
Innovations financières, agrégats monétaires, politique monétaire¹

Yves ULLMO

Secrétaire général
du Conseil national du crédit

Commencé aux États-Unis et au Royaume-Uni dans le courant des années 70, le processus d'innovations financières se répand à partir des années 80 en France, en Suède, en Italie, au Danemark; il touche plus tardivement l'Allemagne et les Pays-Bas.

Sans entrer dans le détail, on rappellera rapidement les composantes de ce processus :

- internationalisation des marchés et, en particulier, développement des euro-marchés;
- déréglementation institutionnelle comportant notamment l'effacement des distorsions entre les différentes catégories de banques et entre celles-ci et les autres institutions financières;
- développement des taux variables;
- création et essor de nouveaux instruments de marchés : certificats de dépôts, Commercial Paper, NIF, RUF. Il s'agit de ce que l'on appelle le mouvement vers la sécuritisation;
- apparition et essor de nouveaux instruments de couverture contre le risque : Futures, Options, Future Rate Agreements, Caps et Collars, Swaps.

Certains ont fait remarquer la coïncidence de cet essor avec la généralisation des politiques d'objectifs de croissance, des agrégats monétaires. Ces deux phénomènes sont-ils liés? Est-on en présence de manifestations de la Loi de Goodhart selon laquelle retenir une certaine définition d'agrégat pour objectif monétaire conduit nécessairement à des innovations financières qui dénaturent la signification de cet agrégat? La réponse ne peut être que nuancée.

Dans certains cas, Royaume-Uni par exemple, l'innovation est liée à la déréglementation (Bank-Holding Company act...); elle sera d'ailleurs d'autant plus

25

* - Ce texte s'appuie sur un travail initial de M. Patat, Directeur des Etudes et Statistiques Monétaires, auquel l'auteur adresse ses très vifs remerciements.

I N N O V A T I O N S F I N A N C I È R E S

tardive dans les pays où les contraintes réglementaires étaient faibles¹ (Allemagne par exemple où la banque universelle et la liberté des taux existent depuis longtemps).

Dans d'autres pays, son démarrage coïncide avec un renforcement provisoire de la réglementation, puis est facilité par un comportement plus libéral des pouvoirs publics (France).

En fait, le développement des innovations financières correspond fondamentalement à une évolution des besoins des agents emprunteurs et prêteurs, dans un contexte économique général caractérisé par le développement de tensions inflationnistes, puis leur répression par des politiques monétaires restrictives, la variabilité induite des taux d'intérêt et celle des changes depuis 1973 et le souci croissant des opérateurs de se prémunir contre les risques afférents. Les prêteurs finaux souhaitent bénéficier à la fois de la rentabilité et de la liquidité de leurs placements. Les prêteurs, notamment intermédiaires, veulent également dissocier les risques de solvabilité, de liquidité et de taux et ne conserver que tout ou partie de ces risques. Les emprunteurs finaux, dans la mesure où ils sont obligés d'emprunter à taux variable, souhaitent se prémunir contre une trop grande volatilité de leurs charges d'intérêt.

Dans certains pays (France, Italie), il s'agit aussi d'aménager ou de perfectionner les modalités de financement de la dette publique. Partout, dans une situation de taux d'intérêt réels élevés, l'innovation correspond au souhait des agents non financiers de bénéficier, pour leurs placements, à la fois de la liquidité et de bons rendements.

Ainsi, d'entrée, l'innovation interfère sur le contrôle des agrégats qui par tradition et/ou en application de la théorie monétaire, recensait des placements liquides, mais pour la plupart, non rémunérés ou rémunérés à taux fixes administrés.

— L'innovation financière a rendu plus instable les agrégats monétaires et déformé leurs relations avec les grandeurs réelles.

— Les réponses des autorités monétaires à ce processus ont été, dans la plupart des cas, d'adapter leurs instruments d'analyse et leurs objectifs monétaires. En général, la politique d'agrégats n'a pas été abandonnée, mais elle a subi une forte remise en cause et s'accompagne de plus en plus, dans le cadre du SME, d'objectifs explicites ou implicites de change.

— Dans l'ensemble, ces phénomènes se sont accompagnés d'un recul des instruments de contrôle monétaire direct, au profit des procédures de marchés.

— Les innovations financières ont ainsi, potentiellement, des conséquences importantes sur la construction de l'Europe monétaire.

1 - Aux Etats-Unis, non traités dans cette communication, de nombreuses innovations sont liées à un excès de réglementation.

L'INNOVATION FINANCIÈRE REND PLUS INSTABLE LES AGRÉGATS MONÉTAIRES ET DÉFORME LEUR RELATION AVEC LES GRANDEURS RÉELLES

On distinguera les agrégats monétaires stricto sensu et les agrégats de crédit.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Deux phénomènes sont observés :

- Là où l'innovation est arrivée à maturité, les agrégats « sur » représentent (majorent) la réalité monétaire. A ceci correspond une chute de la vitesse de circulation¹ calculée d'après les agrégats officiels ;
- Là où l'innovation est encore en voie d'essor, les agrégats « sous » représentent (minorent) la réalité monétaire. On assiste à une accélération de la vitesse de circulation.

LA « SUR » REPRÉSENTATION DE LA RÉALITÉ MONÉTAIRE

On prendra l'exemple du Royaume-Uni et de l'Italie.

En ce qui concerne le Royaume-Uni, on peut distinguer deux phases. La première est celle des conséquences de la déréglementation : abolition des cartels de taux d'intérêts bancaires, lancement des comptes à vue rémunérés par les building societies bientôt repris (jusqu'en 1985) par les clearing banks. Les banques gagnent dans cette concurrence et ceci conduit à un gonflement de M3£ au détriment des avoirs dans les building societies². Le mouvement est encore accentué par l'essor des CD's (dans M3£).

La seconde phase est celle de l'évolution depuis 2 ou 3 ans, avec une accélération en fin de période. Diverses explications en ont été tentées : développement des OPA, variations dans la politique de funding de la Banque d'Angleterre, ... En fait, on assiste à une autonomie croissante de la super-structure monétaire par rapport à l'économie réelle. La croissance de M3£ dépasse donc nettement les objectifs (18 % l'an en 1986, avec un objectif originel de 11 %-15 %) ³. Sa vitesse s'écarte de sa tendance de plus de 3 points. Pour les autorités monétaires M3£ ne représente plus correctement la réalité monétaire.

Un phénomène de « sur » représentation est également censé survenir en Italie, encore qu'on puisse en discuter le bien-fondé.

27

1 - Il faut noter — c'est en particulier le cas aux Etats-Unis — que la baisse de l'inflation contribue également à la chute de la vitesse de circulation, par un phénomène de reconstitution des encaisses.

2 - En l'espèce, le gonflement de M3 est essentiellement dû à la définition institutionnelle de l'agrégat.

3 - En 1985, objectif de 5 à 7 %, réalisation 15 %.

LA « SOUS » REPRÉSENTATION DE LA RÉALITÉ MONÉTAIRE

Dans ce cas, l'innovation financière, en pleine phase de croissance, fait dériver la demande de monnaie hors des agrégats officiels qui subissent un ralentissement artificiel, tandis que la vitesse de circulation s'accélère.

Ceci se produit dans les pays où les marchés financiers, longtemps relativement faibles, explosent du fait principalement d'une offre de titres (Etat, banques) en forte croissance.

- Danemark : une réforme fiscale rend les obligations très concurrentielles par rapport aux comptes à terme bancaires (dans M2).

- France : les OPCVM, dont l'essor coïncide avec une réforme intervenue en 1981 après la modification de la réglementation des comptes à terme, offrent aux épargnants des rendements attractifs, un risque de perte en capital faible (mais pas inexistant Cf. nov. 1984), une liquidité très satisfaisante. S'ajoutent à cela une grande diversité de formules nouvelles d'obligations, puis le démarrage des instruments négociables à court terme ; à partir de 1982, M2 perd de sa signification et le ralentissement de sa croissance paraît artificiel ; en particulier en 1982, 1983, 1984, ses relations s'affaiblissent avec les évolutions de l'activité (faible) et des prix (hausse toujours soutenue). De même, en 1986, quand M3 est retenu comme objectif, l'agrégat plus large L croît beaucoup plus rapidement en raison de la présence dans L - M3 des instruments nouveaux : bons du Trésor négociables et billets de trésorerie⁴.

DANS LES PAYS VENUS LE PLUS TARDIVEMENT À L'INNOVATION, DES DISTORSIONS SONT PERCEPTIBLES, OU, EN TOUT CAS, LES AUTORITÉS MONÉTAIRES S'Y ATTENDENT

Ainsi, en Allemagne, on assiste à des transferts encore peu significatifs de la tendance réelle de la demande de monnaie, entre dépôts à terme (reliés à l'objectif conventionnel de monnaie banque centrale) et obligations à court terme émises par les banques. Des émissions de CD's sont maintenant possibles.

Aux Pays-Bas, la déréglementation est très récente : CD's, papier commercial, bons à moyen terme à taux variable (FRNS), tous produits très substituables à la quasi-monnaie, sont introduits depuis le début 1986.

LES AGRÉGATS DE CRÉDIT

On rappellera que, sur le plan des principes, le Fonds Monétaire International attache une grande signification au crédit interne (Domestic Credit Expansion) pour les petits pays très ouverts sur l'extérieur et pratiquant une politique de change fixe.

Dans la pratique, les agrégats de crédit jouent ou ont joué un rôle important en Italie, en Belgique et en France⁵ où, sans être stricto sensu des objectifs de la

⁴ - Même si en 1986 les certificats de dépôt (dans M3) et les billets de trésorerie (dans L - M3) ont vu leur croissance « normée ».

⁵ - La France utilise un concept de crédit interne net, où du crédit bancaire sont défalquées les obligations souscrites par les banques. Il s'agit donc du crédit financé sur ressources monétaires.

INNOVATIONS FINANCIÈRES

politique monétaire, ils servaient de référence à la mise en œuvre d'une politique de contrôle de la monnaie par ses contreparties et en particulier d'encadrement du crédit.

Le développement des instruments de marché, qui apporte aux agents non financiers des possibilités de financement substituables au crédit bancaire, et qui ne sont pas assis sur des ressources à long terme correspondant à une intention *ex ante* d'épargne, vide progressivement de contenu ces agrégats de crédit, et, on y reviendra, les politiques de contrôle quantitatif.

Ainsi en Italie, la progression toujours très soutenue de l'endettement public, favorisée par les nouveaux produits, obligations courtes à taux variables notamment, introduits dans les années récentes, domine presque entièrement l'évolution du TDC (Total Domestic Credit) qui devient incontrôlable.

LES RÉPONSES DES AUTORITÉS MONÉTAIRES

Dans nombre de pays, elles ont consisté dans des redéfinitions des agrégats et/ou des changements d'éclairage sur les agrégats déjà existants. Au total, on assiste à une remise en cause certaine de la politique d'objectifs monétaires et, souvent, à l'apparition d'objectifs complémentaires où le change joue un rôle croissant.

On examinera successivement les problèmes de principe et les pratiques effectives.

AU NIVEAU DES PRINCIPES

• Les innovations monétaires conduisent à la remise en cause du *partage monnaie/titres*. Dans la théorie monétaire, la monnaie est assimilée à la notion de transaction. Ceci implique qu'elle ne soit pas ou faiblement rémunérée, ou encore que sa rémunération s'effectue à taux réglementé, que les actifs monétaires soient convertibles sans perte en capital, et que cette conversion s'opère sans prélèvement sur les encaisses d'un autre agent économique⁶.

Or le développement d'actifs à taux variable fait disparaître très largement le risque de perte en capital. D'autre part, le montant croissant d'actifs rémunérés à des taux de marché, alors qu'en fait les risques de pertes en capital (OPCVM) ne se sont pas encore manifestés et ne semblent pas ressentis par les agents non financiers, donne aux actifs en question, dont la fonction de transaction reste entière, le caractère supplémentaire de réserve de valeur, avec toutes les possibilités d'arbitrage avec les actifs traditionnellement considérés comme non monétaires (obligations)⁷.

• Ainsi qu'il a déjà été indiqué, quand le contrôle de la monnaie s'exerce à travers les contreparties, c'est-à-dire essentiellement le crédit bancaire, la baisse de la part des banques dans le financement des agents non financiers, liée à la sécuritisation, vide progressivement de signification les agrégats de crédit.

6 - Ce troisième critère est en fait peu opérationnel.

7 - Ceci n'est sans doute pas vrai en permanence, mais a été lié en France, en 1985 et au premier semestre 1986, au contexte de baisse régulière des taux, qui permettait en fait des gains en capital. Depuis l'entrée dans une période d'incertitude sur l'évolution future des taux, on a d'ailleurs assisté à un *ripage*, à l'intérieur des SICAV de court terme, des SICAV « sensibles » ou « régulières » vers les SICAV « monétaires », les moins sensibles aux risques de pertes en capital.

LA PRATIQUE EFFECTIVE

D'une façon générale, il faut distinguer les grands pays où les objectifs quantitatifs, même s'ils sont difficiles à réaliser, restent un ancrage d'une certaine autonomie de la politique économique vis-à-vis du pays à monnaie dominante du SME, et les petits pays, où l'impératif du taux de change vient au premier plan.

LES GRANDS PAYS

Trois caractéristiques doivent être soulignées :

— Les évolutions sont différentes selon le degré de maturité de l'innovation. Pour les pays où l'innovation est en cours de maturation, on privilégie généralement des agrégats plus larges, où l'on pourrait trouver la réconciliation d'une référence keynésienne et d'une politique monétariste. Par contre, là où l'innovation est arrivée à maturité et où les agrégats « sur » représentent la réalité monétaire, on constate un certain retour vers les agrégats étroits⁸⁻⁹.

— On assiste de plus en plus à l'utilisation d'une pluralité d'objectifs ou en tout cas de références.

— Le taux de change, même s'il n'est pas un objectif affiché, prend une importance croissante dans la conduite de la politique monétaire.

Au Royaume-Uni, pays le plus avancé dans l'innovation monétaire, on a assisté à des réformes successives et un peu tâtonnantes : de nouveaux agrégats se sont ajoutés aux anciens : PSL (ensemble des liquidités)¹⁰, M2 (agrégat de transaction), bientôt perturbé par le développement des comptes chèques rémunérés ; remplacement de M1 par M0, agrégat le plus étroit qui correspond en fait à la monnaie fiduciaire et aux avoirs des banques auprès de la banque centrale ; finalement abandon de M3 comme objectif. Bien que la Grande-Bretagne n'appartienne pas au SME, on peut supputer une importance croissante des considérations de change dans la politique monétaire, en raison, en particulier, des implications d'un change fort sur la négociation salariale.

En Italie, au Crédit Intérieur Total s'est ajouté le Crédit Intérieur Privé. Par ailleurs, un nouvel agrégat, M2A, a été créé, excluant les CD's¹¹. Les objectifs sont les deux modalités du Crédit Intérieur, et une fourchette d'évolution est également prévue pour M2. Malgré la marge de fluctuation élargie dont bénéficie l'Italie, le taux de change à l'égard du DM semble également avoir une importance croissante dans la pratique des autorités monétaires.

8 - On mentionnera pour mémoire le Canada qui a abandonné tout objectif quantitatif.

9 - Des travaux théoriques et économétriques ont été menés sur l'utilisation possible d'agrégats pondérés, soit en fonction de leur degré de liquidité, soit en fonction du caractère prévisionnel de l'agrégat considéré à l'égard des grandeurs économiques (PIB en valeur, en volume et prix). Ces travaux n'ont donné lieu à aucune application effective. L'utilisation d'un agrégat de revenu nominal a également été évoquée. Elle se heurte à différentes difficultés : elle implique une très étroite coordination entre politique monétaire et politique budgétaire ; elle risque d'être déstabilisante quant au PIB en volume en face de perturbations de prix ; sa disponibilité statistique est trop tardive pour la pratique de la régulation monétaire.

10 - Et même PSL2, y compris les sociétés mutuelles de crédit hypothécaire.

11 - A l'inverse de la France.

I N N O V A T I O N S F I N A N C I È R E S

En Espagne, un nouvel agrégat objectif large ALP a été créé, incluant la plupart des instruments négociables à court terme. Un second objectif est l'expansion des crédits au secteur privé. M3 est également suivi. Les autorités monétaires semblent avoir eu une politique de change assez volontariste, d'ailleurs différente avant (dévaluation progressive) et après l'entrée de l'Espagne dans le Marché Commun.

La France a adopté en 1985 un nouvel agrégat M3, comportant d'une part l'ensemble des livrets et des dépôts à terme dans les banques, d'autre part les CD's émis par les banques. A côté de cet objectif, l'agrégat M2 redéfini, censé le plus correspondre aux encaisses de transaction, et un nouvel agrégat L (ensemble des liquidités) sont également surveillés. En 1987, M3 et M2 sont également objectifs. Très sensibles à la contrainte extérieure, les autorités monétaires françaises mènent une politique de change conforme à leurs engagements au sein du SME, qui les amène à attacher une grande importance à la comparaison de leur taux d'intérêt réel à court terme avec le taux allemand.

Avec ce monde en évolution, contraste la situation allemande. L'objectif QMBC, qui n'est pas une base monétaire mais une représentation statistique d'un agrégat large, reste inchangé. Les autorités allemandes se sont donné les moyens de contrecarrer l'incidence des récentes innovations : réserves obligatoires sur les obligations bancaires à moyen terme, sur les CD's.

Quel jugement peut-on porter sur ces évolutions, dont la multiplicité montre bien l'incertitude ?

Malgré les redéfinitions opérées, la notion d'agrégats de transaction est de plus en plus menacée par la rémunération aux taux de marché de tout ou partie des agrégats concernés (Cf. M1 aux Etats-Unis) et pourrait être à terme complètement remise en cause par la rémunération des comptes à vue.

Les agrégats larges, dont la contrepartie est une part croissante des financements de l'économie, s'éloignent des concepts monétaristes — ce qui n'est pas nécessairement une critique — et ont un contenu flou. Ainsi en France les titres négociables ont maintenant des échéances de 10 jours à 7 ans, alors que les obligations débutent à 7 ans : où mettre la barre de la monnaie ?

D'autre part, l'extension ainsi faite de la notion de monnaie à un spectre très large d'actifs financiers (dont une part importante est rémunérée au taux de marché) réduit l'élasticité des agrégats larges aux variations des taux d'intérêts. Par contre, la présence croissante d'actifs rémunérés à des taux de marché dans les agrégats restreints, et a fortiori le maintien dans ces agrégats de taux réglementés, peut conduire à des arbitrages avec des agrégats plus larges qui brouillent leur signification.

Enfin il faut noter que la fonction de réserve de valeur de la part des actifs qui correspond à des titres négociables est affectée par la variabilité des taux du marché, et ses conséquences sur la valeur des titres.

LES PETITS PAYS

Ce sont en définitive les pays très dépendants de l'extérieur : Belgique, Pays-Bas, Danemark, Grèce, qui ont pris le plus de distance avec les agrégats.

La Grèce a un objectif de crédit intérieur.

La Belgique n'a jamais eu d'objectifs d'agrégats de monnaie. Les Pays-Bas surveillent le ratio de liquidité (en terme de M2). Cet objectif paraît depuis peu, moins contraignant ; toutefois les autorités monétaires se donnent les moyens de contrôler l'incidence des nouveaux produits sur les agrégats (surveillance de l'émission du papier commercial).

INNOVATIONS FINANCIÈRES

Au Danemark enfin, les autorités monétaires mettent surtout l'accent sur le taux d'intérêt et le taux de change.

UN REcul DES INSTRUMENTS DE CONTRÔLE MONÉTAIRE DIRECT ET UNE PLUS GRANDE UTILISATION DES PROCÉDURES DE MARCHÉ

On distinguera la mise en œuvre de la politique monétaire, en particulier dans les relations entre la banque centrale et les institutions financières, et ses effets sur les agents non financiers.

LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LES INSTRUMENTS DE MARCHÉS

LA FIN DES PROCÉDURES DE CONTRÔLE DIRECT

Ainsi qu'il a déjà été dit, l'innovation financière affaiblit l'efficacité des procédures de contrôle monétaire direct : le « cadrage » par les contreparties devient difficile du fait de l'expansion du financement de marché et le contrôle quantitatif du crédit ne s'opère plus que sur une base réduite. Ces insuffisances sont encore accrues par les possibilités croissantes d'endettement externe.

D'où une disparition progressive des procédures classiques d'encadrement du crédit : elles sont suspendues en Italie¹² et en Irlande (1982-1983). En France, on passe à la régulation du crédit (1984) puis au filet de sécurité (1985 et 1986), et l'encadrement du crédit a totalement disparu en 1987. Au Danemark, on lui substitue un système de réserves obligatoires partiellement rémunérées assis sur l'encadrement des dépôts.

LES MÉTHODES OPÉRATOIRES DE LA BANQUE CENTRALE

Dans le cadre général d'une politique qui agit sur les comportements des agents non financiers par la voie des taux d'intérêts, existe un choix entre une politique dont le vecteur opérationnel est le coût de la monnaie centrale et une politique dont le vecteur est une contrainte quantitative sur la liquidité bancaire. Il semble, au regard, en particulier, de l'expérience malheureuse des Etats-Unis dans le deuxième type de politique, qu'on doive rester principalement à la première, sauf, quand les marchés se seront approfondis et accrue la détention des titres par les banques, à utiliser le second en cas de risque de dérapage grave.

L'INFLUENCE CROISSANTE DE L'EXTÉRIEUR SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Ceci s'entend évidemment dans le cadre du SME. A partir du moment où l'utilisation du taux d'intérêt remplace les contraintes quantitatives, les possibilités de contradiction entre objectifs externes et internes de la politique monétaire s'accrois-

12 - Rétablies à titre provisoire après la crise de change de 1985, et de nouveau abandonnées en 1986.

INNOVATIONS FINANCIÈRES

sent. Ainsi une hausse du taux d'intérêt destinée à opérer une action restrictive interne entraîne tant que les parités à l'extérieur du SME ne sont pas mises en cause par les marchés, des entrées de capitaux contradictoires, même si on peut en opérer la stérilisation quant à la liquidité bancaire et si une certaine déconnection des taux peut être opérée par le jeu des réserves obligatoires. En sens inverse, une baisse des taux d'intérêt effectuée dans une optique de relance peut se heurter rapidement à la contrainte extérieure.

Ainsi, on y reviendra, les conséquences des innovations financières sur la pratique des politiques monétaires renforcent considérablement l'exigence de l'harmonie des politiques monétaires au sein du marché commun.

LES EFFETS SUR LES AGENTS NON FINANCIERS

On se bornera, faute de recul, à quelques remarques.

- Tout d'abord, il faut souligner une importante mutation dans le comportement des agents non financiers : leur engagement actif dans les procédures de financement s'accroît, aussi bien en tant que prêteurs qu'emprunteurs, et, pour les entreprises, tend à occuper une place croissante dans leurs ressources d'exploitation. Ainsi leurs activités de prêts et d'emprunts sont de moins en moins directement liées à leurs capacités et besoins de financement. Cette évolution, dont on est loin de pouvoir apprécier aujourd'hui toutes les conséquences, introduit une incertitude nouvelle dans les modalités de transmission de la politique monétaire.

- L'internationalisation des marchés, des placements et des financements rend plus sensible un second élément d'incertitude. Ce qui compte pour la politique monétaire, c'est la capacité de dépense sur le territoire national liée d'une part à la disposition d'actifs aisément mobilisables, d'autre part aux possibilités d'endettement. Or les agents économiques nationaux — et ceci n'ira que croissant avec la disparition de tout contrôle des changes — détiennent¹³ de plus en plus des avoirs à l'étranger, en monnaie nationale (euro-marchés) ou en devises étrangères. Ils peuvent aussi de plus en plus facilement recourir à des ressources d'emprunt extra-territoriales dont le coût — même compte tenu des reports ou déports — peut être différent des taux d'intérêt débiteurs nationaux. Les Etats-Unis ont été les premiers à prendre conscience de ces évolutions, en incluant dans leurs agrégats les dépôts en euro-dollars des résidents américains¹⁴ mais il faut souligner que recenser n'est pas synonyme d'agir, et que, si le recensement d'avoirs de résidents libellés dans sa propre euro-monnaie est possible, il est par contre exclu — actuellement en tout cas — pour des avoirs libellés dans d'autres monnaies — alors que pour les autres monnaies, la part du dollar, voire d'autres euro-monnaies, est vraisemblablement prédominante par rapport aux avoirs en euro-monnaie nationale. C'est dire que le suivi et le contrôle d'agrégats résidents — même « élargis » — risque d'être de moins en moins représentatif des conditions réelles de la monnaie.

- Avec l'importance croissante des taux variables, la transmission des modifications de taux à l'économie réelle est ambiguë : elle est certes plus directe,

33

13 - En ce qui concerne les entreprises, soit directement, soit par l'intermédiaire de filiales localisées à l'étranger.

14 - Selon les agrégats, dans les agences et succursales de banques américaines établies à l'étranger et dans les agences bancaires étrangères.

INNOVATIONS FINANCIÈRES

mais ses effets sur les calculs de rentabilité peuvent être moins décisifs qu'avec des mécanismes de taux fixes, en raison même de la réversibilité dans le temps des mouvements de taux. On peut penser qu'il faut des variations plus fortes, exerçant des influences marquées sur le cash flow des entreprises, pour influencer leurs décisions réelles.

- L'expansion des marchés à terme peut permettre à certains agents (mais pas à l'ensemble de l'économie) d'échapper aux conséquences des variations des taux. On mesure mal encore les effets sur l'économie réelle du fonctionnement des marchés où certains se couvrent contre ces variations alors que d'autres, les spéculateurs, gagnent ou perdent selon leur position.

- Par ailleurs, l'innovation financière fait disparaître les crédits crunches, liés à l'existence de taux fixes dans certaines institutions financières (saving and loans aux Etats-Unis, Building Societies en Grande-Bretagne) qui donnaient une très grande efficacité à la politique monétaire sur certains éléments de la demande finale (logement).

Au total, de ces quelques remarques, on peut attendre une moins grande précision du contrôle monétaire. De plus en plus, l'efficacité ne pourra se juger qu'à moyen terme.

INNOVATION FINANCIÈRE ET EUROPE MONÉTAIRE

On examinera successivement : les conséquences du développement de l'ECU privé, qu'il faut considérer comme une innovation financière spécifique, sur le contrôle monétaire, et la mesure dans laquelle les nouvelles modalités de contrôle monétaire favorisent la coordination des politiques monétaires nationales.

34

L'ECU PRIVÉ ET LE CONTRÔLE MONÉTAIRE

On ne développera pas ici les perspectives d'évolution de l'ECU public qui font l'objet de l'article de M. TRIFFIN. On proposera simplement quelques réflexions sur les implications potentielles d'un fort développement de l'ECU privé en s'appuyant sur une analyse de M. MAYER¹⁵.

L'ECU privé est en effet une innovation financière qui connaît un succès croissant et qui devrait être confortée par la mise en place d'un organisme de compensation. Sans doute à terme son développement serait facilité par une liaison entre ECU privé et ECU public, qui permettrait la mise en place d'un prêteur de dernier ressort. On fera simplement, pour les développements qui suivent, l'hypothèse que l'ECU privé prend une part significative dans les actifs et dans les crédits des différents pays membres, à côté des monnaies nationales, et on s'interrogera sur les effets sur le contrôle monétaire de cette coexistence. On distinguera les effets internes et ceux sur les mouvements internationaux de capitaux.

- En ce qui concerne les *effets internes*, l'analyse de MAYER fait ressortir que le développement de l'ECU n'est neutre du point de vue du contrôle monétaire qu'à trois conditions assez restrictives :

¹⁵ - Helmut W. Mayer — *Private Ecus potential macro-economic policy dimensions (BIS Economic Papers n° 16 — avril 1986)*.

I N N O V A T I O N S F I N A N C I È R E S

- l'identité des taux de réserves obligatoires entre l'ECU et chaque monnaie nationale et en conséquence entre les pays membres ;
- de faibles différentiels de taux d'intérêts ;
- la stabilité des taux de change entre les membres du SME pour éviter des effets de valorisation.

Si ces conditions ne sont pas remplies, en plus des inconvénients pour la conduite des politiques monétaires nationales, les effets d'une croissance monétaire en ECU seront diffusés de pays à pays selon qu'ils sont emprunteurs ou dépositaires en cette monnaie.

En ce qui concerne les *effets sur les mouvements de capitaux internationaux*, ils tiennent à ce qu'un fort développement de l'ECU, monnaie composite, signifie une intégration plus forte des marchés de capitaux nationaux à travers une plus forte internationalisation des monnaies composantes. Il implique donc la probabilité d'une plus forte transmission, à travers les mouvements de capitaux et les mouvements induits de taux d'intérêts, des effets de changements dans un pays de la politique monétaire et/ou des anticipations de change : volume accru de ces mouvements, tendance plus forte à l'appréciation de la monnaie du pays à politique restrictive, par la substitution du marché de l'ECU au marché de l'euro-dollar, et en conséquence lien plus fort entre marchés nationaux.

Ces considérations ont évidemment un caractère prospectif, et par ailleurs elles ne sauraient en rien être considérées comme des objections au développement de l'ECU privé, mais cette modalité particulière de l'innovation financière, comme les autres, poussé naturellement à une plus grande harmonisation des politiques monétaires dans le cadre du marché commun.

LES NOUVELLES MODALITÉS DU CONTRÔLE MONÉTAIRE POUSSENT À LA COORDINATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

35

- Ici encore on n'abordera pas les perspectives d'une monnaie européenne parallèle ou unique, mais on dressera quelques conséquences des évolutions décrites plus hauts.

- Il n'est pas inutile de partir de la position théorique du problème de la coordination des politiques telles qu'elle a fait l'objet dans la période récente de nombreuses études¹⁶.

- Ces travaux font ressortir les gains possibles, du point de vue des objectifs de la politique économique (croissance, prix, équilibre extérieur), qui peuvent découler de politiques coopératives, par opposition aux attitudes où chaque pays considère la politique économique des autres comme données (équilibre de Nash).

- Le problème est évidemment les modalités de mise en œuvre effectives de la coopération : explicitation des objectifs, équilibrage de l'usage des instruments nationaux, modalités de partage des gains collectifs.

- Bien que ces problèmes n'aient probablement pas été explicités alors, ils sont certainement à l'origine de l'échec, maintenant ancien¹⁷, de la tentative directe

¹⁶ - Cf. notamment Oudiz-Sachs : *Macro Economic Policy coordination among the Industrial countries* (Brookings Papers - 1 - 1984).

¹⁷ - Au début des années 1970.

I N N O V A T I O N S F I N A N C I È R E S

de coordination des politiques monétaires à travers une confrontation des objectifs quantitatifs des différents pays-membres, qui avait été tentée par le Marché Commun.

- Aux différents objectifs correspondaient des politiques d'ensemble, donc pas seulement monétaires, différentes, dont les conséquences sur la croissance, les prix, les échanges extérieurs n'étaient pas compatibles. Sur le plan technique, la diversité des agrégats-objectifs, constituait une difficulté pour l'analyse, en particulier quand ces agrégats étaient fondés sur des critères institutionnels.

- Le moindre rôle des agrégats va de pair avec une coordination de fait croissante sous la contrainte des engagements de change pris dans le cadre du SME.

- Sur le plan des principes : taux de change fixes (ou ajustables) et liberté des mouvements de capitaux impliquent une pression à la coordination. Celle-ci se fait à travers le rôle croissant des taux d'intérêts : nominaux (avec le risque d'effet pervers *immédiatement après* les changements de parités), et tant que la nouvelle grille de parités n'est pas remise en cause par le marché ; réels également, puisque implicitement la règle de la parité des pouvoirs d'achat préside au réajustement des parités dans le SME.

- En pratique, on a vu plus haut le rôle croissant des objectifs explicites ou implicites de change dans la conduite de la politique monétaire. Il faut souligner qu'il s'agit des taux de change bilatéraux avec le DM et que donc la coordination s'effectue *sous le leadership allemand*. Cette coordination assymétrique est un substitut à la difficulté évoquée plus haut de mise en œuvre de procédures de marchandage conduisant à un équilibre coopératif. Elle est certainement la voie aujourd'hui la plus réaliste. Pour l'avenir, les conséquences des innovations monétaires sur les politiques nationales en renforcent la nécessité. Au total, zone de changes fixes ou ajustables et intégration croissante des marchés impliquent une forte pression à l'harmonisation des politiques monétaires.

Une dernière remarque s'impose : si la diffusion des innovations financières pousse à une meilleure intégration européenne, elle rend aussi l'Europe plus sensible aux flux financiers extra-européens. On retrouve ici le besoin croissant — dans un premier temps — d'une attitude commune des pays européens vis-à-vis des politiques macro-économiques américaines et japonaises, puis — a fortiori l'Europe est mieux intégrée — d'une coordination des politiques de change, monétaires et budgétaires entre les trois pôles de l'économie mondiale. Mais ceci est une autre histoire...

