

LES POLITIQUES MONÉTAIRES DEPUIS 1945 ET LEURS FONDEMENTS THÉORIQUES

Philippe GUILLOT
IUFM de la Réunion

L'histoire de l'économie jusque dans les années 1970 est marquée par un accroissement, irrégulier jusqu'à la deuxième guerre mondiale, régulier ensuite, de l'intervention économique et sociale de l'État partout dans le monde, et notamment dans les pays développés à économie de marché, à savoir les pays membres de l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE)¹. Cette intervention croissante s'est faite en grande partie sous la pression des organisations sociales, les gouvernants cherchant à obtenir, aux élections qu'imposait la démocratie, les voix de citoyens de moins en moins disposés à supporter les dysfonctionnements périodiques du capitalisme libéral, dont le plus grave, la « grande crise » des années 1930, a largement contribué à la naissance du deuxième conflit mondial.

La régulation de l'activité économique par les pouvoirs publics prend la forme de politiques économiques, que l'on peut envisager à deux niveaux.

À long terme, elles prennent la forme de politiques dites « structurelles » qui ont pour objectif de transformer en profondeur l'économie afin de prévenir les difficultés économiques éventuelles. Il s'agit, par exemple, de la planification, indicative, et parfois incitative, dans les pays développés à économie de marché, de l'aménagement du territoire, ou de l'ensemble des mesures qui peuvent concerner une activité économique particulière, et auquel on attribue le qualificatif correspondant à la branche ou au secteur concerné : on parle, par exemple, de politique industrielle pour l'ensemble des mesures concernant l'industrie, ou encore de politique agricole ou de politique du logement.

À court terme, la régulation de l'activité économique prend la forme de politiques conjoncturelles, plus curatives que préventives puisqu'elles doivent combattre des difficultés considérées comme temporaires et permettre d'obtenir des résultats rapides. Celles-ci doivent compléter l'action, assez limitée, de ce qu'on appelle des stabilisateurs automatiques, mais qui, en fait, sont liés au fonctionnement de certaines institutions, comme, par exemple, la fiscalité ou

¹. Autrement dit, et pour simplifier : l'Amérique du Nord, l'Europe occidentale et le Japon.

la protection sociale. On distingue généralement les politiques budgétaires qui, comme leur nom l'indique, privilégient l'action par les recettes et les dépenses de l'État, des politiques monétaires.

Pendant ce que Jean Fourastié a appelé les « trente glorieuses », c'est-à-dire, pour l'essentiel, les années 1950 et 1960, ce sont les politiques budgétaires, qui ont prévalu. Après avoir financé la reconstruction, il s'agissait, pour l'État, de soutenir la modernisation de l'appareil de production et d'assurer une croissance forte permettant au plus grand nombre d'atteindre un niveau de vie élevé.

La crise qui éclate à la suite du premier choc pétrolier remet en cause le bien-fondé de ces politiques budgétaires, et marque le retour au premier plan des politiques monétaires qui, comme leur qualificatif l'indique, privilégient les outils liés à la monnaie et à la distribution du crédit. Ce retour est largement lié au retour en grâce des théories néo-libérales. Celles-ci, en effet, contestent l'efficacité des politiques induites par la théorie keynésienne auxquelles elles attribuent volontiers les difficultés rencontrées depuis le début des années 1970 par les grandes puissances industrielles. C'est, notamment, le cas du courant monétariste organisé autour de "l'école de Chicago" et de son chef de file, Milton Friedman. Ajoutons que, dans l'ensemble des sociétés modernes, il y a un large accord pour refuser de soumettre la masse monétaire à des facteurs extérieurs comme, par exemple, la découverte de métaux précieux.

Il y a d'autres raisons au regain d'intérêt pour la politique monétaire, et d'abord des raisons politiques. En effet, elle laisse aux gouvernants une grande liberté d'action du fait que, d'une part, ils n'ont pas à s'expliquer, en ce domaine, devant le Parlement, contrairement à ce qui se passe pour la politique budgétaire, ni devant les syndicats, et que, d'autre part, la politique monétaire ne concerne pas directement telle ou telle catégorie de population et n'est donc pas à même de soulever beaucoup d'émotion, donc d'éventuelles manifestations de mécontentement.

Il y a, enfin, des raisons simplement empiriques : les statistiques ont mis en évidence, depuis le début des années 1970, une certaine corrélation entre l'évolution des liquidités et l'évolution du produit national. Il est difficile, pour les gouvernements, de ne pas en tenir compte.

Que ce soient les monétaristes qui aient réhabilité l'influence de la monnaie sur l'activité économique ne veut pas dire, pour autant, que les autres courants théoriques n'aient pas proposé, en fonction de leur vision de la place et du rôle de la monnaie, leurs propres mesures de politique monétaire. C'est

ce que nous verrons dans la deuxième partie, non sans avoir examiné au préalable, dans la première partie, les instruments que peut utiliser une politique monétaire. Enfin, dans la dernière partie, nous analyserons les politiques monétaires mises en place depuis la deuxième guerre mondiale, notamment en France, en insistant plus particulièrement sur les vingt dernières années.

I. La politique monétaire, objectifs et instruments

A. Les objectifs de la politique monétaire

Ces objectifs sont d'abord les mêmes que ceux des autres politiques économiques que l'on peut mettre en œuvre, à savoir promouvoir l'expansion, le plein emploi, la stabilité des prix ou l'équilibre des paiements extérieurs. Bref, il s'agit toujours de réaliser le célèbre « carré magique » de Nicholas Kaldor. Néanmoins, est-il affirmé dans une brochure de présentation de la Banque de France,

« au sein de la politique économique d'ensemble, la politique monétaire vise essentiellement la stabilité des prix. Cet objectif final est commun à toutes les banques centrales puisque l'inflation diminue le pouvoir d'achat de la monnaie qu'elles émettent et dont elles ont vocation à préserver l'usage »².

Quant aux responsabilités de la politique monétaire, elles sont, comme les autres politiques économiques, assumées par le pouvoir politique, même si, du point de vue des institutions, les autorités monétaires peuvent, dans certains cas, bénéficier d'une certaine autonomie.

C'est ainsi que, en France, en plus d'une certaine séparation des compétences respectives du ministère de l'Économie et des Finances, d'une part, et de la Banque de France, d'autre part, la politique monétaire est, depuis 1993, sous la responsabilité d'un Conseil de politique monétaire constitué de personnalités diverses plus ou moins indépendantes du pouvoir politique. En Allemagne, il y a longtemps que la *Bundesbank* assume la responsabilité de la politique monétaire. De même, le président du *Federal reserve system* américain, désigné pour cinq ans, bénéficie d'une relative indépendance.

À ces objectifs communs avec les autres politiques, s'ajoutent tout de même, pour la politique monétaire, des objectifs particuliers.

En gros, on peut distinguer deux catégories d'objectifs : des objectifs intermédiaires, qu'on appelle parfois « variables-cibles » et qui consistent à

². *La Banque de France*, page 16.

contrôler, justement, certaines variables, par exemple, le rythme d'évolution de la masse monétaire, l'évolution des taux d'intérêt ou le niveau des taux de change, dont la maîtrise conditionne la réalisation de la deuxième catégorie d'objectifs, à savoir les objectifs finals, ou ultimes. Ces derniers peuvent être, par exemple, l'approvisionnement optimal de l'économie en monnaie ou le maintien de la valeur interne et externe de la monnaie.

Il y a deux grandes catégories d'objectifs intermédiaires : des objectifs quantitatifs et des objectifs de coûts. C'est ce que nous allons détailler maintenant.

1. Les objectifs quantitatifs

Ils consistent, tout d'abord, à rechercher un certain taux de croissance des agrégats monétaires. Cela concerne plus particulièrement :

- la masse monétaire proprement dite, variable-cible qui, bien que de moins en moins fiable, est, encore aujourd'hui, privilégiée par les politiques monétaires ;
- la quantité de monnaie « banque centrale », ou base monétaire, d'ailleurs peu utilisée ;
- le crédit intérieur, voire le crédit global, ce dernier n'étant utilisé, en fait, que par les pays qui n'ont pas d'agrégats monétaires significatifs.

Concernant cette première catégorie d'objectifs, la question se pose d'une définition pertinente et non équivoque de la monnaie. Ainsi, on peut définir la base monétaire comme étant l'ensemble des engagements monétaires de la banque centrale envers le public (principalement la monnaie fiduciaire) et les banques, M1 étant le stock monétaire au sens strict, constitué de l'ensemble des pièces, billets et soldes créditeurs des comptes à vue. Quant aux agrégats plus larges, comme M2, M3 et M4, en France, ils englobent la « quasi-monnaie » qui n'est pas directement utilisable puisqu'il s'agit de placements qu'il faut transformer en monnaie proprement dite. Quoi qu'il en soit, les agrégats monétaires ne doivent retenir que des actifs qu'on peut qualifier de monétaires parce qu'ils servent simplement de réserve de paiement. Ils doivent exclure ceux qu'on peut qualifier de financiers parce qu'ils montrent, de la part de leurs détenteurs, une volonté d'épargne durable.

Le problème est que les nombreuses innovations financières des dernières années ont rendu la frontière entre les actifs monétaires et financiers plutôt floue, ce qui a nécessité une rénovation régulière des principaux indicateurs monétaires. Ces innovations particulièrement rapides sont liées à la fois à un contexte d'inflation et de taux d'intérêt élevés et instables et aux évolutions technologiques du système financier. Elles ont souvent aussi été introduites

par des institutions financières soucieuses de garder, voire d'accroître, leurs parts de marché dans la collecte des ressources en contournant les réglementations. Pour simplifier, on peut dire que le système monétaire, dans les grands pays industriels, a subi une triple évolution :

1. une « désécialisation » des organismes financiers accompagnée d'un décloisonnement des marchés ;

2. cette globalisation du marché des capitaux a contribué à une intensification de la concurrence entre institutions financières et s'est souvent accompagnée d'une certaine déréglementation, au point que M1 s'est trouvé, dans certains pays, de plus en plus constitué d'avoirs produisant des intérêts : 32 % aux États-Unis en 1986 contre moins de 1 % en 1978, et 45 % en 1986 au Royaume Uni contre 1,5 % en 1978 !

3. une tendance à l'augmentation de la liquidité de nombreuses formes de placement³, à laquelle l'introduction de nouvelles technologies de paiement, parfois qualifiée « d'électronisation des flux monétaires », n'est sans doute pas étrangère.

À titre d'illustration, arrêtons-nous sur le cas des grands pays occidentaux les plus touchés par cette évolution : les États-Unis, le Royaume Uni et la France.

Aux États-Unis, les innovations financières et les déréglementations ont été si nombreuses, en 1979, lors du passage à une politique monétariste rigoureuse qui supposait une surveillance stricte des principaux agrégats monétaires, que le *Fed* (*Federal reserve board*) a progressivement abandonné le contrôle de l'augmentation de M1 au profit de M2 et M3⁴, plus larges. Dès la mi-82, on notait un sensible relâchement à l'égard des normes quantitatives, notamment de M1, qui a abouti à ne plus fixer d'objectifs pour l'évolution de cet agrégat à partir de 1987 !

De la même façon, le paysage financier britannique a tellement changé dans les années 80 que les autorités monétaires ont progressivement abandonné la fixation de normes pour le *Sterling 3*, qui regroupe les disponibilités monétaires, les dépôts à terme et les certificats de dépôt vis-à-vis du secteur monétaire. Ils ont opté pour la surveillance d'agrégats de liquidités plus larges, en particulier *PSL 2* (*Private sector liquidity*), pour, finalement, considérer aujourd'hui que c'est M0 (monnaie fiduciaire + encaisses des banques +

³. Pour des illustrations de cette triple évolution, voir *Problèmes économiques*, n° 2065, pages 4 et 5.

⁴. Pour des définitions de ces agrégats monétaires aux États-Unis, voir *Problèmes économiques*, n° 2065, page 6.

avoirs à vue des banques auprès de la Banque d'Angleterre) qui est le meilleur indicateur de monnaie au sens strict.

En France, la structure des agrégats est de plus en plus favorable aux placements et aux disponibilités quasi-monnaïres. Ainsi, M1, c'est-à-dire la masse monétaire au sens strict, représentait, en 1978, 39 % de la masse monétaire en circulation. Il n'en représente plus que 33 % en 1988. En revanche, les disponibilités quasi-monnaïres ont pratiquement explosé : de 0,12 milliard de francs⁵ en 1945 à 235,6 milliards en 1973, soit 1 % de la masse monétaire totale en 1945 contre 41 % en 1973. A l'intérieur-même de M1, les billets et les pièces s'effacent au profit des dépôts à vue. Ces derniers représentaient 48 % de M1 en 1945. Ils en représentent désormais 73 % en 1973.

En France, la dernière modification des agrégats monétaires date de 1991. Les deux grands changements ont consisté :

1. à regrouper toutes les opérations des organismes de placement collectif de valeurs mobilières, les OPCVM⁶, dans M3 - M2 ;

2. à exclure de l'ancien agrégat L - M3, maintenant dénommé M4 - M3, les plans d'épargne-logement et les livrets d'épargne-entreprise, désormais considérés comme des placements financiers, et classés dans le nouvel agrégat P1.

Ainsi, au 31 décembre 1991, la masse monétaire française était composée de :

- M1 (moyens de paiement, ou disponibilités monétaires) = billets de la Banque de France + pièces de l'Hôtel des Monnaies + dépôts à vue en francs français (1590 milliards de francs)⁷ ;

- M2 = M1 + dépôts d'épargne sur livrets en francs français (2827 milliards de francs) ;

- M3 = M2 + dépôts et titres à court terme en devises + dépôts à échéance et bons non négociables en francs français + certificats de dépôt et bons négociables en francs français émis par les établissements de crédits + titres d'O.P.C.V.M. à court terme et de fonds communs de créances (5128 milliards de francs) ;

⁵. Ces chiffres, fournis par Jean Bouvier (*Initiation au vocabulaire et aux mécanismes économiques contemporains*), sont calculés en nouveaux francs 1959 pour permettre la comparaison dans le temps.

⁶. Organismes de placement collectif en valeurs mobilières : il s'agit des SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et des FCP (fonds communs de placement).

⁷. Source des statistiques sur la masse monétaire française : Banque de France.

- $M4 = M3 + \text{billets de trésorerie émis par les entreprises} + \text{bons du Trésor}$ (5178 milliards de francs).

Désormais, l'objectif monétaire quantitatif des autorités monétaires françaises porte sur $M3$ après avoir porté, pendant 14 ans, sur $M2$, et ce, afin « de rapprocher la pratique française de celle de ses partenaires au sein du mécanisme de change du SME, facilitant ainsi la coordination et l'examen des résultats des politiques monétaires dans la Communauté européenne »⁸.

Cette imprécision des concepts monétaires, et, en particulier, de $M1$, a contribué à faire abandonner une rigoureuse politique monétaire quantitative au profit de politiques plus axées sur les taux d'intérêt et les taux de change. Nous y reviendrons plus loin.

2. Les objectifs de coûts

Ils portent d'abord sur les taux d'intérêt nominaux que les autorités monétaires essayent de stabiliser à un niveau raisonnablement positif pour encourager la demande sans, pour autant, décourager l'épargne. En effet,

« le niveau des taux d'intérêt, l'écart entre taux longs et taux courts, les anticipations quant à leur évolution influencent la demande de crédit des résidents (donc la création monétaire) et leurs arbitrages entre placements monétaires et actifs financiers non monétaires »⁹.

Dès lors, les taux d'intérêt fixés par la banque centrale jouent un rôle particulièrement important dans la distribution du crédit, d'où leur qualificatif de taux « directeurs ». Ce sont, en France, les taux des appels d'offre et des prises en pension. En Allemagne, s'il y a bien, comme en France, un taux des prises en pension (le REPO)¹⁰, ce sont, surtout, le taux de l'escompte et le taux lombard qui jouent le rôle de taux directeurs. En voici les principales différences :

1. le premier constitue la limite inférieure du prix de l'argent sur le marché monétaire, alors que le second en constitue la limite supérieure (6,5 % à la mi-avril 1994 contre 5 % pour le taux de l'escompte) ;
2. le volume des sommes disponibles au taux de l'escompte est limité, ce qui n'est pas le cas pour le taux des avances lombard ;
3. en revanche, il est clair que ce dernier a un caractère exceptionnel et que les banques n'y recourent que si elles ne peuvent pas faire autrement.

⁸. *La Banque de France*, page 16.

⁹. *Idem*, page 17.

¹⁰. À titre indicatif, il était de 5,58 % le 20 avril 1994.

Quels qu'ils soient, ces taux d'intervention déterminent, en raison de leur interdépendance, tous les taux d'intérêt :

- d'abord, les taux du marché monétaire, ou taux de court terme¹¹, c'est-à-dire les taux auxquels sont négociés les titres de court terme (en France : les bons du Trésor négociables, les certificats de dépôts négociables et les billets de trésorerie) ;

- puis, par ricochet, avec plus ou moins de retard, les taux du marché financier, ou taux de long terme, c'est-à-dire, concrètement, les taux du marché obligataire ;

- enfin, l'ensemble des taux créditeurs, à savoir les taux payés par les banques aux prêteurs, ceux qui concernent donc l'épargne contractuelle (par opposition aux taux débiteurs¹² que leur payent leurs clients).

Tous ces taux d'intérêt sont nominaux. Or, il est évident que, pour apprécier leurs caractères rémunérateur (pour les créanciers) ou coûteux (pour les débiteurs), il faut tenir compte du taux d'inflation. En effet, si la hausse des prix est plus élevée que l'intérêt, le créancier perd de l'argent et le débiteur en gagne, et inversement si la hausse des prix est plus faible. On calcule donc des taux d'intérêt réels qui sont, tout simplement, la différence entre les taux d'intérêt nominaux et le taux d'inflation. Ce sont eux qui comptent quand il s'agit, pour une entreprise, d'envisager un investissement. Si le taux de rendement interne¹³ est plus faible que le taux d'intérêt réel du moment, et que l'entrepreneur prévoit qu'il le restera, alors il y a toutes les chances pour que le projet qu'il envisageait ne voie pas le jour. Même si l'entreprise peut le financer elle-même, elle préférera sans doute envisager des placements financiers, plus rentables *a priori*.

Les objectifs de coûts ne concernent pas seulement les intérêts. Ils portent aussi sur le niveau du taux de change de la monnaie nationale. Celui-ci, en effet, ne doit pas être trop faible, ce qui susciterait des pressions inflationnisme-

¹¹. Au premier rang desquels on trouve le T4M, c'est-à-dire le taux moyen mensuel du marché monétaire.

¹². Le plus faible de ces taux est le taux de base bancaire, qui est l'intérêt que les banques font payer à leurs meilleurs clients, autrement dit, en général, aux grandes entreprises. Ce sont les crédits à la consommation qui sont les plus chers, pas très loin du taux de l'usure, qui est le taux d'intérêt maximum autorisé. Notons tout de même que certains agents économiques, par exemple les exportateurs ou les agriculteurs, en France, peuvent bénéficier de bonifications d'intérêt : l'État prend alors à sa charge une partie du taux débiteur.

¹³. C'est-à-dire le taux d'intérêt à partir duquel l'investissement envisagé est rentable.

tes, ni trop élevé, ce qui risquerait alors de freiner l'activité ; la difficulté de trouver le bon taux de change explique que les petites économies ouvertes laissent volontiers flotter leur monnaie.

Quel peut être ce « bon » taux de change ? Il semble que ce soit celui qui permet aux coûts intérieurs d'être proches de ceux des produits étrangers comparables, et qui, à ce niveau, autorise les entreprises nationales à dégager, sur les marchés extérieurs, des marges suffisantes leur permettant d'investir.

Quoi qu'il en soit, et de manière générale, la politique monétaire doit avoir pour objectif d'assurer une allocation efficace des ressources financières permettant la croissance de la production, donc l'assurance que les besoins de financement de la nation puissent être couverts. Le seul principe de la rentabilité ne permettant pas toujours une orientation des fonds vers les emplois que les autorités monétaires jugent prioritaires, celles-ci ont souvent recours à une politique sélective du crédit. Ce fut longtemps le cas en France.

B. Les instruments de la politique monétaire

Deux grandes catégories d'instruments sont à la disposition des autorités monétaires : d'une part, des instruments permettant la maîtrise de la liquidité bancaire, c'est-à-dire des avoirs en monnaie « banque centrale » détenus par les banques ordinaires, dites « de second rang »¹⁴, d'autre part, des instruments de caractère administratif concernant l'octroi de crédits par les banques, auxquels s'ajoutent, de plus en plus, des ratios prudentiels dont l'influence sur la création monétaire n'est pas négligeable.

1. Les moyens de la politique monétaire interne

Voyons, tout d'abord, les instruments qui permettent d'agir sur la liquidité bancaire.

Le premier est l'escompte, ou, plus exactement, le réescompte, par lequel la banque centrale peut racheter des effets détenus par les banques de second rang, effets représentant des créances, le plus souvent à court terme. Grâce au taux généralement inférieur pratiqué par la banque centrale, les banques de dépôt sont ainsi pratiquement sûres d'obtenir de la monnaie « banque centrale » à un prix connu d'avance. Ce système est abandonné depuis 1971 en France au profit d'interventions sur le marché monétaire.

Le deuxième instrument d'action sur la liquidité bancaire est la politique d'*open market* grâce à laquelle la banque centrale intervient sur le marché

¹⁴. C'est la banque centrale qui occupe le premier.

monétaire en vue d'accroître ou, au contraire, de réduire, l'offre de liquidités. Ce type d'intervention a l'avantage d'obliger les banques à bien maîtriser leur situation de trésorerie. Son influence sera d'autant plus forte sur l'ensemble de l'économie que le marché monétaire est en relation étroite avec les autres marchés de capitaux.

Cet instrument est plus ou moins utilisé selon les pays. En France, depuis la réforme du marché interbancaire de 1986, la Banque de France intervient essentiellement sous forme de prise en pension de créances bancaires pour une courte période. Cette procédure peut prendre deux formes, et d'abord celle de l'appel d'offres: chaque banque remet, sous pli fermé, ses offres, c'est-à-dire les quantités de monnaie qu'elle souhaite acquérir à un taux d'intérêt donné, puis la Banque de France regroupe toutes les offres afin de déterminer le volume et le taux de ses interventions ; au taux choisi, ou à un taux supérieur, elle peut alors servir les demandes des banques. Aujourd'hui, les opérations sur appel d'offres prennent généralement la forme de pensions à terme d'une à trois semaines concernant, soit des bons du Trésor, soit des billets de trésorerie émis par des entreprises qui bénéficient de la confiance de la Banque de France.

L'autre procédure ouverte en permanence aux établissements de crédit disposant des effets nécessaires à la garantie de l'opération est la prise en pension pour une période de cinq à dix jours. En général, son taux excède d'1/2 à 3/4 de point celui des opérations sur appel d'offres. Quant au taux au jour le jour du marché interbancaire, il se situe entre ces deux taux « directeurs ».

La France a profondément réformé son système bancaire et financier en 1984 dans le sens d'un rapprochement avec les systèmes de ses partenaires anglo-saxons. Le marché monétaire y a gagné en importance et les opérations *d'open market* y ont gagné en efficacité, puisque, depuis cette date :

1. tous les agents ont accès au marché monétaire, soit directement, soit indirectement, par exemple, par l'intermédiaire des OPCVM, pour les ménages ;
2. les banques, grâce aux certificats de dépôts, les institutions financières spécialisées, grâce à des bons, et même les entreprises, grâce aux billets de trésorerie, peuvent faire appel directement au marché monétaire ;
3. il y a moins de circuits spécifiques : ainsi, les bons du Trésor négociables en comptes courants peuvent désormais être souscrits par tous les agents, alors qu'auparavant ils étaient réservés, pour l'essentiel, aux banques.

Troisième type d'action sur la liquidité bancaire : le système des réserves obligatoires. Utilisé dans presque tous les grands pays industrialisés, et no-

tamment, en France, depuis 1967, il oblige les banques à avoir un solde créditeur sur leurs comptes courants à la banque centrale correspondant à un pourcentage minimal de certains postes de leur bilan. Plus ce pourcentage est élevé, plus les banques devront avoir recours au marché monétaire, et plus la politique des taux, sur ce marché, pourra faire effet. En France, ces taux étaient, à compter du 16 octobre 1990, de 5,5 % sur les comptes à vue, de 2 % sur les comptes sur livret, et de 0,5 % sur les comptes à terme, soit, pour l'ensemble des banques, une somme de plus de 72 milliards de francs en 1990¹⁵. De la même façon, le 25 novembre 1994, pour « favoriser une baisse des taux d'intérêt des crédits bancaires dans les départements d'outre-mer »¹⁶, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM) baissait les taux des réserves de 4 à 1 % sur les exigibilités à vue, de 2 à 1 % sur les comptes sur livrets, et de 1,5 à 1 % sur les emplois.

La deuxième grande catégorie d'instruments de politique monétaire à usage interne est la réglementation directe et l'encadrement du crédit : il s'agit, ici, tout simplement, de contrôler la progression de ce qui est la source essentielle de création monétaire, à savoir les crédits distribués par le système bancaire et financier. Cet instrument n'est vraiment efficace que si, d'une part, il n'y a pas, dans le pays, un autre moyen de financement, et que, d'autre part, le marché intérieur est assez bien isolé du reste du monde par un contrôle des changes.

La France a largement utilisé cet instrument de politique monétaire, surtout de 1958 à 1972. Il a été supprimé en 1986.

Enfin, des ratios prudentiels, c'est-à-dire des coefficients considérés comme significatifs, sont calculés, dont le contrôle permet de surveiller l'activité bancaire :

- tout d'abord, le coefficient de fonds propres et de ressources permanentes (fonds propres / emplois à long terme) ;
- ensuite, le coefficient, ou taux, de liquidité : M1, M2 ou M3 / P.I.B. ou dépense finale (consommation finale + investissement + variations des stocks) ; il indique si l'économie a assez de moyens de paiement, ou si, au contraire, il y a risque d'inflation par excès de demande ;
- enfin, le ratio Cooke, du nom de l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre, qui, depuis le 1^{er} janvier 1993, oblige les grandes banques opérant à

¹⁵. Chiffres de la Banque de France cités dans *Les Cahiers français*, n° 252, page 23.

¹⁶. Extrait du communiqué de l'IEDOM reproduit dans *Le Quotidien de la Réunion* du samedi 26 novembre 1994, page 12.

l'échelle internationale, à couvrir leurs engagements par des fonds propres, à hauteur de 8 % au moins : son objectif est donc de limiter l'endettement des principaux établissements de crédit.

Si l'effet régulateur de ces ratios semble plus sain qu'un contrôle direct sur le système bancaire, en revanche, ils ont le double défaut, d'une part, de ne pas viser d'objectif précis, et, d'autre part, de constituer une sorte de frein à la concurrence et à l'efficacité économique.

2. Les moyens de la politique monétaire externe

Pour équilibrer les paiements extérieurs, dans un système de taux de change flexibles, on peut, tout d'abord, rechercher le taux de change que l'on juge optimal par le jeu des mécanismes du marché, soit en manipulant les taux d'intérêt pour modifier les taux de change, soit en intervenant directement et au jour le jour sur le marché des changes : ainsi,

"l'article 20 de la loi du 3 janvier 1973 indique que la Banque de France peut faire, pour son propre compte et pour le compte de tiers, toutes opérations sur or, moyens de paiement et titres libellés en monnaies étrangères ou définis par un poids d'or"¹⁷,

ce qu'elle fait par l'intermédiaire du Fonds de stabilisation des changes dont les interventions, aujourd'hui, se résument à empêcher le franc de sortir des marges prescrites par le Système monétaire européen (SME).

On peut aussi rechercher cet équilibre par la voie réglementaire, c'est-à-dire par le contrôle des changes. Toutefois, plus l'économie est ouverte et moins ce contrôle peut se justifier.

Dans un système de taux de change fixes, on peut modifier autoritairement le taux de change :

- soit à la baisse, pour réduire un déficit externe : c'est la dévaluation ;
- soit à la hausse, pour atténuer un excédent : c'est la réévaluation.

Le premier cas est, évidemment, le plus fréquent. Il a pour but d'améliorer la compétitivité-prix des produits nationaux en faisant baisser leurs prix exprimés en monnaies étrangères tout en renchérissant les produits étrangers sur le marché national. Les exportations devraient être, ainsi, stimulées, et les importations freinées. La balance commerciale devrait donc se rééquilibrer¹⁸. Toutefois, il faut tenir compte :

1. de ce que la compétitivité n'est pas seulement une affaire de prix ;

¹⁷. *La Banque de France*, page 19.

¹⁸. Cf. les travaux de Marshall et Lerner et leur théorème des élasticités critiques.

2. du fait qu'il n'y a plus guère de système de taux de change fixes : même dans le SME qui, officiellement, est un système de parités fixes, mais ajustables, les marges de fluctuation sont devenues telles depuis août 1993 (+ ou - 16 % autour du cours-pivot, contre + ou - 2,25 % auparavant¹⁹), que l'on peut difficilement, à son endroit, parler de système de parités fixes ;

3. de la solidarité qui existe désormais entre pays aux économies très ouvertes et qui, comme c'est le cas des membres du SME, participent à la construction d'une vaste union : la dévaluation est une sorte d'acte de guerre économique en ce sens qu'elle va dégrader la compétitivité des produits étrangers et, sans doute, les échanges extérieurs de leur pays d'origine ; c'est, au fond, une façon de se débarrasser de ses difficultés économiques aux dépens des autres, et l'on comprend que, aujourd'hui, pour préserver de bonnes relations internationales, les dévaluations soient décidées en concertation avec ces « autres »-là qui sont, avant tout, des partenaires, et non des adversaires.

II. Les fondements théoriques des politiques monétaires

Dans cette partie, nous examinerons successivement la position des grands courants théoriques sur la place et le rôle de la monnaie, et les propositions de politique monétaire qui en découlent.

A. Les analyses de l'offre et de la demande de monnaie

La monnaie est l'objet, depuis longtemps, de débats, qu'ils concernent sa nature, d'une part, ou la manière dont on peut la contrôler et lui permettre d'influencer l'activité économique, d'autre part. Ces débats datent de la célèbre controverse sur l'or qui eut lieu entre 1797 et 1821, controverse déclenchée par la suspension, par la Banque d'Angleterre, de la convertibilité-or illimitée, et à prix fixe, des billets. C'est que d'aucuns, les « bullionistes », qu'on pourrait assimiler aux monétaristes d'aujourd'hui, affirmaient que cette mesure allait déclencher l'inflation. C'était, pour eux, qu'on allait baptiser la *currency school*, une façon d'affirmer le caractère externe de la monnaie, dont l'émission, à leurs yeux, avait un caractère exogène. Puisque la quantité de billets en circulation était, en quelque sorte, déconnectée des réserves en or,

¹⁹. Concrètement, cela veut dire que, jusqu'au 3 août 1993, la valeur du deutschemark ne pouvait osciller qu'entre environ 3,43 et 3,28 francs français, le cours-pivot étant environ 3,35 francs. Avec le même cours-pivot, elle peut osciller, maintenant, entre 3,89 et 2,89 francs.

cette émission était désormais à la discrétion de la banque centrale qui risquait fort, pensaient-ils, d'en émettre beaucoup trop. Leurs opposants, les « antibullionistes » de la *banking school*²⁰, affirmaient qu'il n'y avait pas de risque d'inflation dans la mesure où la quantité de monnaie en circulation provenait de l'escompte des traites nécessité par les opérations commerciales, ce qui signifie qu'elle était émise en fonction des besoins de l'économie. En quelque sorte, pour eux, la monnaie était interne, puisque son émission était endogène.

La querelle a perduré... Nous la retrouvons, dans les années 1970, un peu partout dans le monde, lorsque les courants libéraux, mettant les politiques de type keynésien en accusation, reprochent aux autorités monétaires d'avoir mis trop de monnaie en circulation, alimentant ainsi l'inflation. C'est dire l'intérêt qu'il y a, aujourd'hui encore, à se préoccuper de la conception de la monnaie qui sous-tend les différentes politiques monétaires.

Puisque, sur le marché de la monnaie, comme sur tout autre, se rencontrent une offre et une demande, nous évoquerons les analyses théoriques qui les concernent, et ce, dans une perspective historique, les approches d'aujourd'hui s'appuyant sur les limites de celles d'hier. Nous commencerons par celles qui concernent la demande.

1. La demande de monnaie

Voyons d'abord l'analyse classique de la demande de monnaie.

Pour Adam Smith, la monnaie n'est que l'expression de la valeur des autres biens. C'est essentiellement un moyen de paiement qui ne circule que pour payer des biens en évitant le troc. L'or-monnaie n'a donc pas d'utilité directe. Il n'est qu'un médium de la circulation et disparaît quand il n'y a plus de biens à acheter. En effet, en ce cas, les pièces d'or et, éventuellement, d'argent, sont démonétisées, c'est-à-dire fondues pour en faire un autre usage, pour fabriquer, par exemple, des bijoux. Quant au papier-monnaie, qui se substitue petit à petit à l'or, lorsqu'il est excédentaire, il part à l'étranger en paiement d'importations de marchandises et disparaît ainsi, lui aussi, de la circulation monétaire. Donc, d'une part, il n'est pas nécessaire de thésauriser puisque « la convertibilité garantit que toute quantité excédentaire est démonétisée par fonte des espèces »²¹, et, d'autre part, contrairement à ce que

²⁰. Aujourd'hui, le courant le plus proche serait vraisemblablement celui des post-keynésiens.

²¹. M. Aglietta, dans *Encyclopédie économique*, tome 1, page 1036.

pensaient les mercantilistes, on ne saurait inclure l'or et l'argent monétaires dans la richesse des nations.

La monnaie est pratiquement absente du modèle d'équilibre général élaboré par Léon Walras : les prix des biens sont des taux d'échange de chaque bien calculés par rapport à un bien-étalon qui joue alors le rôle d'unité de compte. Mais, dans ce modèle, il n'y a pas réellement besoin d'une monnaie qui serve de moyen de transaction. Comme, de plus, on connaît, dès le départ, les prix d'équilibre, et que l'équilibre général se réalise instantanément, il n'y a pas, non plus, besoin d'une monnaie « instrument de réserve ». Ce modèle est donc avant tout un modèle d'équilibre réel, et non un modèle d'équilibre monétaire.

En fait, pour les néo-classiques, la monnaie est toujours recherchée pour ce qu'elle permet d'obtenir. L'individu souhaite donc, avant toute chose, disposer d'une encaisse de transaction pour acheter les biens et les services qu'il désire, encaisse nécessairement liée au revenu. Mais il souhaite également disposer d'une encaisse de précaution pour faire face à une augmentation de prix ou des besoins imprévus. La monnaie est donc à la fois moyen de paiement et réserve de valeur

L'expression de la demande de monnaie est donnée par l'équation quantitative de la monnaie, d'Irving Fischer²² :

$$MV + M'V' = PT$$

où M est la masse de monnaie « légale » (billets et pièces) en circulation,

M', la masse de monnaie « de crédit » (dépôts bancaires),

P, les prix,

T, les transactions,

V, la vitesse de circulation de la monnaie « légale »

et V', la vitesse de circulation de la monnaie « de crédit ».

Qu'est-ce que la vitesse de circulation de la monnaie ?

« Littéralement, c'est le nombre de fois où une unité monétaire change de mains pendant une période donnée [...] Elle permet d'évaluer le montant des transactions que finance, pendant une période donnée, un même stock de monnaie[...] Il existe autant de définitions de la vitesse de circulation de la monnaie que de la quantité de monnaie » mais « on utilise surtout le rapport de l'évolution d'un agrégat monétaire à l'évolution du PIB »²³.

²². *The Purchasing Power of Money*, 1907.

²³. Zylberman, *Les Politiques monétaires depuis la deuxième guerre mondiale*, page 24.

La vitesse de circulation de la monnaie (V) est constante à court terme. En effet, elle dépend essentiellement, tout d'abord, de facteurs structurels, à savoir, à la fois, les habitudes et les goûts des agents, et les techniques de paiement en usage. Elle dépend, ensuite, du volume des transactions, lequel ne croît que sur longue période, moins vite, d'ailleurs, que la richesse, ce qui suscite un accroissement mécanique de la vitesse de circulation en longue période. En revanche, à moyen et long termes, elle peut changer : ainsi, elle tend à augmenter en période d'expansion et à diminuer en période de récession ou d'instabilité économique, ce qui rend difficile, comme nous le verrons plus loin, l'application des politiques monétaristes.

Chez Alfred Marshall, à la fin du XIXe siècle, l'équation quantitative, dite « équation de Cambridge », n'est pas tout à fait semblable à celle de Fisher :

$$Md = kPY$$

ou encore :

$$Md / P = kY$$

avec Md : la monnaie demandée, qui, à l'équilibre, est égale à M_s , la monnaie offerte ;

Y : le revenu réel ;

P : le niveau général des prix

k : le rapport entre masse monétaire et revenu national, soit l'inverse de la vitesse de circulation de la monnaie ($= 1 / v$).

Cette formule met en valeur le fait que la demande de monnaie a une influence sur la masse monétaire, et, bien sûr, sur le niveau général des prix. PY y exprime le montant des transactions nettes, c'est-à-dire le revenu global nominal. L'inverse de la vitesse de circulation de la monnaie exprime la volonté de détention de liquidités par les agents économiques. Cette volonté est elle-même fonction, d'une part, du revenu, ou du patrimoine, et, d'autre part, du coût d'opportunité à détenir ces liquidités, autrement dit, du taux d'intérêt et/ou des anticipations d'inflation qu'ils pourraient être amenés à faire.

Quoi qu'il en soit, la monnaie est, chez Marshall, comme chez tous les quantitativistes, de Smith à Walras autrefois, de Pigou à Don Patinkin²⁴ dans les années 30 à 50, jusqu'aux monétaristes d'aujourd'hui, considérée comme neutre. Il y a indépendance des variables réelles par rapport aux variables monétaires : la quantité de biens et de services produits ne saurait être influencée par la variation de la quantité de monnaie. Toutes ces approches théoriques insistent donc sur le fait, pourtant contesté par Tooke dès 1840,

²⁴. *Money, interest and prices*, 1950.

dans son *Histoire des prix*, que les variations de la masse monétaire sont la cause essentielle des variations de prix.

Jusqu'à présent, il n'a guère été question de prendre en compte un quelconque taux d'intérêt. Pourtant, le taux d'intérêt n'est pas absent des théories classique et néo-classique, notamment des travaux de Böhm-Bawerk, au début du siècle, qui l'envisagent comme le rendement du capital productif. Dans cet ordre d'idées, Phelps²⁵ tente de démonter les mécanismes qui permettent d'obtenir un taux d'intérêt d'équilibre. Deux facteurs, selon lui, doivent être pris en compte simultanément :

1. les projets d'investissement des entreprises, qui sont fonction de la productivité marginale du capital, « définie comme le taux qui égalise le revenu actualisé du capital aux flux monétaires futurs issus de ce capital »²⁶ ;
2. l'épargne des ménages, qui est censée s'accroître avec le taux d'intérêt, cet accroissement aboutissant à la substitution d'une consommation future à une consommation présente.

« Le taux d'intérêt d'équilibre est donc atteint quand le taux marginal de substitution entre consommations présente et future est égal à la productivité marginale du capital »²⁷. Ce taux assure l'optimum dans une situation de concurrence parfaite. Pour les classiques, la quantité de monnaie, puisque celle-ci est neutre, n'a pas d'influence sur le niveau des taux d'intérêt. Si, dans un premier temps, un accroissement de l'offre de crédits engendre un abaissement temporaire du taux d'intérêt, dans un second temps, l'accroissement de la quantité de monnaie en circulation qui s'ensuit provoque une hausse des prix, donc une augmentation de la demande de prêts, donc une remontée du taux d'intérêt à son niveau initial.

Gibson, au début du siècle, remarque qu'en période de prix élevés, les taux d'intérêt sont également élevés, contrairement à ce que laisserait supposer l'approche classique. Celle-ci, nous venons de le voir, suppose le taux d'intérêt indépendant du niveau des prix, puisqu'il dépend de facteurs réels (la productivité du capital et l'épargne). Elle suppose aussi que le niveau des prix dépende de l'offre de monnaie. Il y a là un paradoxe que Fisher va résoudre en intégrant les anticipations d'inflation.

C'est que la valeur de la monnaie change avec le niveau des prix et l'idée qu'on se fait de ce niveau dans le futur. Comment mesurer l'anticipation d'inflation ? En considérant, dit Fisher, que les agents projettent dans l'avenir le

25. Dans "The golden rule of accumulation", *American economic Review*, 1961.

26. D. Saïdane, *Les Taux d'intérêt : approche théorique et empirique*, page 7.

27. *Idem*, page 8.

sens de la variation observée dans la période précédente, c'est la moyenne pondérée des taux d'inflation passés et courants. Dès lors, il est normal que le taux d'intérêt nominal soit élevé quand l'inflation est élevée : les agents pensent que l'inflation va se maintenir.

Qu'en est-il du taux d'intérêt réel ? Fisher en distingue deux types :

1. les taux d'intérêt réels *ex post* : aux taux nominaux, on soustrait l'inflation effective ;
2. les taux d'intérêt réels *ex ante* : aux taux nominaux, on soustrait l'inflation anticipée.

Les premiers s'ajustent aux seconds suivant un délai que Fisher situe entre 10 et 30 ans sur la période 1870-1940 qu'il a étudiée. Des travaux récents montrent un délai plus court. Pourquoi ?

1. parce que Fisher pensait que les agents se contentaient de prolonger dans le futur ce qu'ils observaient pour le présent (son modèle était de type « autorégressif ») ; or, des analyses récentes montrent que les agents sont capables d'anticipations rationnelles ;

2. le raccourcissement du délai tient aussi au développement des marchés financiers.

On le voit, chez Fisher, le taux d'inflation influence le taux d'intérêt. Pourtant, le lien de causalité peut être inversé : un taux d'intérêt plus élevé, c'est aussi un coût supplémentaire pour l'entreprise, donc un facteur d'inflation.

C'est Knut Wicksell qui, le premier, a eu « l'idée que le mouvement des prix pourrait s'expliquer par les variations du taux de l'intérêt fixé par les banques, l'abaissement de ce taux, par exemple, engendrant des investissements qui accroissent la demande globale des biens »²⁸, idée qui est à l'origine de l'école de « l'équilibre monétaire » qui

« veut voir dans le taux de l'intérêt le facteur dont les variations peuvent assurer l'égalité de l'épargne normale et de l'investissement, et, par conséquent, créer une situation d'équilibre excluant aussi bien la sur-production que la sous-production »²⁹.

Pour Wicksell, il y a deux types de taux d'intérêt :

²⁸. H. Denis, *Histoire de la pensée économique*, page 682.

²⁹. H. Denis, *op. cit.*, page 682.

1. le taux « naturel », qui n'est autre que le taux d'intérêt réel et « ne doit rien à la monnaie »³⁰ puisqu'il correspond à la productivité marginale anticipée du capital ;

2. le taux « monétaire », c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal sur les prêts bancaires, qui est le fruit de la confrontation entre l'offre (qui provient des ménages via les banques) et la demande (qui provient des entreprises) de fonds prêtables.

Il n'y a qu'un seul équilibre économique, dont les déterminants sont distincts des forces qui provoquent les déséquilibres et les ajustements nécessaires. Il correspond à l'égalité des deux taux.

Lorsque l'intérêt naturel est supérieur à l'intérêt monétaire, la demande de fonds prêtables aux fins d'investissement augmente et devient supérieure à l'épargne désirée, entraînant la hausse des prix. Celle-ci déprécie la valeur du stock de capital, ce qui augmente encore la rentabilité marginale (la productivité marginale anticipée) du capital. L'écart entre les taux s'accroît encore jusqu'à ce que les banques, pour des raisons de solvabilité, notamment, relèvent leur taux monétaire.

Bien entendu, lorsque le taux monétaire est supérieur au taux naturel, on fera le raisonnement inverse.

Quoi qu'il en soit, dès que les taux sont différents, le taux monétaire a une influence sur l'économie réelle. La monnaie n'est neutre que quand les deux taux sont égaux.

L'analyse de Wicksell n'est pas sans faiblesses, d'abord parce qu'on ne peut pas observer le taux naturel dans la réalité, ensuite parce que le processus cumulatif de croissance envisagé serait ralenti par les ratios de solvabilité que les banques doivent nécessairement respecter.

Les travaux de Wicksell ont été poursuivis par Gunnar Myrdal et l'école suédoise qui voient, dans le taux d'intérêt monétaire, l'intérêt qui est payé sur les fonds empruntés, et, dans le taux d'intérêt naturel, le rendement escompté du capital productif en économie concurrentielle. Si le taux d'intérêt naturel est supérieur au taux d'intérêt monétaire, la demande d'investissement est supérieure à l'épargne qui peut être prêtée, comme nous venons de le voir, mais « les banques répondent à la demande de crédit au taux d'intérêt courant, et valident ainsi la demande accrue d'investissement »³¹, ce qui, en situation de plein emploi, risque de provoquer une hausse des prix et des revenus nominaux, cette dernière risquant, à son tour, de stimuler la demande de biens

³⁰. M. Aglietta, *Encyclopédie économique*, tome 1, page 1042.

³¹. *Idem*, page 1043.

de consommation et... les prix. Le rééquilibrage de l'économie, nécessairement lent, ne pourra se faire que par l'abaissement progressif du taux d'intérêt naturel, jusqu'à ce qu'il atteigne le niveau du taux d'intérêt monétaire.

Voyons maintenant les analyses keynésienne et néo-keynésienne.

Michel Aglietta écrit : « Keynes a été le premier à montrer que les marchés de capitaux sont incapables de guider spontanément l'économie vers un équilibre satisfaisant »³².

Pour Keynes, l'avenir est marqué du sceau de l'incertitude. À son propos, il écrit, en 1937 : « Tout simplement, nous ne savons pas »³³. Il y a donc nécessité, pour les agents, en particulier les entreprises, de faire des anticipations, par exemple, sur leurs débouchés, leurs revenus futurs et... sur ce que feront et ce qu'auront les autres agents. C'est une économie de conventions dont le fondement se trouve dans le caractère incomplet et asymétrique de l'information.

Keynes reconnaît le caractère dual de la monnaie, à la fois interne et externe. Cette dualité a deux dimensions :

1. le système bancaire a un rôle irremplaçable dans le financement de la production ;
2. la préférence des agents pour la liquidité, qui manifeste l'incertitude, fait de la monnaie « le refuge de ceux qui se retirent de l'activité économique immédiate sans prendre d'engagements futurs »³⁴.

Keynes modifie l'analyse classique sur un seul point : pour lui, la demande de monnaie est aussi fonction du taux de l'intérêt, car la monnaie, en tant que réserve de valeur, est un actif qui peut être recherché pour lui-même. Aux demandes d'encaisses de transaction et de précaution, il ajoute donc la demande d'encaisses de spéculation, encaisses qui seront élevées en période de hausse des coûts financiers, faibles en période de baisse. Selon Keynes, il y a interdépendance entre les marchés des biens, de la monnaie et du travail, mais les deux premiers peuvent très bien être équilibrés sans que le troisième le soit. Autrement dit, il peut y avoir un équilibre de sous-emploi. Le taux d'intérêt est fixé sur le marché de la monnaie, où la demande d'encaisses rencontre une offre de monnaie exogène.

L'équation de la demande totale de monnaie s'exprime alors comme suit :

³². *Idem*, page 1045.

³³. Propos repris par Michel Beaud en titre d'un article paru dans *Le Monde* du mardi 17 janvier 1989.

³⁴. M. Aglietta, *op. cit.*, page 1047.

$$M = M1 + M2 = L1 (Y) + L2 (i)$$

M1 étant la demande d'encaisses de transaction et de précaution, et L1 une fonction fortement croissante du revenu,

M2, la demande d'encaisses de spéculation, et L2 une fonction décroissante du taux d'intérêt i .

« L'opinion collective sur l'incertitude générique dans l'économie globale se manifeste dans le niveau et la stabilité du taux d'intérêt »³⁵ qui est censé rémunérer la renonciation à la liquidité. Si le taux d'intérêt considéré comme « normal » est supérieur au taux d'intérêt courant, c'est-à-dire à celui qui découle de la politique monétaire, les coupons sur les titres nouveaux baissent, ce qui incite de nombreux agents à penser que le taux d'intérêt va augmenter. Cette anticipation d'une hausse du taux d'intérêt les incite à se procurer des liquidités, ce qu'ils font en vendant des titres. Ceci entraîne, en dernier ressort, une baisse du prix des titres et une hausse du taux d'intérêt.

Les variations du taux de l'intérêt, ou, plus exactement, les variations anticipées, ont aussi une influence sur le niveau de l'investissement et, par le mécanisme du multiplicateur, sur les niveaux du revenu et de l'emploi, dans la mesure où elles déterminent, non pas tant le niveau de l'épargne, que sa répartition entre monnaie et titres, donc, effectivement, le niveau de l'investissement. Selon Keynes, quand les encaisses des agents augmentent, ceux-ci achètent d'abord des actifs financiers, ce qui a pour conséquences, dans un premier temps, de faire baisser les taux d'intérêt, puis, en raison de cette baisse qui les incite à investir, de réviser leur position en ce sens.

Pour Keynes, on le voit, la monnaie n'est donc pas neutre : elle a une influence sur le secteur réel de l'économie.

Comme toute théorie, celle de Keynes n'est pas sans faiblesses. Les analyses néo-keynésiennes ont essayé d'en tenir compte. Ainsi, Joan Robinson, considérant que l'analyse théorique ne saurait se contenter d'un seul taux d'intérêt, alors qu'en réalité, il en existe plusieurs, en introduit trois : un pour le court terme, un pour les obligations, et un pour les actions. Mais, les trois étant liés entre eux par une relation mécanique, cette amélioration n'ajoute pas grand'chose au modèle keynésien. De leur côté, Hicks et Tobin, notamment, pensant que les agents peuvent chercher à diversifier leur patrimoine, proposent de le prendre en compte dans la demande d'encaisses monétaires.

³⁵. *Idem*, page 1048.

Voyons enfin, après les analyses classique et keynésienne, et pour terminer ce tour d'horizon des grandes approches théoriques de la monnaie, l'approche des monétaristes.

L'analyse de départ de Friedman est la même que celle des néo-keynésiens, mais le comportement d'épargne des individus dépend avant tout de ce qu'il appelle leur « revenu permanent », qu'il définit comme étant le revenu global que leur stock d'actifs, qu'ils soient réels, financiers ou humains, doit leur procurer. Autrement dit, c'est le revenu qu'un agent économique peut raisonnablement prévoir compte tenu de sa situation actuelle, professionnelle, par exemple. Friedman postule, en outre, que la structure qui est souhaitée par les agents pour ce patrimoine très diversifié est stable. La demande de monnaie sera donc fonction de trois facteurs : d'abord, le niveau de richesse de l'agent, ensuite, le rendement de la monnaie, compte tenu de celui des autres formes de richesse, enfin, la satisfaction du consommateur considéré. Reste que, pour lui, la monnaie est un bien supérieur, ce qui implique que les encaisses monétaires progressent plus vite, en longue période, que le revenu permanent.

2. L'offre de monnaie

L'offre de monnaie a longtemps été considérée comme exogène, ce qui revient à considérer que la monnaie ne coûte rien à produire et que son unique pourvoyeur est l'Etat. Cela paraît quelque peu abusif à la plupart des économistes contemporains qui considèrent que l'offre de monnaie répond, avant toute chose, à une demande de monnaie, et, surtout, à une demande de crédit : « Les crédits font les dépôts »³⁶.

Le principe de l'offre endogène de monnaie, tel qu'il est présenté par les pères du *banking principle*, Tooke et Fullarton, au milieu du XIXe siècle, est que, si les droits sur la production qu'expriment les effets de commerce sont bien réels, les banques qui les escomptent ne font que financer des marchandises en cours de production ou en instance de vente. L'escompte de ces effets de commerce provoque une émission de monnaie. Si les besoins en monnaie de l'économie viennent à décroître, un ajustement automatique se fera, selon ce qu'on appelle la loi du reflux : « Si les banques émettent trop de billets, l'excès leur revient instantanément en remboursement de prêts antérieurs ou par conversion en pièces métalliques »³⁷. Il y a « destruction » de monnaie.

³⁶. *Idem*, page 1041.

³⁷. *Idem*.

Aujourd'hui, on explique généralement l'existence d'une offre endogène de monnaie par la mise en oeuvre de deux mécanismes : le multiplicateur et le diviseur de crédit.

Dans l'hypothèse du multiplicateur, l'offre de monnaie est censée provenir de la banque centrale, de l'amont, en quelque sorte, du système monétaire : les banques ordinaires disposent, soit sous formes d'avoirs en caisse, soit sous forme d'avoirs en comptes courants, de monnaie émise par la banque centrale. Ces ressources de trésorerie doivent avoir un niveau minimal afin de satisfaire, d'une part, les prélèvements en billets des agents économiques, et, d'autre part, aux exigences réglementaires d'un système de réserves obligatoires. Quand elles ont à leur disposition des liquidités centrales excédentaires, les banques peuvent accorder, pour un montant équivalent, des crédits supplémentaires qui, à leur tour, engendrent un accroissement des dépôts bancaires. On appelle multiplicateur de crédit le rapport entre le montant total des crédits distribués et la quantité supplémentaire de monnaie centrale créée au cours de la même période.

La politique dite « de contrôle de la base monétaire » cherche à faire en sorte que le multiplicateur de crédit reste stable. Le problème est que ce modèle du multiplicateur de crédit ne tient compte que du comportement des banques alors qu'on peut estimer que les vrais responsables de la création monétaire sont les agents qui demandent des crédits. En ce cas, on considère que la banque centrale n'est pas vraiment maîtresse du jeu. En effet, les banques de second rang cherchent d'abord à satisfaire les demandes de crédit avant de se préoccuper de savoir comment elles pourront acquérir la monnaie centrale répondant aux exigences des réserves obligatoires et de la demande de billets par le public. L'approche est donc, ici, l'inverse de la précédente : ce sont les demandeurs de crédit, en aval du système, qui suscitent l'offre de monnaie. Dès lors, la banque centrale est obligée de constituer des réserves pour faire face à l'existence de crédits, ce qui met en oeuvre le diviseur du crédit. Elle ne peut donc envisager de freiner la création monétaire que par l'encadrement du crédit.

En pratique, dans les économies occidentales, il semble qu'il y ait juxtaposition des deux types de mécanismes que nous venons de voir.

B. Les politiques monétaires préconisées par les principaux courants de pensée

Pour les libéraux, la politique monétaire n'est pas efficace puisqu'elle n'a pas d'effet sur l'économie réelle. Ainsi, pour Friedrich Hayek et l'école autrichienne, les déséquilibres proviennent de l'économie réelle. « La monnaie est

une marchandise comme les autres dont la production optimale ne pourra être réalisée que par la mise en concurrence de producteurs privés [...] par nature anti-inflationniste »³⁸. Aussi, il n'est pas question que le pouvoir politique se mêle des problèmes monétaires, notamment en manipulant les taux d'intérêt : il risquerait de les « manipuler à son profit »³⁹ et d'aggraver les fluctuations de la production. Dans un article récent⁴⁰, Charles Wyplosz, professeur d'économie à l'INSEAD, exprime clairement sa méfiance à l'égard des pouvoirs publics en matière de politique monétaire :

« Il y a deux bonnes raisons d'enlever aux politiques le contrôle de la monnaie. Toutes deux sont basées sur une loi d'airain, mille fois vérifiée, jamais démentie : l'inflation est toujours, à terme de deux à cinq ans, le résultat d'une création monétaire rapide. La première raison, donc, c'est qu'il est parfois trop tentant de faire tourner la planche à billets pour financer les déficits publics. [...] La seconde raison, c'est que la manipulation des taux d'intérêt, l'autre aspect de la politique monétaire, offre des avantages à court terme que l'on regrette ensuite ».

Ces avantages, nous allons voir maintenant que les keynésiens ne les refusent nullement, bien au contraire, avant d'analyser les propositions de politique monétaire des monétaristes.

1. La politique monétaire selon les keynésiens

Pour les keynésiens, la politique monétaire est, avant tout, un outil de politique conjoncturelle dont on présente généralement le rôle dans le cadre du modèle IS/LM (*investment-saving / liquidity-money*), de John Richard Hicks et Alvin Hansen⁴¹, que l'on formalise sous la forme d'un schéma où l'on porte, en abscisse, le revenu national Y , et, en ordonnée, le taux d'intérêt i . S'y croisent les courbes IS et LM. Sur la première, se trouvent les points où l'équilibre épargne-investissement, en termes réels, c'est-à-dire sur le marché des biens et services, est réalisé. Lorsque le taux d'intérêt augmente, l'épargne est stimulée, mais l'investissement se réduit, ainsi que, par le mécanisme du mul-

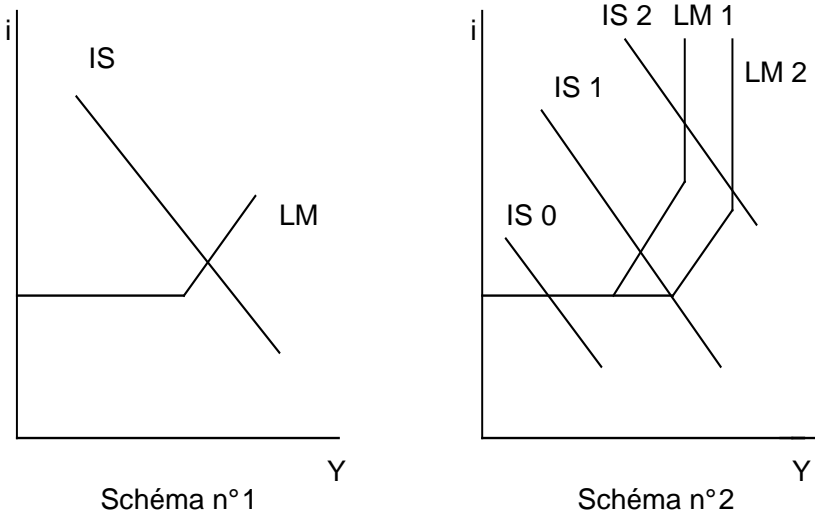
³⁸. Christian Chavagneux, « Hayek et sa conception libérale du monde », *Alternatives économiques*, février 1990.

³⁹. *Idem*.

⁴⁰. *Le Monde*, 11 mai 1993.

⁴¹. Certains contestent que ce modèle soit absolument conforme à la pensée de Keynes. Hansen lui-même écrit, en 1953, dans *A guide to Keynes*, page 165, que ce dernier « fait du taux d'intérêt une variable indépendante. Mais il se trompe ». Hansen, lui, en fait une variable endogène au même titre que le revenu, tous les deux étant soumis aux forces qui agissent sur les marchés.

tiplicateur, le revenu. Sur la seconde, se trouvent les couples revenu-taux d'intérêt pour lesquels il y a équilibre entre l'offre de monnaie (M), considérée comme exogène, et la demande d'encaisses monétaires (L), qu'il s'agisse d'encaisses passives (ou transactionnelles) ou d'encaisses actives (ou spéculatives). Cette dernière est donc une fonction décroissante du taux de l'intérêt : quand celui-ci augmente, les placements sont plus attrayants et les liquidités, par conséquent, moins demandées. LM est donc la traduction du choix de portefeuille des agents. Ce choix se fonde sur une anticipation du taux d'intérêt et sur l'évolution du revenu national. Chaque accroissement de revenu engendre un besoin supplémentaire d'encaisses transactionnelles qui, à quantité de monnaie constante, ne peut être satisfait que par la réduction des encaisses spéculatives, autrement dit, par la hausse du taux d'intérêt.



L'équilibre général de l'économie, c'est-à-dire l'équilibre à la fois sur le marché monétaire et sur le marché des biens et services, est obtenu au croisement des deux courbes. Malheureusement, il peut s'agir d'un équilibre de sous-emploi, auquel cas on devra avoir recours, d'une part, à des mesures de politique budgétaire, par exemple des investissements autonomes de l'État, pour déplacer la courbe IS, d'autre part, à des mesures de politique monétaire pour déplacer la courbe LM. Cette politique monétaire doit faire en sorte que le niveau de revenu, grâce à un accroissement du volume global de la masse

monétaire, s'approche du niveau de revenu de plein emploi. Trois situations sont possibles, qui correspondent à l'endroit où IS coupe LM (voir le schéma n° 2) :

1. dans la partie verticale de LM où les taux d'intérêt sont élevés, la politique monétaire doit être efficace : toute augmentation de monnaie accroît l'épargne et réduit les taux d'intérêt, ce qui doit stimuler l'investissement ;

2. dans la partie centrale de LM, la spéculation risque d'absorber une partie de la quantité de monnaie injectée dans la mesure où une partie des agents s'attend à ce que les taux d'intérêt remontent : par rapport à la situation précédente, les taux d'intérêt baissent moins, et la production nationale, qui équivaut au revenu national, augmente moins ;

3. dans la partie horizontale, où les taux d'intérêt sont très bas, l'augmentation de monnaie va être absorbée en totalité par la demande d'encaisses spéculatives : il y a là une telle préférence des agents pour la liquidité qu'aucun placement financier n'est réalisé ; s'ouvre alors, selon une expression que nous devons à Robertson, la "trappe à liquidités" où la demande d'encaisses thésaurisées a une élasticité qui tend vers l'infini.

Pour les keynésiens, en matière monétaire, il faut donc agir sur le taux d'intérêt. En effet, dans la sphère financière, il détermine la demande de monnaie, et, dans l'économie « réelle », il est le déterminant de la demande d'investissement.

On le voit, dans l'optique keynésienne, les variations de la masse monétaire jouent sur la composition de la masse monétaire et, plus précisément sur la place relative qu'y occupent les encaisses de transaction et les encaisses de spéculation. Elles ne peuvent donc avoir d'influence que si la demande d'investissement est sensible au taux d'intérêt, ce qui ne semble pas, dans la réalité, si évident. Quoi qu'il en soit, pour les keynésiens, la politique monétaire ne saurait être conçue autrement que comme une politique d'accompagnement de la politique budgétaire dont les effets sont plus importants sur la demande globale, donc sur l'ensemble de l'activité économique. Pourquoi cette relative inefficacité ? En raison, d'une part, de la « trappe à liquidités » qui surgit à la baisse au-dessous d'un certain niveau du taux d'intérêt et empêche toute action de celui-ci d'être efficace, et, d'autre part, de la faiblesse de l'élasticité de l'investissement par rapport aux variations du taux de l'intérêt ; beaucoup plus importantes sont les prévisions des entrepreneurs quant au rendement futur de l'investissement.

Il ne faut donc avoir recours à la politique monétaire qu'avec prudence, disent les keynésiens, d'autant qu'elle est de peu d'efficacité sur l'inflation.

2. La politique monétaire selon les monétaristes

Dans la logique libérale, les monétaristes, et leur chef de file, Milton Friedman, sont hostiles à la création monétaire qui ne peut pas avoir d'effets positifs, à long terme, sur la production et l'emploi. En revanche, ils redoutent les effets inflationnistes d'une augmentation de la masse de monnaie en circulation qui serait supérieure à celle du PIB. Certes, à court terme, il y aurait accroissement de la production et de l'emploi car les salaires réels, donc les coûts de main d'oeuvre, rognés par l'inflation, baisseraient, mais cette amélioration ne serait que temporaire. En effet, un ajustement des salaires nominaux à l'inflation attendue ne tarderait pas à se faire, plus ou moins rapidement selon la capacité des salariés à anticiper sur l'inflation, donc selon leur capacité à effectuer les ajustements nécessaires. Ce serait alors, en matière de production et d'emploi, le retour à la situation antérieure.

Pour les monétaristes, donc, une politique monétaire doit avoir essentiellement trois objectifs :

1. la surveillance du taux d'intérêt qui a une influence sur les investissements des entreprises et leur arbitrage entre les titres et la monnaie ;
2. la libération des mouvements internationaux de capitaux et la surveillance des parités entre les devises ;
3. la surveillance de la politique du crédit.

On peut résumer l'analyse des monétaristes comme suit : en premier lieu, il faut privilégier la politique monétaire au détriment de la politique budgétaire, peu efficace, sinon à court terme, mais, même la politique monétaire doit être utilisée avec circonspection. Aussi est-il bon que les pouvoirs monétaires se fixent une ligne de conduite et... s'y tiennent.

Selon Friedman, d'une part, les agents économiques arbitrent entre dépenses de consommation et épargne de façon simultanée, d'autre part, la demande d'actifs monétaires dépend de multiples variables, et notamment de la valeur réelle des encaisses monétaires, et pas tellement des taux d'intérêt.

Dès lors, que propose-t-il ? De pratiquer une politique de base monétaire où les agrégats sont à la fois utilisés comme objectifs et comme instruments, à savoir :

1. de se donner un objectif précis de croissance de la masse monétaire, annuel ou trimestriel, par exemple, tenant compte de l'accroissement prévisible de la production, et de l'annoncer à l'avance pour empêcher les anticipations inflationnistes tout en obligeant le gouvernement à ne pas dévier de la route qu'il s'est tracée ;

2. de ne pas toucher aux taux d'intérêt et aux taux de change qui doivent se fixer librement.

Ces mesures, il faut le dire, souffrent d'au moins trois limites :

- d'abord, elles supposent que les agents économiques aient un comportement rationnel, ce qui est plus qu'incertain ;
- ensuite, elles font abstraction des variations de la vitesse de circulation de la monnaie, laquelle peut très bien augmenter pour compenser une politique monétaire restrictive ;
- enfin, elles font courir le risque, au moins à court terme, d'une hausse des taux d'intérêt consécutive à un freinage de la masse monétaire, ce qui peut engendrer une baisse brutale de l'activité.

L'analyse monétariste a été rénovée récemment par le courant des anticipations rationnelles, qu'on a, dès lors, qualifié de « nouveau » monétarisme. Ce courant, né au début des années 70 dans les universités du *Middle West* américain des travaux de Barro, Sargent, Wallace et, surtout, Lucas, part du principe que les agents économiques sont tout à fait capables, à la fois de s'informer et d'anticiper les actions des pouvoirs publics qui pourraient résulter de leur propre action. Ils sont, par exemple, tout à fait aptes à anticiper une inflation qui pourrait résulter demain des mesures prises aujourd'hui par l'Etat. Il faut donc, pense-t-il, pour briser ce type d'anticipation, que la politique monétaire soit tout entière orientée contre l'inflation, ce qui implique un contrôle strict de l'offre de monnaie, autrement dit, de la base monétaire.

À la lumière de ce qui précède, on voit la variété des approches théoriques qui sont censées sous-tendre les politiques monétaires. Pourtant, affirme Henri Denis,

« Ici, comme en d'autres domaines, c'est une erreur de vouloir attendre de la théorie économique ce qu'elle ne peut donner. Mieux vaut reconnaître tout ce que la politique monétaire a nécessairement d'empirique, plutôt que d'échafauder des modèles théoriques trop ambitieux que leur rigueur même sépare irrémédiablement de la réalité »⁴².

Nous allons voir ce qu'il en est maintenant.

III. Les politiques monétaires depuis la deuxième guerre mondiale

⁴². *Op. cit.*, page 687.

Analyser les politiques monétaires mises en place depuis la Libération, c'est, en fait, s'intéresser beaucoup plus à ce qui s'est récemment, en la matière, qu'aux mesures prises pendant les années 1950-1960, les fameuses « trente glorieuses » de Jean Fourastié. En effet, si, juste après la deuxième guerre mondiale, l'État joue un rôle capital dans l'impulsion et l'orientation de l'activité économique, notamment en France, c'est en appliquant, plus ou moins consciemment, les idées de Keynes. Or, celui-ci subordonne, en quelque sorte, la politique monétaire à la politique budgétaire, qui, toutes deux, sont au service de la croissance et du plein emploi. Sauf en Allemagne où le souvenir de l'hyperinflation des années 20 est encore présent, la politique monétaire ne se préoccupe pas de combattre l'inflation. Ce rôle est dévolu aux politiques de contrôle des prix ou des revenus.

La politique monétaire externe reste donc, pendant longtemps, fort réduite. La préoccupation du maintien de l'équilibre extérieur n'apparaît qu'à la fin des années 60, en raison de l'interpénétration croissante des économies conjuguée à des écarts d'inflation entre pays de plus en plus importants et déstabilisants.

De plus en plus, pourtant, du début des années 70 à celui des années 80, on demande à la politique monétaire de lutter contre l'inflation, et sa place se renforce aux dépens de la politique budgétaire.

Une nouvelle impulsion lui est donnée au début des années 80 un peu partout dans les grands pays industrialisés : la politique monétaire joue désormais un rôle majeur, toujours au service de la lutte contre l'inflation, mais aussi contre la spéculation et l'instabilité des changes.

Dans cette partie, nous nous intéresserons d'abord, plus particulièrement, à ce tournant du début des années 1980, avant d'examiner, dans un second temps, les grands axes de la politique monétaire des "trente glorieuses" jusqu'à aujourd'hui.

A. L'évolution récente des politiques monétaires

1. Au tournant des années 80 : priorité à la lutte contre l'inflation

Dans les années 1950-1960, la politique monétaire n'a joué, nous l'avons rappelé plus haut, qu'un rôle secondaire dans les pays occidentaux développés. Ce n'est plus le cas dans les années 1970.

La contrainte extérieure devient, en raison de l'interpénétration de toutes les grandes économies, incontournable, comme on dit aujourd'hui, d'autant que le contexte international du début de années 70 est particulièrement agité : suspension, en 1971, de la convertibilité du dollar américain et flottement

généralisé des monnaies ensuite, surchauffe généralisée entraînant des tensions inflationnistes, et, pour couronner le tout, le choc pétrolier de la fin 1973. Dès lors, l'inflation se développe partout et suscite la mise en place de politiques anti-inflationnistes, d'abord de caractère keynésien, puis, devant leur inefficacité et dans la logique monétariste, de stratégies de normes monétaires. À partir du milieu des années 70, les grandes banques centrales formulent des objectifs monétaires quantitatifs qu'elles s'efforcent d'atteindre. Pourtant, même si, désormais, la politique monétaire a le rôle principal, les budgets nationaux restent partout déficitaires.

C'est à cette époque que l'influence du courant monétariste sur les politiques monétaires s'affirme, et ce pour au moins trois raisons :

1. le peu de fiabilité des taux d'intérêt nominaux ;
2. la nécessité, pour les modifier, d'une plus grande flexibilité ;
3. la conviction de l'effet favorable sur les anticipations des agents de l'annonce d'objectifs de croissance monétaire limitée.

C'est aux États-Unis que la logique monétariste va s'appliquer avec le plus de rigueur, notamment dans les années 1979-1982, sous l'impulsion de Paul Volcker. La volonté de réduire les anticipations inflationnistes va prendre la forme d'un contrôle exclusif des agrégats monétaires supposant la libre fixation des taux d'intérêt.

Concrètement, les autorités monétaires déterminent à l'avance le montant, à la fois des prêts, sous forme d'escompte et des liquidités qui pourront être injectées dans le cadre d'une politique d'*open market*, autrement dit, l'offre de monnaie. Au taux d'intérêt de limiter la demande. Or, celle-ci s'avérant rapidement trop forte, les taux d'intérêt s'envolent : ainsi, le taux d'intérêt des fonds fédéraux double en 7 mois, passant de 10 % en septembre 1979 à 20 % en avril 1980. Pendant la phase la plus dure de la politique monétaire (1980-82), le taux de base bancaire atteint 16 % ! La potion est amère mais, contre l'inflation et la chute du dollar, le remède est efficace. En effet, la hausse des prix à la consommation, qui était en moyenne de 2,5 % dans les années 60, de 8 % dans les années 70, et de 14 % au premier semestre de 1980, retombe aux alentours de 4 % en 1983.

Au Royaume Uni, le taux d'inflation culmine à 18 % lorsque les conservateurs reviennent au pouvoir, en 1979. Là encore, les taux d'intérêt atteignent des sommets pendant la phase « dure » de lutte contre l'inflation : autour de 14 % de 1979 à la mi-1982, mais l'inflation retombe à 4,5 % en 1983. Si, en RFA, les taux d'intérêt, à l'époque, ne dépassent jamais 10 %, l'inflation retombant de 6,3 % en 1981 à 3,3 % en 1983, en revanche, en Italie, où l'inflation est galopante, les taux d'intérêt monteront jusqu'à environ 20 % en

1981-82 (21,8 % pour le taux de base bancaire !)... et l'inflation, en baisse néanmoins, restera encore supérieure à 10 % en 1984.

L'inflation reculant, la hausse des taux nominaux se répercute sur les taux réels qui atteignent, en 1984, par exemple, pour le crédit bancaire aux emprunteurs du premier rang, 8 % aux États-Unis et 7 % en Italie !

Revers de la médaille : l'activité s'enlise un peu partout, et d'abord aux États-Unis, où la croissance s'arrête pendant la période « dure » de rigueur monétaire (1980-82), faisant bondir le taux de chômage d'environ 6 à 10 % de la population active. Le système financier lui-même est fragilisé : les caisses d'épargne, par exemple, détentrices principalement d'actifs à rendement fixe, sont durement affectées. Pire : au Royaume-Uni, le PNB baisse de 5 % et le chômage double en 1980-81. Toutes proportions gardées, les résultats sont les mêmes, bien que plus modérés, pour la RFA et l'Italie.

La hausse des taux d'intérêt engendre une forte hausse de la valeur internationale du dollar américain. Cette appréciation, en réduisant le coût des produits importés (effet direct) et en dissuadant les producteurs américains d'augmenter leurs prix (effet indirect) renforce encore la lutte contre l'inflation, mais constitue aussi un frein supplémentaire à l'activité aux États-Unis. Il est vrai que le dollar, après avoir baissé de 21 % entre 1975 et 1980, augmente brutalement, de 1980 à 1982, de 34 %, puis encore de 18 % en 1983-84, soit, pour l'ensemble de la période 1980-84, une hausse de 58 %. En d'autres termes, il baisse de 5,53 francs en 1970 à 4,23 francs en 1980, puis remonte à 8,74 francs en 1984 et... 10,11 francs en mars 1985, avant de baisser à nouveau à peu près régulièrement jusqu'à 5,53 francs en décembre 1987, remonter à 6,72 francs en juin 1989 et redescendre à 4,82 francs le 24 août 1992.

De la même façon, de 1979 à la mi-1982, la livre sterling s'apprécie de 13 % pour se replier dès que les taux d'intérêt commencent à baisser. En RFA, la hausse des taux d'intérêt permet simplement d'empêcher la dépréciation du Deutschemark⁴³ et, en Italie, de freiner la dépréciation de la lire. Bien entendu, les taux d'intérêt ne sont pas seuls responsables des changes. Par exemple, le dollar américain ne saurait être considéré comme les autres monnaies : en effet, émis par la plus grande puissance mondiale, il est la monnaie la plus utilisée dans le commerce international et bénéficie d'un statut de « devise-refuge » qui font qu'il reste, pour l'essentiel, dans le système monétaire inter-

43. Il s'apprécie, néanmoins, par rapport au franc français : un peu pendant les années 60 (de 1,176 FF en 1960 à 1,518 FF en 1970), beaucoup dans les années 70 (jusqu'à 2,326 FF en 1980) et au début des années 80 (il vaut 2,982 FF en 1982) ; il se stabilise ensuite, au tournant des années 90, à 3,40 francs.

national, la référence. De la même façon, il ne faut pas négliger le fait que, après le second choc pétrolier, la livre sterling a bénéficié de son statut de « pétro-monnaie ».

En principe, pour que la politique monétaire soit efficace, il est souhaitable que les autres politiques économiques aillent dans le même sens, et, d'abord, la politique budgétaire. C'est ce que l'on constate au Royaume-Uni et en RFA. En revanche, ce n'est le cas, ni aux États-Unis, où la politique budgétaire, d'abord neutre de 1980 à 1982, devient franchement expansionniste ensuite, ni en Italie. Une politique monétaire ultra-libérale devrait également s'accompagner d'une importante flexibilité des salaires, et on observe effectivement, dans les grands pays occidentaux, une certaine modération salariale.

L'ensemble de l'économie mondiale subit le contre-coup à la fois de l'escalade des taux d'intérêt et de la hausse vertigineuse du dollar. Les économies du tiers monde, surtout celles d'Afrique et d'Amérique latine, sont plus particulièrement touchées. C'est que la réduction des exportations de matières premières vers les économies industrialisées, elles-mêmes en difficulté, s'accompagne d'un accroissement considérable des charges de la dette extérieure. Aussi, devant le risque d'une crise financière internationale, les autorités monétaires américaines décident de changer leur attitude, se contentant, à partir de 1983, de définir un taux d'intérêt à atteindre.

2. Le poids croissant de la contrainte extérieure

Sur le plan international, on attendait beaucoup de la flexibilité des taux de change, et notamment qu'elle réduise significativement la contrainte extérieure. Cet espoir a été déçu en raison, à la fois, de la lenteur d'ajustement des flux commerciaux aux fluctuations des taux de change et des importants mouvements de capitaux flottants que celles-ci ont provoqué. Il est vrai que les taux de change ont été particulièrement instables, ce qui n'est probablement pas sans rapport avec l'évolution des taux d'intérêt. La contrainte extérieure a donc subsisté, voire augmenté. Ainsi, les États-Unis ont dû faire face à un déséquilibre croissant, certes de leurs échanges, mais aussi de leurs paiements extérieurs.

Dès les années 80, l'objectif de stabilisation des taux de change devient une priorité, et les taux d'intérêt, nouvelles variables-cibles plus faciles à atteindre, sont investis de la rude tâche d'assurer l'accroissement de la masse monétaire au sein de chaque économie tout en préservant la stabilité du taux de change de la monnaie nationale.

Si les taux de change ont, dans l'ensemble, une place significative dans les politiques monétaires, comme en France, en Italie ou au Canada, ce n'est pas

le cas partout, notamment en Allemagne ou au Japon. Dans les pays dont l'objectif de stabilisation du taux de change est important, on cherche à s'aligner sur le taux d'inflation d'un pays pris comme référence dont la monnaie elle-même devient alors une monnaie de référence : c'est le cas du dollar américain pour le Canada ou du Deutschemark pour les membres du système monétaire européen.

Une telle politique a le double mérite, d'une part, de réduire la hausse des prix, et, d'autre part, de s'assurer d'une bonne allocation des ressources, la compétitivité des entreprises nationales ne pouvant pas être mise en péril, au moins à court terme, par des fluctuations erratiques de la monnaie nationale.

Les inconvénients sont doubles :

1. une perte d'autonomie de la politique monétaire nationale qui doit s'aligner sur ce qui se fait à l'étranger ;
2. le risque de déplacement de l'instabilité du marché des changes à d'autres marchés.

B. La politique monétaire française des trente dernières années

Les objectifs poursuivis successivement par les autorités françaises nous conduisent à envisager, à partir de la fin des années 60, deux périodes s'articulant autour de la réforme bancaire de 1984.

1. Un outil longtemps privilégié : l'encadrement du crédit

Dans les années 1967-1975, la double absence de définition claire des objectifs finals et de publicité des objectifs intermédiaires manifeste une évidente hésitation entre la nécessité de mesures restrictives anti-inflationnistes et le besoin, dans une optique politique et sociale de court terme, de soutenir la croissance et l'emploi, d'où une succession de périodes de relâchement et de durcissement du contrôle monétaire. À partir de 1976, toutefois, avec les gouvernements Barre, la limitation, de la croissance des liquidités, plus ou moins modulée suivant les circonstances, devient la priorité.

Il n'en reste pas moins que, jusqu'en 1984, la France est ce que d'aucuns ont appelé une « économie d'endettement » caractérisée par :

1. l'endettement élevé des entreprises auprès des banques ;
2. l'extrême élasticité, pour un taux d'intérêt donné, de l'offre de crédit à la demande, autrement dit, la trop faible flexibilité de taux d'intérêt administrés illustrant des préoccupations de gestion des taux de change.

Pourtant, un « comité de trois sages », MM. Marjolin, Sadrin et Wormser, avait préconisé, dès 1969, une libéralisation, un élargissement et une moder-

nisation du marché monétaire qui ne prendront forme que quinze ans plus tard. C'est qu'à l'époque, le marché monétaire, déconnecté des autres marchés de capitaux, était réservé aux intermédiaires financiers et à quelques institutions non financières. On y échangeait de la monnaie centrale, c'est-à-dire les soldes des comptes créditeurs auprès de la Banque de France, et de la monnaie interbancaire contre des effets publics, par exemple, des bons du Trésor, ou des effets privés. Les banques étaient assurées de trouver là ou directement à la Banque de France les liquidités dont elles avaient besoin.

La tentative de réforme de 1971-73, fondée sur cette analyse, a échoué sous la pression d'événements extérieurs : l'inconvertibilité du dollar américain en or, annoncée par Richard Nixon le 15 août 1971, puis son flottement dès 1973 ont sonné le glas du système de parités fixes né à Bretton Woods, en 1944, et rendu encore plus difficile la gestion économique à un moment où l'inflation, sous l'effet de tensions inflationnistes aggravées par le premier choc pétrolier, atteignait deux chiffres. D'un poids relativement faible, la France devait s'adapter à ces contraintes extérieures nouvelles en poursuivant à la fois sa lutte contre l'inflation et en faveur d'une croissance jugée nécessaire pour absorber des demandeurs d'emploi toujours plus nombreux, et, selon certains observateurs, le faire en libérant le marché monétaire aurait comporté trop de risques⁴⁴.

En fait, en 1973, la grande nouveauté en matière de politique monétaire a été l'instauration de la procédure d'appel d'offres. Ce système, qui existe toujours, a représenté jusqu'à 80 % des interventions sur le marché monétaire en 1975 pour retomber à 50 % en 1979.

Il n'en reste pas moins que, pour approvisionner correctement l'économie en liquidités, c'est-à-dire, concrètement, en cette période de forte inflation, pour freiner le développement du crédit, les autorités monétaires ont privilégié l'encadrement du crédit. Chaque banque avait une marge de progression de ses encours de crédit qu'elle ne devait pas dépasser sous peine de constitution, à un taux progressant avec l'importance du dépassement, de réserves obligatoires assises sur l'ensemble des crédits qu'accordait la Banque de France. Ce procédé avait l'avantage d'assurer un contrôle convenable de la source première de la création de monnaie, mais il avait aussi deux inconvénients :

1. il limitait la concurrence bancaire ;

⁴⁴. Cf. É. Karailiev : « Le parcours sinueux du libéralisme », *Économie et finances agricoles*, janvier 1987.

2. il rationnait les petites et moyennes entreprises, ainsi que les entreprises nouvelles, dont les créances, jugées, en général, de médiocre qualité, étaient peu recherchées par les banquiers.

Les banques ont essayé de contourner l'obstacle de deux manières :

1. par l'organisation d'un « face à face », chacune jouant un rôle d'intermédiaire entre un client qui avait des excédents de trésorerie et un client nouveau ou qui avait des besoins nouveaux qu'elle n'était pas en mesure de financer à cause de l'encadrement;

2. par la création d'un marché de l'encadrement, ou, plutôt, du « désencadrement » : les banques pour qui les demandes de crédits dépassaient la norme imposée proposaient à celles qui, au contraire, n'atteignaient pas leur propre norme de leur « acheter » cette marge inutilisée, et ce avec la bénédiction... de la Banque de France qui, en outre, accorda des reports de quotas de crédits d'une période à l'autre.

Cette politique s'infléchit à compter de 1976 au profit d'une stratégie de normes monétaires, mais c'est seulement en 1986 que l'encadrement du crédit sera abandonné, après qu'en 1984, Pierre Bérégoovoy, alors ministre de l'économie et des finances, ait fait voter une loi qui sera à l'origine de profonds bouleversements dans une politique monétaire française qui ressemblera fort, désormais, au modèle anglo-saxon. En effet :

1. tous les agents économiques auront accès au marché monétaire ;
2. le marché des capitaux sera élargi et décloisonné ;
3. les interventions du Trésor seront, en quelque sorte, banalisées ;
4. tous les agents seront incités à financer leurs activités directement sur les marchés de capitaux, sans avoir recours, donc, à l'intermédiation bancaire ;
5. les prêts seront systématiquement « débonifiés » pour que les variations des taux d'intérêt aient un maximum d'efficacité.

2. L'économie française aujourd'hui : une économie de marchés financiers

Désormais, les taux d'intérêt, et plus précisément les taux d'appel d'offres et de prise en pension des effets à sept jours, deviennent les instruments majeurs de la politique monétaire en France. Cette politique de taux a l'avantage d'être beaucoup plus souple que celle qui consiste à rationner quantitativement le crédit.

Il est vrai que les taux d'intérêt ont eu tendance à s'envoler jusqu'en 1981, année au cours de laquelle, en moyenne, ils ont atteint des sommets : environ 15,5 % pour le taux d'intérêt au jour le jour, environ 14 % pour le taux de

base bancaire, ce dernier atteignant même 17 % au milieu de l'année. Ces taux décroissent ensuite de manière assez régulière :

- assez forte pour le taux au jour le jour : il atteint environ 8 % en 1987, mais remonte ensuite légèrement jusqu'à 10 % en 1992 ;
- plus modérée pour le taux de base bancaire, qui est encore à 9,5 % environ en 1988 et 9 % en 1993.

Le taux des appels d'offres, quant à lui, encore à 7,6 % en 1986, ne baisse plus guère : il atteint un plancher de 7,18 % en 1988, avant de remonter : en 1990, il atteint même 9,65 % !

Par ailleurs, la politique d'objectifs monétaires, initiée en 1977, se poursuit, portant successivement sur les accroissements de M2, jusqu'en 1983, puis de M2R, en 1984 et 1985, enfin de M3, la règle étant de fixer à l'objectif monétaire une augmentation inférieure de un ou deux points au taux de croissance prévu du produit intérieur brut. À l'origine de cette politique, le choix de M2 tenait à plusieurs raisons, dont sa facilité à le calculer. La prise en compte de M2R tenait à une volonté de maîtrise du déséquilibre extérieur alors que celle de M3 permet de tenir compte des transferts éventuels des formes traditionnelles d'encaisses monétaires vers les nouveaux actifs financiers.

Il faut dire que l'augmentation de la masse monétaire est particulièrement forte de 1981 à 1983, lors de la relance par la consommation entreprise par le gouvernement Mauroy. Elle atteint son point culminant en 1983, et ce quelle que soit la définition de la masse monétaire que l'on adopte : + 13 % pour M1, + 13,7 % pour M2, et + 11,5 % pour M3. En 1981, M2, considéré comme l'agrégat monétaire le plus significatif, augmente de 13,7 % et, en 1982, de 12,1 %, son augmentation étant alors toujours supérieure à celle de M1, ce qui n'est plus le cas à partir de 1984.

De manière générale, les objectifs d'augmentation sont dépassés, mais rarement de plus d'un point. Ces objectifs, depuis 1984, sont moins précis, dans la mesure où ils correspondent à une fourchette, fixée le plus souvent de 4 à 6 %.

On qualifie souvent la politique monétaire française d'après 1984 de « monétariste » dans la mesure où elle vise à limiter l'agrégat monétaire jugé le plus représentatif. Pourtant, dans la mesure où cette limitation est associée à un certain niveau de taux d'intérêt et de taux de change, elle s'écarte de la doctrine monétariste.

3. Résultats et perspectives

Avant 1976, l'inflation s'accélère pour se stabiliser à un niveau relativement élevé jusqu'en 1983, date du tournant de la « rigueur » : les résultats de la politique monétaire sont donc, pour le moins, mitigés. Après 1983, toutefois, s'enclenche, avec retard, certes, mais comme chez nos voisins, un processus de désinflation : la hausse des prix à la consommation passe de plus de 10 % en 1980 à 3 % environ aujourd'hui, l'un des plus faibles taux d'inflation des pays développés. La responsabilité de la politique monétaire dans ce résultat n'est probablement pas nulle, mais on ne saurait négliger le rôle majeur de la désindexation salariale, d'une part, et de la situation internationale « désinflationniste » de cette époque, d'autre part : baisse du dollar américain après 1985 et contre-choc pétrolier. Il n'en reste pas moins que la politique du franc fort a permis une réduction régulière de la « prime de risque » sur le franc.

De 1945 à 1986, la France a cherché à freiner les sorties de capitaux à l'aide du contrôle des changes, lequel fut particulièrement draconien lors du passage de M. Jacques Delors au ministère de l'Économie et des finances, de 1981 à 1983. Il est vrai qu'il fallait lutter contre la fuite des capitaux et la spéculation contre le franc engendrées par la défiance des milieux d'affaires à l'égard du nouveau gouvernement d'Union de la gauche et de sa politique de relance de l'activité. Cette politique venant à contre-temps de ce que faisaient nos partenaires leur a plus profité qu'à nous-mêmes si on en juge par le creusement du déficit de la balance des paiements courants de 17,6 milliards de francs en 1980 à un maximum de 79,3 milliards en 1982. Pire, la balance commerciale est passée de l'équilibre, en 1978, à un déficit de plus de 100 milliards en 1982. Une cascade de trois dévaluations par rapport aux autres monnaies du SME devait en résulter (3 % le 4 octobre 1981, 5,75 % le 12 juin 1982, et 2,5 % le 21 mars 1983), et, surtout, la mise en place d'une politique « de rigueur », beaucoup plus proche de l'orthodoxie libérale alors en vigueur chez nos principaux partenaires, en vue de rétablir les grands équilibres. Cette politique, menée par Pierre Bérégovoy, permettra de réduire l'inflation (de 9,8 % en 1983 à 2,1 % en 1986) et de faire redémarrer la croissance (1,4 % en 1984 contre 0,7 % en 1983), mais insuffisamment pour empêcher l'accroissement du chômage (8,4 % de la population active en 1983, 10,3 % en 1986), un chômage qui, comme aux États-Unis, a tendance à suivre l'évolution des taux d'intérêt réels. Toutefois, la corrélation entre les deux phénomènes est loin d'être parfaite. Ainsi, à la fin des années 70, le chômage se développe alors que les taux d'intérêt réels sont négatifs. Au contraire, il se réduit légèrement de 1987 à 1990, alors que les taux d'intérêt réels à court terme remontent...

À partir de 1986, le contrôle des changes s'est progressivement allégé, avant d'être, purement et simplement, abandonné, afin que les entreprises nationales soient directement confrontées à la concurrence internationale, mais aussi afin de participer au développement d'un grand marché des capitaux européen et, plus largement, à la construction de l'Europe monétaire. Dès lors, les taux d'intérêt français ont été étroitement dépendants de la défense du franc. La liberté des mouvements de capitaux associée aux taux de changes pratiquement fixes imposés par la participation au système monétaire européen a engendré une sérieuse perte d'autonomie de la politique monétaire française.

Au cours des dernières années, les déréglementations et la multiplication des produits financiers ont participé à la déstabilisation des fonctions de demande d'actifs monétaires. En effet, l'apparition d'actifs à la fois rémunérés et liquides a affaibli la demande d'encasses monétaires. Du fait de l'absence de frontière précise entre actifs financiers et monétaires, la demande de monnaie a eu tendance à être plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt, donc plus instable, ce qui a conduit les autorités monétaires à redéfinir les agrégats monétaires.

On peut dire que les années 80 ont été caractérisées par une désintermédiation croissante, autrement dit, par un déclin de la finance indirecte au profit de la finance directe.

En effet, alors que le crédit distribué par les établissements de crédit s'accroît régulièrement jusqu'en 1983 pour atteindre plus de 377 milliards de francs, il s'effondre ensuite, pendant les premières années de la politique « de rigueur », au point d'être inférieur à 195 milliards en 1986. La reprise économique de la fin des années 80 lui permet de remonter jusqu'à près de 600 milliards au début des années 90. D'ailleurs, exprimés en proportion du PIB, M2 et M3 connaissent, logiquement, des évolutions semblables et montrent encore mieux le rôle croissant des banques pendant les trente glorieuses et les années 70, puis leur effacement relatif au milieu des années 80 : M2 représente 30 % du P.I.B. en 1959 et près de 50 % en 1976, M3, 45 % en 1959 et 70 % en 1976, avant de connaître un certain tassement. Enfin, le taux d'intermédiation maximum est atteint en 1983 (0,66) et diminue jusqu'à un minimum de 0,34 en 1986. Commence ensuite une réintermédiation de l'économie française.

Parallèlement, il n'y a là rien de plus normal, le financement désintermédié augmente dans les années 80 jusqu'à un plafond de plus de 485 milliards en 1989. Cet accroissement global tient d'abord à un accroissement du taux d'autofinancement : de moins de 60 % au début des années 80, il passe à

environ 90 % de 1986 à 1988. Il tient aussi au recours croissant qui est fait du marché financier, et surtout à l'augmentation rapide des émissions d'actions, qui passent de 40 milliards en 1981 à un maximum de 213 milliards en 1989. L'accroissement des émissions d'obligations est plus modeste : 28 milliards en 1981, à peu près 100 milliards à la fin des années 80. Les valeurs mobilières à revenu variable l'emportent sur les valeurs à revenu fixe.

Pourquoi cette évolution ?

D'abord parce que le revenu réel des ménages augmente faiblement à partir de 1984. Les ménages, pour continuer à plus consommer, ont tendance à réduire leur épargne. Pendant ce temps, les entreprises rééquilibrent leurs comptes : leur taux de marge s'accroît, leur taux d'épargne aussi, pendant que, dans un premier temps, du moins, l'investissement continue à stagner. Enfin, l'époque est à l'augmentation des taux d'intérêt réels. Certes, les taux d'intérêt nominaux baissent, nous l'avons vu plus haut, mais moins que le taux d'inflation, qui était, rappelons-le, de 11 % en moyenne de 1974 à 1980, encore à peu près de 10 % de 1981 à 1985, qui n'est plus, à la fin des années 80, que de 3 % environ et moins encore aujourd'hui. Sachant qu'aux mêmes dates, les taux d'intérêt à court terme étaient, respectivement, d'environ 10 %, 13 % et 9 %, et les taux d'intérêt à long terme d'environ 10 %, 14 % et 9 %, on voit à quel point le crédit est devenu cher. Calculés par rapport aux taux d'intérêt à court terme, les taux d'intérêt réels, négatifs dans les années 70 (- 1 %), ne cessent de s'accroître : 3 % de 1981 à 1985, 6 % à la fin des années 80. Si le phénomène est sensible pour les biens de consommation, il l'est encore plus pour les biens de production, où les prix ont une évolution beaucoup plus irrégulière. Ainsi, si, comme l'OCDE le fait dans une étude récente, on calcule le taux d'intérêt réel par rapport au prix des produits intermédiaires, on obtient, pour 1993, 10 %, contre 4,5 % si on le calcule par rapport à l'évolution des prix à la consommation : dans ces conditions, on comprend que peu de projets d'investissements soient rentables et que la reprise de la croissance, donc de l'emploi, tarde à venir.

On le voit, on peut caractériser la politique monétaire française des années 90, d'une part, par le manque de fiabilité des objectifs monétaires, et, d'autre part, par la prépondérance des objectifs externes sur les objectifs internes qui s'accompagne d'une dépendance croissante à l'égard de l'environnement international.

En outre, bien que le différentiel d'inflation avec l'Allemagne soit devenu négligeable, voire favorable à la France, et même si la construction européenne semble connaître quelques ratés, notre politique monétaire risque fort d'être encore moins autonome qu'aujourd'hui. Cela signifie que les taux d'inté-

rêt de court terme vont continuer, sans doute, à servir au maintien des parités du franc avec les autres monnaies du système monétaire européen. Ils risquent donc de rester relativement élevés, tout comme les taux longs, d'ailleurs, qui doivent maintenir la place attractive du marché financier parisien. De plus, comment, dans le cadre d'une Europe de plus en plus unie, ne pas être obligé de se concerter avec nos partenaires européens ?

Au terme de ce travail, que peut-on conclure ?

D'abord, que l'instabilité des fonctions de demande de monnaie contemporaines, évidente depuis le premier choc pétrolier, empêche d'anticiper les évolutions à venir. Pourquoi cette instabilité ? Quatre raisons, au moins, peuvent être avancées :

1. la déréglementation des marchés de capitaux qui a rendu les taux d'intérêt à court terme très volatils ;
2. des changements dans les comportements d'agents qui cherchent à moins recourir à des moyens de paiement liquides ;
3. des innovations financières favorisant, là encore, de nouveaux comportements en matière de demande de monnaie ;
4. une ouverture internationale croissante, notamment en ce qui concerne les échanges de capitaux.

On peut conclure, ensuite, que la demande de monnaie étant de moins en moins liée aux échanges de biens et de services, l'efficacité des politiques monétaires ne peut qu'en être réduite.

C'est ce que les observations statistiques que l'on a pu faire ces dernières années mettent en évidence. Elles montrent, en effet, que :

1. les autorités monétaires ont été, en général, incapables de s'en tenir à l'évolution prévue de la masse monétaire ;
2. les dépassements d'objectifs n'ont eu que peu de rapports avec la croissance et l'inflation, à tel point que les années 80 ont même été marquées par un mouvement général de désinflation ;
3. en réalité, l'ajustement entre l'offre et la demande de monnaie s'est effectué sur les marchés internationaux ; d'ailleurs, la nécessité d'une coopération entre banques centrales était acquise dès le « sommet » du G5 qui a eu lieu à Williamsburg, aux États-Unis, en 1983, et concrétisée par les accords de Plaza, à New-York, en août 1985, et du Louvre, en février 1987.

Aussi, c'est désormais le taux d'intérêt qui est l'instrument privilégié des politiques monétaires, notamment en matière de gestion des changes.

Ces politiques, de toute façon, ne jouent plus qu'un rôle secondaire puisque les taux d'intérêt se fixent en raison de considérations d'ordre externe.

Patrick Artus⁴⁵ voit, dans cette évolution, la manifestation à la fois d'une hiérarchie et d'une asymétrie croissantes dans le cadre d'un système économique international dont les États-Unis seraient le centre et où l'autonomie de la politique monétaire décroîtrait avec la taille.

Principales références bibliographiques

- AGLIETTA Michel (1990), « Monnaie », chapitre 29 de *l'Encyclopédie économique*, sous la direction de Xavier Greffe, Jacques Mairesse et Jean-Louis Reiffers, Economica, tome 1, pages 1031 à 1059.
- Banque de France (1991), *La Banque de France : son histoire, son organisation, son rôle*.
- BASLÉ Maurice (1988), « Naissance, après 1937, du corpus central », dans *Histoire des pensées économiques : les contemporains*, Sirey, collection « Synthèse + », pages 16 à 57.
- BERTHÉZÈNE Jean (1990), « La politique économique des États-Unis dans les années 80 », *Les Cahiers français*, n° 245, mars-avril, pages 17 à 27.
- BOISSIEU Christian (de) (1990), « Politique monétaire », chapitre 46 de *l'Encyclopédie économique*, op. cit., tome 2, pages 1667 à 1705.
- BOUHOURS Philippe (1991), *L'Économie de la France : une approche d'économie descriptive*, Ellipses.
- BOUVIER Jean (1985), *Initiation au vocabulaire et aux mécanismes économiques contemporains (XIXe-XXe siècles)*, SEDES.
- BRÉMOND Janine et GÉLÉDAN Alain (1986), *Dictionnaire des théories et mécanismes économiques*, Hatier, collection « Janine Brémond ».
- CAPUL Jean-Yves (sous la direction de) (1991), « Banques et assurances », *Les Cahiers français*, n° 252, juillet-août.
- CHOURAQUI Jean-Claude, DRISCOLL Michael et STRAUSS-KAHN Marc-Olivier (1990), « Que sait-on des effets de la politique monétaire sur le secteur réel ? », *Problèmes économiques*, n° 2172, 25 avril, pages 1 et suivantes.
- CROZET Yves, PENASA Serge et TIRAN André (1991), *Économie générale : production, répartition, régulation*, Ellipses, collection « Enseignement supérieur tertiaire ».
- DENIS Henri (1971), *Histoire de la pensée économique*, Presses universitaires de France, collection « Thémis / Sciences économiques » (1^{re} édition : 1966).

⁴⁵. « Les objectifs des banques centrales », *Cahiers français*, n° 245, page 61.

- KARAÏLIEV Émile (1987), « Le parcours sinueux du libéralisme : 20 ans de politique monétaire française (1967-1986) », *Économie et Finances agricoles*, janvier.
- POTIER Pierre (1986), « L'efficacité des taux d'intérêt dans la lutte contre l'inflation : les expériences des États-Unis, de la RFA, du Royaume Uni et de l'Italie », *Problèmes économiques*, n° 1991, 24 septembre, pages 13 à 19.
- Problèmes économiques* (1985), « Les problèmes de la fixation des objectifs de politique monétaire », n° 1940, 18 septembre, pages 17 à 19.
- Problèmes économiques* (1989), « Les difficultés d'une définition précise des agrégats monétaires », n° 2065, 9 mars, pages 3 à 7.
- Problèmes économiques* (1991), « La réforme des agrégats monétaires », n° 2231, 26 juin.
- RAYMOND Robert (1991), « La conduite d'une politique monétaire nationale au sein d'une zone monétaire », *Problèmes économiques*, n° 2216, 13 mars.
- SAÏDANE Dhafer (1993), *Les Taux d'intérêt : approche théorique et empirique*, CNED.
- SIBIEUDE Christophe et VERSPIEREN Bertrand (1991), *Kiosk 1991*, Ellipses.
- ZYLBERMAN Jacques (1992), *Les Politiques monétaires depuis la deuxième guerre mondiale*, CNED.