

### L'APRÈS-MONÉTARISME : CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET CRÉDIT ILLIMITÉ

**M**me Thatcher, comme tous les révolutionnaires, ne manque jamais une occasion d'exprimer son mépris à l'égard de l'ancien régime de son prédécesseur à la tête d'un gouvernement conservateur, M. Edward Heath. On lui reproche d'avoir déchaîné une explosion du crédit en 1972-1973, et d'avoir hissé le taux de croissance de l'économie en 1973 au niveau insoutenable de 7 %. La suite est bien connue : récession et inflation, en un mot *stagflation*.

A première vue, 1987 peut apparaître comme un renouveau de l'expérience ratée de 1973. Le pourcentage de chômeurs descend rapidement — en dessous de 10 % — grâce à un taux de croissance de 4 %, le plus élevé parmi tous les pays industrialisés sauf l'Espagne. Mais les créances bancaires sur le secteur privé augmentent à un taux de 25 % par an, et les objectifs monétaires ont été abandonnés, sauf l'agrégat étroit M0, qui exclut les dépôts de banque et ainsi ne reflète pas l'expansion du crédit. La poussée salariale — augmentation de 8 % par an — tend à monter, et suscite les commentaires défavorables de l'OCDE, qui prévoit un déficit de la balance des paiements extérieurs de 5 milliards de livres en 1989.

Il y a néanmoins des points rassurants, qui permettent à Mme Thatcher et à son Chancelier de l'Echiquier, M. Nigel Lawson, de prétendre que les ressemblances entre les deux *anni mirabiles*, 1973 et 1987, ne sont que superficielles.

■ Les comptes du secteur public se sont équilibrés, avec un besoin d'emprunt près de zéro en 1987-1988. L'expansion des créances sur le secteur privé est en partie compensée par le plafonnement des créances sur le secteur public. Le crédit, comme les télécommunications et le gaz, a été privatisé. L'introduction de la concurrence dans le domaine du crédit est d'ailleurs mieux réussie que dans les monopoles vendus aux actionnaires privés par l'Etat.

■ Puisque la demande du crédit est une fonction de l'expansion économique, elle ralentira d'elle-même dès que le taux de croissance de l'économie tombera vers les 2,5 % prévus par le Trésor.

M. Lawson a même suivi l'exemple américain en ordonnant l'octroi libre du crédit pour parer le choc du krach boursier d'octobre. Le taux d'intérêt des banques, augmenté de 9 à 10 % en août comme précaution, a été progressivement réduit à 8,5 % en décembre puis augmenté à 9 % en février.

■ L'expansion du crédit est en partie due à la dérégulation des marchés financiers de la City de Londres, qui a commencé bien avant le *Big Bang* d'octobre 1986. Le marché lui-même s'est élargi, et les banques ont su augmenter leur part aux dépens des sociétés hypothécaires (*building societies*). Comparé au taux d'expansion de 25 % des créances bancaires, celui des créances hypothécaires des *building societies* (14 % seulement) semble bien modeste. De même, la croissance de l'agrégat monétaire M4, qui contient les dépôts chez les *building societies*, est moins préoccupante que celle de M3, qui les exclut.

■ L'expansion hors-série est celle des créances sur les sociétés, qui ont augmenté de 30 % pendant l'année jusqu'à la fin de septembre 1987 ; en revanche, les créances sur les ménages pendant la même période ont connu un taux de croissance de 18 %. Les sociétés utilisent leurs crédits pour les opérations financières, comme les OPA et les placements dans le marché monétaire, qui n'ont aucun effet ni sur la demande, ni sur l'inflation des prix à la consommation.

■ Le prix du pétrole, qui était en hausse en 1973, est actuellement en baisse. Le pétrole, loin d'aggraver les effets inflationnistes d'un *boom* du crédit, est susceptible cette fois-ci de les adoucir.

La Banque d'Angleterre, qui n'a jamais accepté les doctrines du monétarisme, s'inquiète néanmoins du taux de croissance du crédit. Elle déconseille les réductions trop marquantes des taux d'intérêt, de crainte que le « glacier » de liquidité, maintenant gelé dans les banques, ne se fonde en un raz-de-marée de dépenses inflationnistes. C'est comme si un Chrétien non-pratiquant, ne croyant pas à la vie future, se rendait à la messe de temps en temps pour prendre une police d'assurance, au cas où...

Malheureusement, la Banque centrale se trouve dépourvue de moyens d'arrêter le flot du crédit, même si elle en sentait le besoin. L'influence des taux d'intérêt sur la demande du

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

crédit et également sur la masse monétaire est devenue obscure et tardive. Les autorités conduisent un véhicule dont les freins ne sont pas sûrs d'agir à temps pour éviter une collision. Le contrôle monétaire est difficilement conciliable avec la liberté des marchés, c'est-à-dire avant tout celle des marchés financiers.

### Analyse du crédit en 1987

Le flux du nouveau crédit net, y compris les émissions sur les marchés des capitaux, a atteint les 100 milliards de livres pendant l'année (au 30 septembre 1987), soit un peu moins d'un quart du PNB (voir tableau ci-dessous). Les entreprises ont pris deux tiers, les ménages un tiers du total secteur privé. Les banques sont responsables de la moitié, les *building societies*, la bourse, et les euromarchés chacun un septième (voir tableau page 146 section D).

Malgré la titrisation du crédit, les banques continuent à donner 57 % des moyens extérieurs de financement aux sociétés (voir tableau page 146 section A). La situation des sociétés industrielles et commerciales est bien différente de celle des sociétés financières non-bancaires, y compris les

compagnies d'assurance, les sociétés de location, et les *building societies*. Les sociétés industrielles et commerciales utilisent la bourse et les euromarchés plus souvent, et les banques moins souvent que les sociétés financières, parmi lesquelles se trouvent des filiales des banques elles-mêmes.

Les 35 milliards de livres de crédits bancaires octroyés aux sociétés se divisent en 15 milliards aux sociétés industrielles et commerciales, et 20 milliards aux sociétés financières. Pour les unes, le taux de croissance des créances a été de 21 %, pour les autres de 35 %. Qui plus est, les sociétés financières ont reçu 85 % des 11 milliards de livres de crédits bancaires en devises, qui ont en plusieurs cas financé de nouvelles opérations globales en titres.

Le marché des euro-obligations en sterling a connu une bonne année, avec 5 milliards de livres d'émissions ; mais les investisseurs ont boudé les euro-obligations en dollars, ce qui a réduit les émissions obligataires par sociétés anglaises, en tout, les autres monnaies à 2 milliards de livres. Le nouveau marché du papier commercial en sterling a débuté modestement, en face d'une concurrence forte du marché des euronotes, y compris l'euro-papier commercial.

→ 145

### CRÉANCES DES BANQUES AU ROYAUME-UNI SUR LE SECTEUR PRIVÉ\*

Créances sur :	(en milliards de livres)	(en pourcentage du total)
Sociétés industrielles et commerciales	84,2	35
Sociétés financières non-bancaires	76,3	31
Petites et moyennes entreprises	22,7	9
<b>Ménages</b>	<b>60,6</b>	<b>25</b>
<b>TOTAL</b>	<b>243,8</b>	<b>100</b>
Pour mémoire :		
Créances en sterling	191,9	79
Créances en devises	51,9	21

\* Au 30 septembre 1987.

Source : *Financial Statistics*, novembre 1987, tableau 6.2.

# CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

## USAGE DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LE SECTEUR PRIVÉ AU ROYAUME-UNI\*

	Augmentation nette du crédit (en milliards de livres)	Taux de croissance des créances <sup>1</sup>	Répartition du total
<b>A. SOCIÉTÉS</b>			
Crédits bancaires en sterling <sup>2</sup>	24,6	29	39
Crédits bancaires en devises <sup>2</sup>	11,0	34	18
Euro-obligations en sterling <sup>3</sup>	5,0	—	8
Euro-obligations en devises <sup>3</sup>	2,1	—	3
Papier commercial en sterling	1,4	—	2
Euronotes <sup>4</sup>	4,8	—	8
<b>Bourse<sup>5</sup></b>	<b>13,9</b>	—	<b>22</b>
<b>Total sociétés<sup>6</sup></b>	<b>62,8</b>		<b>100</b>
<b>B. PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES</b>			
<b>Crédits bancaires</b>	<b>3,0</b>	<b>15</b>	—
<b>C. MÉNAGES</b>			
Crédits bancaires au logement	8,0	33	24
Hypothèques des <i>building societies</i>	15,4	14	45
Autres crédits au logement <sup>7</sup>	3,7	38	11
Total crédits au logement	27,1	18	80
Crédits bancaires à la consommation	4,4	19	13
Autres crédits à la consommation <sup>8</sup>	2,5	17	7
<b>Crédits à la consommation, total<sup>9</sup></b>	<b>6,9</b>	<b>18</b>	<b>20</b>
<b>Ménages total</b>	<b>34,0</b>	<b>18</b>	<b>100</b>
<b>D. SECTEUR PRIVÉ TOTAL</b>			
Crédits bancaires	51,0	25	51
Hypothèques des <i>building societies</i>	15,4	14	15
Autres crédits	6,2	25	6
Bourse	13,9	—	14
<b>Euromarchés</b>	<b>13,3</b>	—	<b>14</b>
<b>Secteur privé, total</b>	<b>99,8</b>		<b>100</b>

1 - Ajusté pour variations du taux de change.

2 - Y compris obligations détenues par les banques.

3 - Emissions brutes. Avoirs des banques et rachats ne sont pas déduits.

4 - Facilités, y compris euro-papier commercial, y compris non-utilisées.

5 - En grande partie actions ordinaires, mais sont inclus des montants négligeables d'actions de préférence et d'obligations cotées à la Bourse.

6 - Sociétés industrielles, commerciales, et financières non-bancaires.

7 - Collectivités locales, sociétés d'assurance, et compagnies d'hypothèques titrisées.

8 - Sociétés de crédit, détaillants, sociétés d'assurance et *building societies*.

9 - Y compris créances négligeables en devises.

\* Du 1<sup>er</sup> octobre 1986 au 30 septembre 1987.

Sources : *Financial Statistics, Bank of England Quarterly Bulletin, Communiqué de presse mensuel des building societies et communiqué de presse de la Banque d'Angleterre sur les émissions sur le marché des capitaux.*

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

La bourse a battu tous les records pour les émissions d'actions, dont presque 90 % des 14 milliards de livres ont été lancées par des sociétés industrielles et commerciales, pour la plupart des augmentations de capital par droit de souscription. Pendant le troisième trimestre 1987, elles ont émis 5,6 milliards de livres. Après le krach d'octobre, l'activité boursière s'est naturellement réduite, étant donné l'augmentation du taux de rendement que les sociétés doivent payer sur leurs actions. Le marché hors-cote a fourni presque 1 milliard aux sociétés non cotées, qui se trouvent fréquemment dans le secteur pétrolier. Une grande partie des émissions d'actions a servi de moyen de financement pour les OPA, plutôt que pour l'investissement physique en biens d'équipement. Les sociétés industrielles et commerciales ont dépensé 14 milliards de livres pour les fusions et les acquisitions, dont 4 milliards seulement ont été payées en argent comptant, et 10 milliards en actions. Malgré le krach, il semble que les banques d'affaires continuent à monter des OPA, qui se sont avérées une source de revenus moins hasardeuse que les opérations de contre-partiste en titres.

### **Building societies**

Si les banques se défendent bien contre les nouveaux instruments financiers offerts aux sociétés, elles réussissent leur attaque contre les *building societies* dans le domaine du crédit aux ménages, dont 80 % va au logement, 20 % à la consommation. La déductibilité fiscale des intérêts sur les hypothèques, qui n'est pas permise pour les crédits à la consommation, explique leur prépondérance. La position dominante des *building societies* s'est effritée au point que les banques ont atteint une part de marché de 30 %, tandis que les nouvelles sociétés spécialisant en titrisation des hypothèques, dont plusieurs sont filiales des banques, ont déjà 13% du marché. Les *building societies* ont dû reculer à une part de marché plus restreinte que jamais de 57 %, parce que leur accès aux marchés financiers a été limité à 20 % de leurs dépôts, qui viennent généralement des ménages ; la limite a récemment été portée à 40 %.

La concurrence des *building societies* dans le domaine des crédits à la consommation, que les banques craignaient, a été très faible jusqu'à maintenant. Les *building societies* ont été permises par la nouvelle législation qui autorise les crédits à la

consommation depuis un an, mais leur manque de moyens de financement, et les coefficients de capital imposés par les autorités, semblent leur bloquer cette voie d'expansion pour le présent. Les banques continuent à dominer le marché du crédit à la consommation ; elles contrôlent les deux cartes-crédit *Barclaycard at Access*, qui sont responsables d'un tiers des créances bancaires sur les ménages.

L'expansion du crédit hypothécaire correspond à une augmentation de 16 % des prix des habitations en 1987, qui a peu de conséquences inflationnistes. Les dernières pointes de la courbe des prix du logement sont survenues de 1973 à 1978, mais l'inflation générale qui a suivi dans les deux cas était due aux chocs pétroliers ; cette fois-ci, les prix du pétrole sont en déclin.

L'expansion du crédit à la consommation reflète une croissance des dépenses des ménages de 5 % en termes réels, et 10 % en argent comptant. Malgré la poussée de la demande, l'inflation des prix est restée en dessous de 5 %. L'industrie manufacturière anglaise a pu se servir d'une marge de capacité inutilisée, et la concurrence des importations, rendues moins chères par la hausse de la livre, a freiné toute tendance à la hausse des prix sur le marché national.

Si le taux d'inflation monte, ce sera la faute du marché du travail, où l'offre d'ouvriers spécialisés est insuffisante dans le prospère sud-est du pays. Les réformes bouleversantes des marchés financiers de la *City* ne permettent pas de jugements exacts sur le niveau approprié du crédit. Même les monétaristes ont renoncé depuis longtemps à faire des prévisions exagérées du taux d'inflation futur en partant de l'expansion du crédit et de la monnaie.

(Achevé de rédiger le 31 décembre 1987.)