s'étaient ralliés à une politique de normes monétaires. Il serait trop long et fastidieux de reprendre ici le détail des travaux empiriques qui ont été consacrés à cette question. Une énergie considérable a été gaspillée afin de tester la stabilité des fonctions de demande de monnaie sous différentes versions, et pour en rechercher des formulations plus fiables. Mais tout ceci n'a guère servi qu'à mieux faire ressortir la difficulté : le comportement en prévision ou en simulation des fonctions de demande de monnaie est extrêmement médiocre. Aucune banque centrale ne peut aujourd'hui faire état de relations assez robustes et opérationnelles pour servir

4 - Dans le cas du Japon, il est difficile de se faire une idée des dépassements par rapport aux objectifs dans la mesure où ceux-ci sont révisés tous les trimestres. Il n'empêche que l'agrégat de référence progresse depuis plusieurs mois à un taux relativement élevé.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

de support à sa politique. L'affichage des normes de croissance monétaire procède maintenant d'une tout autre démarche dont les fondements sont d'ailleurs évanescents.

Composition des portefeuilles : des variations rapides et profondes

Il faut ajouter que ces remarques sont valables quelles que soient les définitions retenues pour la masse monétaire. Les vitesses de circulation calculées sur les agrégats étroits ont toujours connu une forte instabilité ; tandis que les agrégats larges sont particulièrement concernés par les substitutions entre actifs monétaires et autres actifs financiers. D'ailleurs on observera que ce sont des agrégats étroits qui ont été abandonnés ou remplacés aux États-Unis et en RFA, alors que c'est un agrégat large qui a été remis en cause au Royaume-Uni.

De façon générale on a observé au cours de ces dernières années des variations rapides et profondes de la composition des portefeuilles dans la plupart des pays industrialisés. Ainsi durant la période de forte décline des taux d'intérêt, entre 1982 et 1985, les agents économiques ont substitué aux liquidités des placements sous forme de titres, qui leur ont permis d'obtenir d'importantes plus-values. Ceci explique les bons résultats enregistrés, notamment en 1984 et 1985, dans le contrôle des agrégats. Ce n'est pas que les banques centrales ont été en l'occurrence plus rigoureuses, c'est simplement que l'orientation des comportements de placements des agents non financiers ont servi les objectifs de régulation monétaire.

En revanche, dès lors que le mouvement des taux s'est retourné, le respect des normes est devenu beaucoup plus difficile. Selon les pays le charme de la baisse des taux s'est trouvé rompu entre le second semestre 1986 et le début 1987. C'est à partir de cette date que le dérapage par rapport aux objectifs est devenu sévère. Manifestement les ménages et les entreprises ont délaissé les placements longs pour se réinvestir en liquidités ou en titres courts. En France on observe nettement une coïncidence entre le gonflement des liquidités et les tensions sur les taux d'intérêt qui se sont manifestées à partir de début 1987. La corrélation (positive) observée durant ces trois dernières années entre les évolutions de l'agrégat M_3 et celles des taux d'intérêt est extrêmement frappante. On la retrouve du reste dans plusieurs autres pays et notamment au Royaume-Uni.

Une confrontation entre les taux de marché et les coûts de production

Ces observations peuvent sans doute se justifier, comme nous venons de le faire, par le jeu des anticipations de plus ou moins-values. On observera cependant que la corrélation dont nous faisons état est contradictoire avec l'analyse traditionnelle de la demande de monnaie : *a priori* on s'attend en effet à ce qu'une hausse des taux d'intérêt augmente la demande de titres longs au détriment des liquidités. Au demeurant si l'on en reste à une approche en terme de demande d'actifs, l'explication est au moins insuffisante. En effet, si les marchés financiers s'ajustent librement, les taux d'intérêt à long terme doivent se fixer de telle manière qu'ils intègrent les évolutions anticipées des taux courts ainsi qu'une prime de risque destinée à rémunérer l'incertitude sur les prévisions. Si les taux s'ajustent sans contraintes il n'y a aucune raison pour qu'une baisse (hausse) des taux suscite une réduction (augmentation) de la liquidité des placements. Théoriquement les mouvements dans le niveau des taux d'intérêt ne devraient pas avoir d'incidence sur la structure des portefeuilles, aussi bien en stocks qu'en flux.

Ce qui signifie qu'il faut aller plus loin et s'interroger sur les conditions de

financement et particulièrement sur le partage entre les crédits bancaires classiques et les autres formes de financement. C'est-à-dire compléter l'explication en terme de demande par une explication en terme d'offre d'actifs financiers. Aujourd'hui, bien plus que par le passé, les évolutions monétaires dépendent de la confrontation entre les taux de marché et les coûts de production des crédits bancaires. Dès lors que les banques sont en mesure d'accorder des crédits dans des conditions compétitives, la part des « financements intermédiés » s'accroît et il s'ensuit plus ou moins mécaniquement un accroissement de l'offre de monnaie, en supposant bien sûr que la demande de financement est donnée. Mais il a souvent été démontré que son élasticité aux taux était effectivement très faible à court terme.

Le « point mort bancaire »

Or la compétitivité des banques sur le marché des fonds prêtables dépend directement des évolutions de taux d'intérêt dès lors que la composition de leur portefeuille ne les immunise pas contre ces variations. En France une analyse rapide de la structure des établissements de crédit fait apparaître une exposition assez importante au risque de taux : la part de leurs ressources à taux fixes est nettement plus forte que celle de leurs actifs à taux fixes, ce qui revient à dire que le coût de leurs ressources est plus rigide que le rendement de leurs emplois. Des études plus détaillées des comptes d'exploitation bancaires démontrent que le taux minimum requis sur les crédits intermédiés — ce que certains ont appelé le « point mort bancaire » — est relativement insensible aux évolutions des taux de marché⁵. Cela signifie que toute baisse des taux détériore la compétitivité et la rentabilité du système bancaire ; tandis qu'une hausse de ces mêmes taux améliore sa position et se traduit par une réintermédiation du financement global de l'économie.

Le même problème se pose en des termes plus ou moins proches dans les autres pays industrialisés. Aux États-Unis par exemple, il semble que les banques prises globalement soient assez bien immunisées par rapport aux variations de taux d'intérêt⁶. Mais leur coût d'intermédiation a néanmoins subi des fluctuations importantes sous l'influence des réserves obligatoires, des ratios prudentiels, des provisions, du coût des capitaux propres...⁷. Et ceci a joué un rôle essentiel dans l'évolution du partage entre crédits bancaires et financements de marchés. Et c'est pourquoi nous pensons que c'est dans cette analyse des coûts de production des crédits bancaires que réside aujourd'hui une bonne part des explications de l'offre de monnaie. Et c'est à la lumière de ces mécanismes qu'il faut chercher à interpréter les évolutions monétaires récentes et à prévoir leurs conséquences.

27

Vers un mouvement de réintermédiation ?

Car les vives tensions sur les taux d'intérêt (en particulier sur le rendement des actions) intervenues à la fin de l'année 1987, tout autant que le mouvement de défiance des épargnants à l'égard des placements boursiers, va donner naissance à un mouvement de réintermédiation. En France nombre d'entreprises se voient proposer depuis quelque temps des crédits bancaires à des conditions plus avantageuses que celles qu'elles pourraient trouver sur les marchés. Aux États-Unis on rapporte que différentes banques sont en train de réviser leurs stratégies et

5 - Outre les rapports annuels de la Commission bancaire il faut consulter sur ce point l'étude de Ph. Szymczak : « Taux d'intérêt et système bancaire », *Economie et Prévision* n° 77, 1987.

6 - Cette question a été étudiée par Ph. Szymczak, dans une note de la Direction de la prévision : « Rentabilité bancaire, désinflation et mutation du système financier : l'expérience américaine » (septembre 1987) et publiée dans la *Revue d'Economie Financière* n° 4, mars 1988, p. 68.

7 - Outre l'étude de Szymczak qui vient d'être citée on pourra consulter sur ce point l'article de C. Cumming : « The economics of securitization », *Federal Reserve of New York, Quarterly Review*, automne 1987.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

transfèrent une partie de leurs ressources (notamment de personnel) des activités de titres vers les activités de crédit⁸. D'une façon ou d'une autre tout ceci devrait se traduire par une croissance plus rapide des liquidités. Mais quelle conclusion doit-on en tirer ?

La question est d'autant plus délicate que si l'on se fie aux mécanismes que l'on vient d'évoquer, les recommandations de politique monétaire pourraient s'avérer tout à fait insolites. On vient de voir en effet qu'une hausse des taux d'intérêt, provoquée dans le but de freiner la création monétaire, risque d'avoir des effets pervers puisqu'elle va entraîner une substitution de crédits bancaires à des financements de marché⁹. Si l'on suit le raisonnement jusqu'au bout il faudrait donc conseiller aux autorités monétaires de baisser les taux d'intérêt afin de s'opposer au dérapage des agrégats !

Cette démonstration par l'absurde invite au moins à s'interroger sur la valeur des indications contenues dans l'évolution des masses monétaires. Plus encore elle nécessite un retour sur les fondements théoriques de la relation réel-monnaie.

POUR UNE RECONSIDÉRATION DES FONDEMENTS THÉORIQUES DE L'INTÉGRATION

Pour l'essentiel la problématique post-keynésienne de l'intégration est centrée sur l'interdépendance entre la structure des portefeuilles et le niveau de la demande globale. L'influence des variations de la masse monétaire est comprise à travers les distorsions qu'elles provoquent sur la composition des portefeuilles, donc sur le niveau des taux d'intérêt et en définitive sur l'équilibre macro-économique. C'est par référence à ce schéma qu'ont pris corps les principaux travaux et discussions qui ont animé la théorie monétaire contemporaine. Les grandes controverses entre monétaristes et keynésiens n'ont finalement porté que sur des questions somme toute mineures, qui ne remettent pas en cause l'approche générale du problème.

Pourtant toutes les études empiriques, qui se sont efforcées de quantifier les relations-clefs de ce schéma d'intégration, ont généralement conclu à une incidence modeste de la monnaie sur la demande globale¹⁰. La liaison entre les liquidités et les taux d'intérêt est incertaine, tandis que la sensibilité de l'investissement au coût du capital est très faible.

Théorie post-keynésienne: une dichotomie contestable

Il nous semble cependant que cette façon de poser le problème sous-estime et caricature l'interdépendance des équilibres (ou plutôt des déséquilibres) financiers et réels de l'économie. En fait la théorie monétaire post-keynésienne repose sur une dichotomie contestable entre l'analyse des situations d'équilibre temporaire d'une part et la formulation du processus d'ajustement d'autre part. D'un côté, on établit l'incidence de la monnaie sur l'équilibre de court terme en supposant la rigidité d'une ou plusieurs variables du système. D'un autre côté, on se borne à spécifier un ajustement progressif vers l'équilibre, dont sont exclues toutes considérations monétaires et financières.

8 - Cf. par exemple *Institutional Investor*, janvier 1988.

9 - Le problème se pose sûrement en ces termes pour la France. On a pu noter au cours de l'année passée un phénomène du même ordre en RFA: la volonté des autorités monétaires de monter les taux d'intérêt afin de limiter la croissance des agrégats n'a fait, semble-t-il, qu'accélérer le dérapage.

10 - Nous excluons bien sûr ici les « fantaisies économétriques » qui ont consisté à estimer des formes réduites, dans la mesure où l'on sait les problèmes méthodologiques considérables posés par ce genre de procédés.

Une façon plus convaincante d'aborder le problème consisterait, selon nous, à s'interroger sur l'interdépendance entre les possibilités de financement et la dynamique du système économique. Plus exactement il s'agit de comprendre comment le comportement du secteur financier affecte les réactions des agents économiques, en particulier des entreprises, et conditionne les ajustements de production, de capacités, de salaires, de prix...¹¹. On conçoit en effet qu'un système dans lequel l'offre de capitaux est peu flexible à court terme, risque de s'avérer plus contraignant en terme d'activité et du point de vue de l'évolution du niveau général des prix : c'est-à-dire que les déséquilibres temporaires y trouvent une résolution globalement déflationniste. Tandis qu'au contraire un système plus laxiste doit permettre un report plus facile de ces déséquilibres sur les marchés financiers : concrètement cela signifie que les écarts *ex ante* entre épargne et investissement (résultant d'une structure des prix et des revenus inadaptée, d'une croissance excessive ou de toute autre cause) vont venir se boucler sur les marchés du crédit, et éventuellement sur la création monétaire. Cette mécanique autorise à court terme des évolutions conjoncturelles plus souples mais comporte le risque de mouvements inflationnistes entretenus, voire explosifs. Le fonctionnement du système financier que l'on a qualifié d'« économie d'endettement » correspond précisément à ce cas de figure. La relative rigidité des taux d'intérêt y incite les entreprises à solder leurs déséquilibres par recours au crédit, au moins dans un premier temps. Par la suite les entreprises cherchent à rétablir leur structure de financement désirée en procédant aux ajustements, notamment de prix, qui s'imposent.

Rien ne dit *a priori* que l'un ou l'autre système conduise à une stabilisation plus efficace de l'économie. La rigueur pas plus que le laxisme financier n'ont en eux-mêmes vocation à dissoudre les dysfonctionnements de caractère micro-économique. La politique monétaire n'a pas la capacité de corriger une structure des prix et des revenus déséquilibrée, ou de compenser les effets de capacités de production inadaptées. Elle ne peut que donner une expression différente à ces déséquilibres et les transformer en inflation ou en récession selon qu'elle aura choisi de les avaliser ou de les contraindre. Mais il est bien clair que ceci aura des implications fortes sur le comportement du système en dynamique.

29

Un écart représentatif des déséquilibres instantanés

Par rapport à l'analyse traditionnelle cette approche constitue un changement profond de perspective. Il ne s'agit plus d'établir une relation statique entre un agrégat monétaire (ou un ensemble d'actifs) et le niveau général des prix ou de l'activité économique. Le fond du problème tient dans l'interaction dynamique des ajustements financiers et réels du système. Et la relation de la politique monétaire à l'équilibre macro-économique ne résulte pas de son impact sur les structures de patrimoine mais plutôt de son incidence sur les possibilités de financement.

De ce point de vue les évolutions monétaires n'ont d'ailleurs pas de signification particulière. Ce qui importe c'est le niveau de financement mis à la disposition de l'économie, pas leur structure ni même leur origine¹². Tout au plus la nature des financements distribués peut-elle influencer l'intensité ou les délais d'ajustement ; mais dans notre schéma le repère essentiel reste la masse des capitaux levés par les agents non financiers. Plus précisément ce qui importe du point de vue de la politique monétaire, c'est l'écart entre les financements effectifs et les financements

11 - On trouvera une illustration de cette approche dans une étude empirique de P. Artus : « Rationnement de crédit et réactions des entreprises », *Revue Economique*, novembre 1985.

12 - Cette idée a toujours été présente dans l'approche post-keynésienne des « flow of funds ». On en trouvera un exposé dans un ouvrage récent de J. Cohen : « *The flow of funds in theory and practice* », Kluwer Academic Publishers, 1987.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

d'équilibre (qui correspondent aux structures de financement désirées par les agents). C'est en effet cet écart qui est représentatif des déséquilibres instantanés et qui peuvent être porteurs d'une dynamique dangereuse. D'ailleurs le développement des formules de financement à options multiples devrait encore accroître les possibilités de substitutions entre les différentes sources de fonds, et ôter toute signification à l'observation des diverses catégories de crédits.

Certes jusqu'à une date récente le recours à la création monétaire était le moyen essentiel pour régler les déséquilibres *ex ante* entre les capacités et les besoins de financement intérieurs. En ce sens les évolutions monétaires pouvaient constituer un indicateur (une variable *proxy*) de ces déséquilibres, d'autant qu'elles sont plus rapidement observables. Mais aujourd'hui l'ajustement de l'offre et de la demande de fonds prêtables s'opère sur des marchés de capitaux internationalisés, de sorte que des dérapages financiers peuvent intervenir sans que l'évolution des agrégats monétaires n'en décèle la trace. La France a connu une situation de cet ordre au début des années quatre-vingt, particulièrement en 1982. Depuis quelques mois l'économie américaine fournit également une excellente illustration de ce phénomène : des déséquilibres financiers considérables s'accordent avec une croissance modérée des agrégats monétaires.

Plus généralement la corrélation entre la masse monétaire et l'ensemble des financements mis à disposition de l'économie s'est trouvée rompue vers le début des années quatre-vingt. Depuis lors les deux séries présentent des profils sensiblement différents ; ceci est vrai aussi bien en France qu'aux États-Unis ou en Italie, pour ne citer que les pays qui suivent et publient systématiquement des statistiques de financement global.

De notre point de vue c'est donc la surveillance d'un agrégat large de crédit (regroupant la totalité des crédits distribués) qui constitue la solution la plus satisfaisante. Et il est clair que le contrôle de la masse monétaire ne peut aujourd'hui s'y identifier, ni même s'en rapprocher. Plusieurs banques centrales se sont d'ailleurs convaincues de ce point de vue : le Fed fixe désormais des objectifs de croissance concernant un agrégat de crédit intérieur, tandis que la Banque de France semble accorder un poids croissant à la surveillance du « crédit intérieur total » qui regroupe l'ensemble de l'endettement des agents non financiers résidents.

Il ne faut cependant pas se faire trop d'illusions sur ce que l'on peut attendre de cet autre type d'indicateur. Aux États-Unis le stock de crédit intérieur avait manifesté, entre la fin des années cinquante et le début des années quatre-vingt, une relation très stable par rapport au PIB, qui avait convaincu les autorités monétaires de s'en servir comme instrument de contrôle¹³. Or depuis 1982 on observe une rupture très nette de cette relation qui se traduit par une forte croissance du rapport de cet agrégat au PIB : il est passé de 1,4 en 1981-1982 à plus de 1,8 en 1986. Il est vrai que cette évolution surprenante est en partie la conséquence des profonds déséquilibres de l'économie américaine et qu'en ce sens les mouvements de l'agrégat de crédit paraissent plus représentatifs de la situation conjoncturelle que ceux de la masse monétaire. Mais il faut éviter de commettre ici la même erreur que celle qui a été faite à propos de la relation réel-monnaire.

Car rien ne prouve que les comportements de financement des agents non financiers soient assez stables pour justifier une liaison fiable entre le stock d'endettement et le PIB. De façon générale cette liaison dépend de la distribution des capacités et besoins de financement entre les différents agents de l'économie.

13- Cette question avait fait l'objet de différentes contributions dont l'initiateur avait été B. Friedman. Cf. en particulier « Debt and economic activity in the United States » in « The changing roles of debt and equity in financing US capital formation », Friedman (ed.), NBER, Chicago, 1982.

Or les statistiques récentes et les projections qui peuvent être faites démontrent l'existence d'importants changements à ce niveau. Dans le cas de la France on tend par exemple vers une réduction de l'importance relative de la part des déficits et excédents de financement : des différents secteurs institutionnels¹⁴. Les entreprises semblent avoir modifié leur structure optimale de financement : dans un environnement de faible inflation et de taux d'intérêt réels élevés elles cherchent à réduire la part de leurs financements externes¹⁵. Cela signifie que la norme de structure financière se déplace sans que l'on puisse estimer et prévoir exactement cette tendance. De sorte que l'interprétation que l'on peut faire de l'évolution des financements effectifs s'en trouve compliquée. À tout prendre, il nous semble cependant que son observation est plus significative que celle de la masse monétaire.

QUELLES PERSPECTIVES POUR LES POLITIQUES MONÉTAIRES ?

Ces remarques ne doivent pas se comprendre comme une récusation du rôle de la politique monétaire. Il est clair aujourd'hui que l'on ne peut espérer gouverner le rythme de l'activité et de l'inflation à travers le simple maniement des instruments monétaires. Mais il n'empêche que la gestion des équilibres financiers peut servir à borner les anticipations et à contraindre la dynamique des déséquilibres inflationnistes.

En fait ce qui nous semble devoir être remis en cause c'est pour l'essentiel la stratégie des normes monétaires. Désormais il n'existe plus beaucoup d'économistes sensés pour croire à l'existence d'une liaison fiable entre la masse monétaire (dans l'une ou l'autre de ses définitions) et les objectifs finals de politique économique. Or c'est bien cette relation qui fonde le principe d'un processus de contrôle à deux étages, c'est-à-dire la distinction entre objectifs intermédiaires et finals de la politique monétaire.

Mais il est devenu à la mode d'affirmer que la crédibilité des banques centrales dépend de l'affichage et du respect d'objectifs de croissance de la masse monétaire. Pour convaincre les agents économiques qu'elles préservent en toute circonstance la stabilité des prix, les autorités monétaires doivent par avance se lier les mains en se pliant à une politique de normes qui leur interdit tout arbitrage à court terme entre inflation et chômage. Suivant ce raisonnement il serait donc dangereux de renoncer à cette pratique sous peine de relancer les anticipations d'inflation.

L'argument est amusant intellectuellement mais il est douteux qu'il ait d'un point de vue empirique une portée très grande. D'abord parce qu'il faudrait se convaincre que l'annonce d'objectifs de masse monétaire exerce une influence notable sur les anticipations des agents économiques. Or c'est d'autant moins probable que la liaison entre monnaie et inflation est difficilement observable à court-moyen terme. Cela reviendrait par conséquent à faire l'hypothèse d'une certaine irrationalité des anticipations individuelles.

Mais même en admettant que la thèse ait une réelle signification, il n'est pas sûr que les politiques monétaires aient intérêt à se laisser emprisonner dans ce type de stratégies. Dans les mois qui viennent il est probable que l'on assistera à un certain dérapage des masses monétaires, par le simple fait de la réintermédiation

14 - Ce point a été bien mis en évidence dans le rapport du Commissariat au Plan sur les « Perspectives du financement de l'économie française », Documentation Française, septembre 1987, cf. en particulier p. 29 et p. 57.

15 - Aux États-Unis c'est plutôt l'évolution inverse qui a prévalu au cours de ces dernières années et qui explique l'évolution relevée précédemment du rapport du crédit intérieur au PIB.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

d'une partie des financements. Dans ces conditions les banques centrales auront le choix entre deux attitudes :

- soit elles se montreront intraitables et combattront à toute force les dépassements des normes, ce qui signifie qu'elles feront payer à l'économie le prix d'une dérive qui n'a pas nécessairement de signification profonde ;
- soit elles s'accommoderont de ces dépassements et elles auront alors à supporter une sérieuse perte de crédibilité.

Dans un cas comme dans l'autre le coût de la stratégie (c'est-à-dire l'adhésion à la politique de normes) risque de s'avérer excessif par rapport au bénéfice que l'on peut en attendre. Et ceci est d'autant plus vrai que la relation entre les agrégats et les composantes de l'équilibre macro-économique est incertaine. De ce point de vue l'annonce de cibles de taux de change serait préférable car la liaison des parités aux objectifs finals est sans doute plus claire. S'il s'agit pour l'essentiel de fonder la crédibilité de la politique monétaire, alors une stratégie de ce type remplirait parfaitement sa fonction, au moins dans le cas de certains pays tels que la France.

Mais au-delà des avantages comparés de tel ou tel objectif intermédiaire il faut bien comprendre qu'une politique de norme (quelle qu'elle soit) est d'autant plus coûteuse que l'environnement est plus mouvant et plus imprévisible. C'est bien la raison pour laquelle certaines banques centrales réalisent aujourd'hui qu'elles ne peuvent plus conduire leur politique en se limitant à l'observation de tel ou tel agrégat privilégié. Il leur faut intégrer des informations relatives aux prix des actifs financiers, aux prix des matières premières, aux niveaux d'activité...¹⁶. Bref la rupture des relations réel-monétaire incite à un retour vers plus de pragmatisme. □

¹⁶ - Dans son rapport au Congrès pour 1987 le Conseil des gouverneurs du Fed expliquait déjà qu'il accordait un poids croissant à des indicateurs autres que les agrégats monétaires. Plus précisément il s'intéresse désormais à des variables qui participent directement des objectifs finals de la politique économique. Cf. *Federal Reserve Bulletin*, août 1987, p. 642.