
La régulation monétaire par les taux d'intérêt dans les principaux pays : justification et portée'

Robert RAYMOND *Directeur Général des Études
de la Banque de France.*

La lutte contre l'inflation a marqué des points au cours des dernières années. Cela a été particulièrement visible en Europe (et notamment en France) en 1986. Les politiques monétaires restrictives, appliquées plus ou moins rapidement après le second choc pétrolier, paraissent ainsi avoir été couronnées de succès. Il faut reconnaître qu'elles ont bénéficié, depuis l'automne 1985, de l'appui d'une armée de secours : la baisse simultanée des cours du pétrole et (facteur qui n'a joué qu'en dehors de la zone dollar) de la monnaie américaine.

Dans le même temps qu'elles gagnaient de la crédibilité par leurs effets, les politiques monétaires étaient menacées d'en perdre par leur apparence. Nombre de pays ne maîtrisaient plus la croissance de leurs agrégats monétaires, peut-être sous les coups de boutoir de l'innovation financière, peut-être pour d'autres raisons mal définies. Il en est résulté un malaise, une incertitude quant à la menace d'une reprise ultérieure de l'inflation et à la conduite à tenir. En France, pays qui a jusqu'à présent échappé à cet inconvénient en dépit de la transformation du milieu financier, les dernières mesures de contrôle quantitatif du crédit ont été rapportées à compter du début de 1987. Si cela récompense une longue attente, il se trouve des voix pour s'interroger sur l'efficacité d'une manipulation des taux d'intérêt du marché monétaire comme instrument quasi exclusif de la politique monétaire.

La décision ainsi prise, malgré ces Cassandre, de s'en remettre aux mécanismes de marché répond à une nécessité technique et se rattache à un grand courant de déréglementation qui balaie non seulement la France mais également beaucoup d'autres pays. Aussi est-il opportun de voir comment cette décision s'insère dans une fresque internationale.

Pour atteindre ses objectifs (spécialement lorsque ceux-ci sont exprimés par une norme officielle ou une prévision de croissance d'un agrégat de crédit ou de monnaie), la banque centrale peut compter sur deux moyens d'action :

1 - Cet article doit beaucoup à M. Jean-Pierre Patat, Directeur adjoint des Etudes et des Statistiques Monétaires à la Banque de France, que je remercie de son précieux concours.

ET RÉGULATION MONÉTAIRE

— ses interventions sur le marché monétaire qui, par les variations de taux d'intérêt qu'elles provoquent, influencent le comportement des banques et des agents économiques ;

— son pouvoir réglementaire qui lui permet d'imposer, par des procédés administratifs plus ou moins complexes, des plafonds à la distribution des crédits, voire, plus rarement, au volume des dépôts.

Dans le premier cas on dit qu'elle recourt à des instruments indirects, dans le second à des instruments directs. Ces derniers recouvrent en pratique diverses formes d'encadrement du crédit, méthode qui a été appliquée avec des variantes dans de nombreux pays. Leur abandon est aujourd'hui inscrit dans la logique du développement des marchés de capitaux et de l'ouverture sur l'extérieur.

ON OBSERVE ACTUELLEMENT UN MOUVEMENT QUASI GÉNÉRAL D'ABANDON DES PROCÉDÉS DE CONTRÔLE MONÉTAIRE DIRECTS, EN FAVEUR DE POLITIQUES S'APPUYANT DAVANTAGE SUR LES MÉCANISMES DE MARCHÉ

LES TECHNIQUES DE CONTRÔLE QUANTITATIF ÉTAIENT TRÈS RÉPANDUES

23

a) La préférence marquée pour les contrôles quantitatifs qui caractérise la France depuis des décennies, et les travaux de réflexion qui leur ont été consacrés, peuvent laisser à croire qu'il s'agissait d'une spécificité nationale. D'autant plus que la justification de l'encadrement du crédit s'appuyait principalement sur deux traits considérés comme caractéristiques de notre système financier : un large endettement des entreprises et une inégale situation de trésorerie des établissements de crédit, due à leur spécialisation et à leurs différences de statuts. Il en résultait un degré d'exposition qui rendait, pensait-on, les agents non financiers et financiers inaptes à supporter des niveaux élevés et des variations amples de taux d'intérêt.

En réalité, si l'on excepte l'Allemagne Fédérale et les Etats-Unis (où cependant une courte expérience de limitation du crédit a été tentée en 1980), les principaux pays occidentaux ont appliqué, durant des périodes souvent très longues, des plafonnements directs, allant du rationnement rigide à des systèmes plus complexes dans lesquels ce n'était pas tant la distribution du crédit que son mode de financement que l'on cherchait à limiter.

On reconnaissait à ces contrôles d'essence administrative la vertu d'opérer à des degrés variables des rationnements, c'est-à-dire de limiter la progression des liquidités avec une précision supérieure à celle des instruments indirects, en faisant l'économie de hausses de taux d'intérêt nuisibles à la santé des banques et des entreprises.

Une limitation du crédit est encore en usage en Grèce et au Portugal. En Belgique, un encadrement fut mis en œuvre en 1974 et 1975. En Italie, le plafonnement du crédit (le « massimale ») fut appliqué jusqu'en 1983, puis à nouveau,

T A U X D ' I N T É R Ê T

pendant une brève période, au début de 1986. Au Danemark et en Suède, le plafonnement imposé à l'expansion des crédits bancaires ne fut levé qu'en 1985. Au Japon, un encadrement du crédit fondé sur la concertation entre la Banque centrale et les banques fut longtemps pratiqué.

D'autres expériences ont consisté à limiter la progression du crédit « net » (c'est-à-dire déduction faite de l'augmentation des ressources à long terme des banques), et non le volume brut des concours octroyés par les banques.

En France, l'encadrement du crédit, puis le procédé de régulation quantitative qui lui a succédé à titre transitoire en 1985 et 1986, avaient pour objectif de limiter les financements sur ressources monétaires, et non la distribution des crédits dans son ensemble. Dans ce but, des réserves obligatoires à taux progressif incitaient les banques à rechercher des ressources sur le marché financier si elles souhaitaient développer leurs concours au-delà des normes associées à l'objectif annuel de masse monétaire.

C'est un système tout à fait similaire qui a été appliqué aux Pays-Bas.

Quant à l'expérience du « corset » britannique, mise en œuvre en 1973 et abandonnée en 1980, si elle visait apparemment à limiter la progression de certaines catégories de dépôts, elle aboutissait en fait au même résultat que dans les deux cas précédents : de lourdes réserves obligatoires incitaient les banques anglaises à développer leurs ressources en obligations et fonds propres, et par conséquent à réduire la part du financement monétaire ou quasi monétaire de l'économie.

b) Les instruments directs se sont à la longue révélés impuissants à tenir les économies considérées à l'abri des hausses de taux d'intérêt qui, en leur absence, eussent été d'emblée les réactions appropriées à la progression du crédit, de la monnaie et des prix.

Leur efficacité repose sur deux conditions. La première est qu'il n'existe pas, dans le pays même; de financements de substitution qui puissent, en se développant, prendre la place des crédits demandés au taux d'intérêt en vigueur et non satisfaits par une offre contrainte. La seconde est que le marché intérieur soit relativement isolé du reste du monde par un contrôle des changes. Certes, il est rare que celui-ci interdise aux résidents de se procurer des fonds à l'extérieur ; cela s'est produit dans des situations particulières, lorsque certains pays ont dû lutter contre des afflux de capitaux, hypothèse différente de celle qui est examinée ici. En revanche, le contrôle des changes peut éviter d'avoir à couvrir le risque de change attaché à un endettement contracté en devises, risque qui, dans un pays où une politique monétaire contraignante doit être instaurée, ne saurait être considéré comme négligeable. De la sorte, les financements internes et externes ne sont pas substituables.

Même lorsque ces deux conditions sont remplies, des tensions se produisent qui finissent par influencer des variables de prix. A l'intérieur des frontières, des marchés de ressources en monnaie nationale apparaissent, plus ou moins tolérés, en marge des contraintes réglementaires ; la France a connu le « face à face », le désencadrement. Vis-à-vis de l'extérieur, le contrôle des changes a des effets retardateurs mais il n'empêche pas des fuites de capitaux par le termaillage ou du chef des non-résidents ; aussi la défense de la monnaie impose-t-elle de relever malgré tout le taux du marché monétaire.

Dans les pays où était en usage un encadrement du crédit « net », les pressions sur la demande de crédit se répercutaient sur la demande d'emprunts obligataires et donc sur les taux à long terme qui à leur tour réagissaient sur le coût

ET RÉGULATION MONÉTAIRE

des ressources des banques et le loyer de l'argent en général. Avec l'accroissement de la fluidité des marchés, l'interdépendance des taux d'intérêt s'est renforcée.

L'abri qu'offrent les instruments directs n'est donc pas étanche. La grande inflation a entraîné partout, sinon d'un même mouvement, les taux d'intérêt nominaux à la hausse dans la zone OCDE, alignant plus ou moins ces dernières années les taux réels.

LA PLUPART DES SYSTÈMES DE CONTRÔLE DIRECT ONT ÉTÉ RÉCEMMENT ABOLIS, OU VONT L'ÊTRE, OU SONT MIS ENTRE PARENTHÈSES

La Belgique (1975), l'Angleterre (1980), le Danemark et la Suède (1985), les Pays-Bas (1982), l'Italie (1983), la France (1987) ont abandonné les techniques de contrôle monétaire direct.

La raison essentielle en a été l'affaiblissement de leur efficacité. Cela tenait, d'une part, au développement accéléré des marchés de titres, pourvoyeurs de financements directs en dehors des réseaux sur lesquels pesait l'encadrement, d'autre part à l'ouverture de plus en plus grande sur l'extérieur à la suite du démantèlement progressif des contrôles des changes. Ces deux facteurs ont rendu disponibles des financements de substitution et inopérante la limitation de la distribution du crédit par les banques résidentes. Dans ces conditions, les avantages du carcan réglementaire s'évaporent. En tout cas, ils n'étaient plus à la mesure de ses coûts visibles ou cachés : coûts administratifs, d'abord, mais aussi coûts plus diffus venant des distorsions apportées à l'allocation des financements et de l'affaiblissement de la concurrence entre les établissements distributeurs de crédits.

25

Il est difficile de dire lequel des deux facteurs d'inefficacité, croissance des marchés de titres et ouverture sur l'extérieur, a été le plus déterminant. Le second a certainement joué en priorité pour les petites économies très tournées vers l'étranger comme le Danemark, la Belgique ; les deux facteurs ont dû se combiner en Angleterre, aux Pays-Bas, où l'essor des marchés de capitaux et l'affaiblissement des contrôles des changes se sont conjugués au début des années quatre-vingt. En France, le développement des marchés de capitaux et de l'innovation financière a marqué le début des années quatre-vingt : il a pris un tour nouveau avec la création de titres négociables à court terme (billets de trésorerie, bons du Trésor) accentuant le processus de désintermédiation ; la perspective d'une ouverture presque totale sur l'extérieur a de toute manière rendu inévitable l'abrogation complète du système quantitatif.

L'encadrement du crédit ne peut plus dès lors être envisagé comme un régime permanent. Certains pays pourraient tout au plus le restaurer à titre de mesure d'urgence, au cas où des déséquilibres soudains se manifesteraient, et pour une courte durée, un peu comme on gèle les salaires.

T A U X D ' I N T É R Ê T

EN MÊME TEMPS QU'ELLE AFFAIBLISSAIT L'EMPRISE DES CONTRÔLES DIRECTS, LA CROISSANCE DES MARCHÉS A DONNÉ AUX AUTORITÉS MONÉTAIRES LES MOYENS DE MENER UNE POLITIQUE DE TAUX D'INTÉRÊT PLUS EFFICACE

LE DÉVELOPPEMENT ET LE DÉCLOISONNEMENT DES MARCHÉS DE CAPITAUX RENFORCENT LE RÔLE DES TAUX D'INTÉRÊT DANS L'ÉCONOMIE

La régulation monétaire peut alors s'exercer non seulement par les variations du coût du crédit, mais aussi par l'action sur la demande de monnaie et les choix de portefeuille.

Les possibilités techniques d'intervention des banques centrales sur ces marchés ont en outre été accrues par le développement de la dette publique, lié à la montée des déficits budgétaires, après les deux chocs pétroliers.

Evolution des dettes publiques Chiffres en % du P.I.B.

		1972	1985
Belgique	Dettes publiques	45,4	103
	- dont dette négociable	38,2	75,1
Pays-Bas	Dettes publiques	45,7	70,7
	- dont dette négociable	12	31,8
Allemagne	Dettes publiques	18,9	41,4
	- dont dette négociable	3,6	13,2
France	Dettes publiques	17,7	25,3
	- dont dette négociable	3,3	16,3
Italie	Dettes publiques	55,9	99,6
	- dont dette négociable	26,3	74,8

Source : B.R.I.

Cette évolution ne peut évidemment être considérée comme positive du point de vue macro-économique. Du moins, dans la mesure où l'endettement public a pris de plus en plus la forme de titres négociables, a-t-elle fourni un matériau pour des opérations d'open market.

LES BANQUES CENTRALES ONT PAR AILLEURS DIVERSIFIÉ ET PERFECTIONNÉ LEURS MÉTHODES D'ACTION SUR LA LIQUIDITÉ BANCAIRE

Lorsque l'ouverture sur l'extérieur et la fébrilité des mouvements de capitaux imposent des réactions rapides et bien dosées, il est indispensable de rendre ces méthodes souples et réversibles.

L'arsenal des banques centrales comporte déjà des instruments classiques, non dépourvus d'un aspect réglementaire contraignant, pour régler la liquidité bancaire.

Il faut citer tout d'abord les réserves obligatoires non rémunérées, dont le rôle originel était de maintenir un certain volume de monnaie centrale au bilan de la banque centrale alors que la circulation fiduciaire s'étiolait. La théorie du multiplicateur fournissait une justification académique, sinon concrètement vérifiable, à cette obligation. Les réserves obligatoires ont cependant d'autres utilités dans le cadre d'une action sur la liquidité bancaire, comme nous le verrons plus loin.

Une pratique courante était, ou est encore dans certains pays, celle des refinancements dits à taux fixe, c'est-à-dire à un taux d'intérêt officiel qui n'obéit pas quotidiennement aux forces du marché monétaire et dont la modification, empreinte d'une certaine solennité, résulte d'une décision discrétionnaire des autorités et indique un changement de leurs orientations. Ces refinancements se font sous plafond individuel quand il s'agit du réescompte : ils sont alors bilatéraux (Belgique, Allemagne, Japon). Ils sont au contraire banalisés sous la forme de guichets ouverts à tous (taux Lombard en Allemagne ou pensions à sept jours en France) ou d'adjudications (appels d'offres en France, prêts spéciaux aux Pays-Bas).

27

La période récente a vu les banques centrales développer des procédures plus flexibles d'apport ou de reprise de liquidités aux banques : les plus répandues sont les prises ou mises en pensions d'effets privés, de bons publics ou d'obligations (ce dernier type de support étant particulièrement utilisé en Allemagne), les mises ou prises en report de devises contre monnaie nationale, les achats et ventes de titres publics par la banque centrale ; mais il faut citer aussi les émissions de titres publics avec stérilisation à la banque centrale du produit de ces émissions, voire l'émission par la banque centrale de ses propres certificats de dépôts (Danemark, R.F.A. et autrefois Espagne).

Ainsi, il apparaît que la régulation des taux d'intérêt à court terme est partout bien maîtrisée et que les banques centrales disposent des instruments adéquats.

Dans la mesure, en outre, où les pouvoirs publics sont désormais convaincus de la nécessité d'une politique monétaire stricte, les contradictions qui pouvaient exister dans le passé entre la politique monétaire et la gestion de la dette publique (l'Etat recherchant les taux d'intérêt les plus bas possibles, ce qui impliquait une dose notable de financement monétaire) ont généralement disparu.

**LA RÉGULATION PAR LE JEU DES TAUX D'INTÉRÊT
SOULÈVE QUELQUES QUESTIONS DÉLICATES DONT IL NE
FAUT TOUTEFOIS PAS EXAGÉRER LA PORTÉE**

Rendue inévitable par l'évolution des structures de financement, et souhaitable en raison de sa souplesse et d'une meilleure efficacité économique, la substitution des instruments indirects à des instruments directs a suscité des craintes ou des doutes sur divers points qu'il convient de ne pas laisser dans l'ombre.

**LES DÉSAVANTAGES AVANCÉS
SONT DE TROIS SORTES**

a) L'action sur les taux d'intérêt à des fins de politique monétaire soulève un problème général d'acceptabilité par les agents non financiers et financiers.

Les agents non financiers redoutent parfois que les taux d'intérêt soient maintenus en moyenne à un niveau plus élevé et se révèlent moins stables.

On peut désarmer, semble-t-il, la crainte de taux artificiellement élevés par deux arguments. Le premier a déjà été donné : l'encadrement du crédit n'a pas à la longue véritablement préservé les économies des niveaux de taux d'intérêt que nécessitaient les politiques d'ajustement. Il ne pouvait en être autrement dans la mesure où coexistaient des déficits budgétaires élevés et des politiques monétaires restrictives.

**Taux des crédits bancaires à court terme*,
corrigés de la hausse des prix de détail
sur les 12 derniers mois (fin d'exercice)**

	1979	1985
Allemagne	2,1	6,7
France	- 0,7	7,3
Italie	- 3,8	7,9
Pays-Bas	5,4	6,3
Royaume-Uni	- 3,7	7,2

*: Conditions débitrices minimum.
Source : Commission des Communautés Européennes.

Le second argument est que les digues réglementaires créent des distorsions qui rendent un inévitable ajustement certes plus tardif, mais aussi plus coûteux et plus dommageable. Sans doute ne faut-il pas interpréter cette remarque de façon dogmatique. Il reste que l'encadrement, en maintenant — au moins pour un temps — des coûts financiers artificiellement bas, ou en comportant des dispositions sélectives, peut perpétuer des flux inopportuns de financement dont l'interruption sera d'autant plus traumatisante.

ET RÉGULATION MONÉTAIRE

En revanche, une politique d'open market pourrait bien imposer à l'économie une fébrilité des taux d'intérêt plus grande que lorsqu'existaient des contrôles directs. De brèves et amples modifications des taux directeurs ont ainsi été souvent observées en Allemagne, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni. Cela n'est pas habituel dans les pays, tel la France, où des secteurs importants de l'économie ont longtemps vécu à l'écart des fluctuations du prix de l'argent qui auraient correspondu à l'équilibre entre offre et demande de capitaux. La tentation peut alors réapparaître de maintenir, voire d'accroître le champ des procédures de crédits privilégiés, ce qui bien entendu ruinerait toute chance de succès d'une politique de régulation monétaire par les taux. Vecteur de cette dernière, le loyer de l'argent à court terme ne peut que devenir plus variable. Il devra réagir à tout écart par rapport aux conditions d'équilibre des prix et changes. S'agissant enfin de la structure des taux, il est certain qu'une régulation par le marché, qui s'exercera principalement sur les taux à court terme, pourra susciter des torsions voire des inversions de la courbe des rendements plus fréquentes. Ces phénomènes devraient toutefois être brefs si la fluidité des marchés permet aux arbitrages de s'exercer librement.

Un autre sujet de contestation, venant des agents financiers cette fois, concerne les réserves obligatoires.

Les banques ont, dans la plupart des pays où les réserves sont en usage, tendance à estimer qu'il y a là moins un instrument de politique monétaire qu'une taxation déguisée. Les banques centrales disposeraient, en quantité suffisante, d'autres moyens (ventes de titres publics, swaps de monnaie nationale contre devises, mises en pensions de titres, émissions de certificats de dépôts) pour parvenir à leurs fins.

Pour justifier les réserves obligatoires non rémunérées, les banques centrales invoquent plusieurs raisons :

- les réserves donnent à l'action sur la liquidité bancaire un support prévisionnel stable, ce qui compense l'irrégularité des autres facteurs affectant la trésorerie des banques (mouvements de devises et de billets, opérations du Trésor) ;
- elles sont utiles lorsque le marché devient surliquide, par exemple lorsqu'un flux continu d'entrées de devises l'alimente (ce fut parfois le cas en Allemagne) ou que le déficit budgétaire est large et financé par la création monétaire ;
- on peut utiliser les réserves obligatoires pour agir sur le coût du crédit sans modifier le taux d'intérêt du marché monétaire, ou inversement, déconnecter le coût du crédit des conditions du marché monétaire, procédé qui a évidemment ses limites lorsque les marchés de capitaux sont très ouverts sur l'extérieur, mais que la Banque de France a souvent utilisé et auquel la Deutsche Bundesbank vient de recourir en janvier dernier lorsqu'elle a abaissé ses taux d'intervention sur le marché ;
- enfin, les réserves obligatoires ont leur rôle à jouer si l'on veut mener une politique de « base monétaire ». La liaison entre base monétaire et masse monétaire ne peut qu'être renforcée si les réserves ont cette dernière pour assiette et lui sont correctement corrélées. L'application de politiques strictes de base monétaire est toutefois assez rare (Etats-Unis de 1979 à 1982).

Dans certains pays, les réserves ne sont pas ou plus en usage : Angleterre, Pays-Bas et Suisse. En Belgique, elles ne peuvent être instituées que pour des périodes limitées. Elles font au contraire l'objet d'une utilisation active aux Etats-Unis, au Japon, en France, en Allemagne, où elles ont été récemment relevées, au Danemark, en Italie et en Espagne...

En définitive, cet instrument accroît indéniablement les moyens d'action de la banque centrale sur la liquidité bancaire.

T A U X D ' I N T É R Ê T

b) Un réglage moins précis de la croissance des grandeurs monétaires.

L'expression « fine tuning » qui est quelquefois employée pour qualifier certaines modalités d'action de la politique d'open market ne doit pas faire illusion. L'action sur les taux d'intérêt permet aux banques centrales de réagir plus rapidement qu'avec l'encadrement du crédit, mais elle exerce sur l'évolution des agrégats monétaires des effets décalés et difficiles à quantifier.

Cependant, on l'a suffisamment rappelé, l'encadrement du crédit était lui-même devenu de moins en moins précis, de sorte que son avantage relatif s'était largement estompé.

On observe d'ailleurs que la qualité des résultats de la politique d'objectif monétaire de la France, qui a utilisé l'encadrement jusqu'en 1984, n'a pas été meilleure que celle de l'Allemagne où les techniques de marché ont toujours été exclusivement en usage.

Objectifs monétaires et réalisation

		1980	1981	1982	1983	1984	1985
Allemagne	Objectif ¹	5 - 8	4 - 7	4 - 7	4 - 7	4 - 6	3 - 5
	Réalisation	4,8	3,5	6	7	4,6	4,5
France	Objectif ²	11	10	12,5 - 13,5	9	5,5 - 6,5	4 - 6
	Réalisation	9,8	11,4	11,5	10,2	7,6	6,9

1 : Quantité de monnaie Banque Centrale.

2 : M2 jusqu'en 1983, M2R en 1984 et 1985.

c) Des risques accrus de conflits entre objectifs interne et externe.

C'est dans ce domaine que les doutes les plus sérieux ont été émis. Ils s'appuient sur les conditions dans lesquelles fonctionnent des systèmes de changes fixes, comme le S.M.E. Désormais, en effet, la gestion du marché monétaire constituera, en France et dans d'autres pays qui suivent la même évolution et se donnent les mêmes contraintes, un instrument unique pour atteindre deux objectifs simultanés : une progression définie de la masse monétaire et la stabilité du taux de change. Or la théorie enseigne que des incompatibilités peuvent surgir.

Si l'on veut, par exemple, réduire l'expansion monétaire en élevant les taux d'intérêt, l'on risque d'assister à un afflux de capitaux venant de l'extérieur. De même un pays, confronté à des entrées inopportunes de capitaux, peut ne pas souhaiter, pour des raisons internes, abaisser ses taux d'intérêt. L'Allemagne a dû affronter cette difficulté en 1986, par exemple.

L'encadrement du crédit permettait au contraire, dans une certaine mesure, de pratiquer des taux d'intérêt bas quand la situation des changes l'autorisait, sans encourir le risque de voir s'enfler le crédit interne. D'une manière générale, il s'accompagnait — au moins en France — d'une batterie de taux administrés qui plaçait bien des financements à l'abri des chocs extérieurs.

En pratique, des conflits durables entre la régulation interne et la stabilité du taux de change ont peu de chances de se produire au sein d'un système à parités fixes comme le S.M.E. si les taux de change sont réalistes et si les politiques économiques des Etats membres montrent un degré suffisant de convergence. En revanche, des difficultés temporaires peuvent survenir.

En principe, les mouvements de capitaux sont dominés par le rapprochement que font les opérateurs entre les différentiels d'intérêts nominaux et le risque de change, apprécié sur la base de divers facteurs, dont les anticipations en matière

ET RÉGULATION MONÉTAIRE

d'inflation. Or celles-ci ne sont pas directement mesurables et les autorités monétaires peuvent mal les évaluer et, par suite, commettre une erreur dans le dosage du loyer de l'argent. La difficulté est accrue par les conditions de fonctionnement du mécanisme de change du S.M.E. Certaines circonstances conduisent les marchés à penser que, quels que soient les taux d'inflation respectifs, il n'y aura pas de réaligement dans l'immédiat, si par exemple une opération de ce genre vient d'avoir lieu. Le risque de change étant faible, la spéculation est alors guidée par les intérêts nominaux, indépendamment des taux d'inflation. Dans une telle situation — qui ne saurait être que temporaire — les taux d'intérêt nominaux qui correspondent au taux de change n'apaisent pas les anticipations inflationnistes.

D'autres conflits plus pernicieux sont à redouter dans un monde financier déréglementé : une hausse des taux d'intérêt mise en œuvre pour consolider le taux de change peut provoquer un dérapage des agrégats de définition étroite si les actifs monétaires sont librement rémunérés, la courbe des rendements s'inversant momentanément.

On voit cependant que des difficultés de cette nature sont occasionnelles, correspondent à des situations précises et repérables et ne paraissent pas de nature à déstabiliser l'économie. Pour en atténuer au maximum la portée, il faut préciser les modalités d'utilisation des instruments indirects.

UN MODE D'EMPLOI DES INSTRUMENTS INDIRECTS DOIT ÊTRE ÉLABORÉ

Il convient tout d'abord de mener à bien une œuvre d'information et d'éducation. Elle est nécessaire pour rendre acceptable le changement qui s'opère et certains de ses corollaires, comme la variabilité éventuelle du loyer de l'argent ou l'emploi des réserves obligatoires. Elle conditionne la crédibilité nécessaire à l'efficacité de la politique monétaire. Les signaux que la banque centrale envoie aux agents pour guider leurs anticipations doivent être compris. De son côté, la banque centrale doit trouver dans l'évolution des marchés et la courbe des rendements des informations sur l'attitude des opérateurs. Ces rapports sont régis dans chaque pays par un code particulier, produit conjoint des institutions et des mentalités.

Il faut éviter de concentrer toutes les tensions sur les taux d'intérêt, de manière à ne pas vivre dans une situation permanente de crise. Il importe donc de ne pas trop demander à la politique monétaire, ne pas exiger d'elle qu'elle prenne en charge, comme ce fut souvent le cas, les erreurs commises hors de son champ propre. Cela implique qu'elle s'insère le plus harmonieusement possible dans les autres éléments majeurs de la politique économique. Ainsi, tout ce qui réduit les conflits entre la gestion des finances publiques et la politique monétaire est utile à cette dernière.

La contrainte extérieure est une donnée permanente pour les économies ouvertes. Le taux de change absorbe les chocs internes et externes sans que le lien soit étroit au point de créer une automaticité. Tantôt les marchés anticipent les dérapages fondamentaux, tantôt ils n'en prennent conscience qu'avec retard, par des révélations brutales qui déclenchent éventuellement des déplacements prolongés de cours. Les surréactions, les bulles spéculatives, poussent vers d'amples sur-évaluations ou sous-évaluations, qui ne peuvent être contrecarrées que par de fortes variations de taux d'intérêt.

Il s'agit là d'un risque particulièrement ressenti par les pays qui s'efforcent de maintenir un taux de change fixe envers d'autres nations (mécanisme de change européen) ou qui lient *de facto* leur monnaie à celle d'une économie dominante (zone

T A U X D ' I N T É R Ê T

dollar, zone yen, etc.). Quant aux pays qui ne s'imposent pas une telle discipline, s'ils ont une économie ouverte, ils ne sauraient négliger pour autant leur taux de change et considérer que son flottement leur donne toute liberté, dans la mesure où il influe largement sur les prix intérieurs.

Dans de tels cas, chaque pays doit s'efforcer de réaliser, vis-à-vis de ses partenaires, une convergence aussi étroite que possible des politiques et de leurs résultats essentiels : ceux qui touchent aux aspects fondamentaux de l'économie et spécialement aux prix.

Une déviation par rapport à cette convergence appelle une modification des taux d'intérêt. Dès lors que la volonté de la banque centrale ne s'exprime plus qu'à travers les marchés, il vaut mieux que ce soit sans retard et avec une force suffisante. En effet, les mécanismes d'ajustement mis en jeu n'ont pas la sèche brutalité des réglementations. Tout retard apporté à leur déclenchement ne peut que rendre plus pénible l'ajustement ultérieur.

L'un des moyens d'y parvenir est de faire en sorte que les interventions sur le marché des changes s'accompagnent — quel que soit leur sens — d'une modification de la liquidité interne. Or dans la plupart des pays, ces interventions sont techniquement stérilisées. Les banques sont à un instant donné tenues de constituer un volume de réserves obligatoires prédéterminé, qui s'inscrit au passif de la banque centrale ; la contrainte du bilan fait que celle-ci opère une compensation entre les variations de son stock de devises et celles de son portefeuille de refinancement ou d'open market (interdépendance des contreparties de la base monétaire). La banque centrale a néanmoins le pouvoir d'exercer un effet restrictif en modifiant le taux du marché monétaire.

Si la convergence est bonne et la mobilité des taux d'intérêt suffisante, les risques de conflit entre un bon contrôle du stock de monnaie et la stabilisation du taux de change devraient être atténués. Ils ne seront pas pour autant totalement éliminés. L'importance des effets d'annonce, déjà soulignée, et les difficultés rencontrées récemment par certains pays quant à la réalisation de leurs objectifs quantitatifs, ont conduit des commentateurs à entreprendre une croisade contre l'opportunité de fixer des objectifs spécifiques internes à la politique monétaire. Il faut se garder, en ce domaine comme en d'autres, de positions tranchées et dogmatiques.

Parmi les pays qui s'imposent une discipline de change, ceux qui ont une économie de taille réduite et très ouverte sont tentés, et on le comprend, de privilégier l'objectif de taux de change et même de s'en tenir à lui. Dans d'autres pays, de plus grande taille et moins ouverts, les décalages et les impuretés qui affectent les variations du taux de change font que, si celui-ci reste essentiel, on ne peut sans imprudence éliminer tout guide, tout clignotant, en vue de la régulation interne. On doit au contraire chercher à renforcer la causalité qui va des facteurs fondamentaux vers le taux de change en convainquant les marchés de change que les objectifs internes sont bien choisis. Les autorités tentent alors de concilier un ou plusieurs objectifs spécifiques de la politique monétaire (masse monétaire, crédit intérieur) avec la stabilité du taux de change.

Il serait vain de se lamenter sur les inconvénients éventuels ou les exigences particulières liés à la régulation monétaire par le jeu des marchés. Toute autre technique paraîtrait aujourd'hui moins bien adaptée. On voit bien ce qu'implique cette évolution. La convergence est une affaire de solidarité internationale ; accepter la flexibilité des taux d'intérêt exige un certain degré de discipline nationale. Sur ces deux plans, ce qui est en cause est une bonne volonté mutuelle pour s'adapter à de nouvelles conditions. L'innovation financière et l'intégration des marchés en font une ardente obligation.