

JEAN-YVES HABERER

*Le ministère de l'Économie
et des Finances
et la politique monétaire*

La politique monétaire est l'ensemble des actions par lesquelles on tente de rendre la création, la circulation et le stockage de monnaie compatibles avec la réalisation des objectifs économiques et financiers du Gouvernement, que ceux-ci soient d'ordre interne ou d'ordre externe : taux de croissance, taux d'inflation, taux de change, taux d'épargne, etc. Dire qu'il y a une politique monétaire, c'est donc dire que les pouvoirs publics ont la responsabilité de veiller à ce que des disponibilités monétaires soient allouées aux ménages, aux entreprises et, le cas échéant, au Trésor, dans des conditions de volume, de taux et de durée conformes à l'intérêt général qui par ailleurs inspire la politique économique. La politique monétaire a aujourd'hui deux points d'application privilégiés : l'offre de monnaie par le système bancaire, et les mouvements de capitaux à court terme entre la France et l'étranger.

Depuis trente ans, les gouvernements de la V^e République ont confié au même ministre la responsabilité à la fois de l'économie et des finances¹. Ils ont ainsi veillé à la stricte unité de la politique économique, dont la politique monétaire, comme la politique budgétaire, la politique fiscale, la politique des revenus, la politique de l'épargne, de l'investissement ou des marchés financiers, n'est qu'une composante, plus influente et plus insaisissable que les autres, et par sa nature, se prêtant moins facilement à la communication,

1. Avec une seule exception, de 1978 à 1981, expliquée par la compétence personnelle de M. Barre, Premier ministre, en qui se rejoignaient ainsi les deux responsabilités.

ce qui, dans une démocratie, est tantôt un avantage, tantôt un inconvénient.

Dans une réflexion aussi brève sur une matière aussi vaste, on peut regrouper, me semble-t-il, les plus importantes constatations ou interrogations en voyant, en deux temps, le ministère des Finances comme centre de pouvoir pour la politique monétaire, puis le ministère des Finances face aux limites de la politique monétaire.

I — LE MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES, CENTRE DE POUVOIR POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le ministère est simultanément inspirateur, promoteur et acteur de la politique monétaire.

1 / *L'organisation des autorités monétaires*

Dans une démocratie, toutes les composantes de la politique économique relèvent, d'une manière ou d'une autre, de la responsabilité politique. Même si l'excellente loi du 3 janvier 1973 sur la Banque de France confie à cette institution très spéciale la mission de « veiller sur »² la monnaie et le crédit, elle rappelle naturellement que cette mission reçue de l'État s'exerce « dans le cadre de la politique économique et financière de la nation ». Elle marque ainsi discrètement, à la française, la nécessaire subordination de la Banque centrale, technostructure non élue, dont le gouverneur assermenté est choisi par le Gouvernement, à l'autorité politique qui assume une responsabilité globale devant le Parlement et l'opinion. Mais si elle la marque avec une discrétion calculée, c'est parce qu'il est nécessaire de ne pas entamer l'autorité morale de la Banque centrale, autorité dont le ministre de l'Économie et des Finances a besoin non seulement pour lui déléguer des espaces de compétence et d'autonomie, mais aussi pour s'en servir comme partenaire et démultiplicateur de décisions techniquement difficiles et parfois politiquement impopulaires. Il est précieux de pouvoir dépasser cette ambiguïté structurelle en recourant à l'expression traditionnelle qui appelle « les autorités monétaires » un ensemble solidaire constitué par la Banque de France, en avant-scène, et la direction du Trésor, en arrière-scène.

2. Le choix de ce mot imprécis, emprunté au vocabulaire constitutionnel, fut savamment négocié et prémédité par M. Giscard d'Estaing et M. Olivier Wormser.

En apparence, il y a une séparation des compétences. Le ministère de l'Economie et des Finances fixe pour le compte du Gouvernement les orientations générales de la politique économique, prépare la loi de finances, détermine les opérations du Trésor, gère la dette publique, programme les dépenses d'investissement des entreprises publiques non concurrentielles et assure la responsabilité des relations monétaires internationales. La Banque de France émet la monnaie légale, règle les mouvements de fonds entre les différents circuits de paiement, assure la régularisation des rapports entre le franc et les devises, participe à la mise en œuvre de la politique monétaire par ses interventions sur le marché monétaire et par son rôle dans la réglementation bancaire, donne des avis au Gouvernement.

En fait, la coordination est très intime et très étroite. Diverses formules institutionnelles permettent de combiner la représentation et le point de vue des uns et des autres : Conseil général de la Banque de France, Conseil national du Crédit, Commission bancaire. En réalité, il y a un dialogue permanent entre les services de la Banque de France et la direction du Trésor, entre le gouverneur de la Banque de France et le ministre de l'Economie et des Finances. D'un côté, on est naturellement plus préoccupé des aspects proprement monétaires, et, de l'autre, on est plus soucieux des conséquences économiques, sociales, politiques. Mais c'est bien là que réside la fécondité du dialogue.

Pour ne pas commettre de malentendu sur le fameux problème de l'autonomie de la Banque centrale, il faut se rappeler à tout moment qu'elle n'a pas d'autre source, dans tous les pays, que la volonté du Gouvernement lui-même qui trouve son intérêt à construire un interlocuteur compétent et relativement indépendant, avec lequel le dialogue est possible et fécond. Ce dialogue peut apporter au Gouvernement des éléments pour ses décisions. Il peut aussi imposer un instant de raison avant une décision politique trop précipitée pour être sûre. Enfin, les pouvoirs publics peuvent trouver commode de reconnaître une grande autonomie à la Banque centrale, ne serait-ce que pour lui faire porter la responsabilité d'un certain nombre de mesures conjoncturelles parfois désagréables.

Dans tous les pays, les dispositions législatives et réglementaires ne sont donc essentielles qu'en cas de conflit ouvert. Dans la pratique, les relations dépendent beaucoup des personnalités en présence. Il ne faut donc pas accorder trop d'importance à la mythologie développée autour de la relative indépendance accordée à la Banque centrale dans deux pays fédéraux (Etats-Unis, Allemagne fédérale) :

cette indépendance n'est-elle pas la source de nombreux dysfonctionnements internationaux ? Mieux vaut faire confiance à la qualité des hommes qu'au mirage des textes³.

2 / *La promotion de la politique monétaire*

C'est la décennie commencée en 1970 qui a mis la politique monétaire au centre de la politique économique, du fait du flottement généralisé des monnaies, du renouveau de la théorie autour des idées de Milton Friedman, et de l'expansion des marchés de capitaux dans un climat de libéralisme offensif. Plus on s'est éloigné, en France, des illusions de la planification indicative, dont les objectifs manquaient de moyens sectoriels adéquats, plus on a vu dans la politique monétaire un système d'influence global jouant sur les décisions des ménages et des entreprises en matière de consommation, d'épargne, d'endettement et d'investissement, c'est-à-dire sur les choix des diverses formes d'anticipation qui sont le principal moteur de l'économie dans un pays industriel.

Le ministère de l'Économie et des Finances, comme technocrate au service de son ministre, a trouvé son compte dans la promotion de la politique monétaire, même si l'idée et l'exemple en sont venus des pays anglo-saxons qui, après avoir été keynésiens, étaient devenus monétaristes. En effet, la politique monétaire est faite de mesures discrètes prises sous une forme un peu ésotérique, lisibles pour les initiés et destinées aux initiés. La politique monétaire permet de ne pas avoir à affronter un Parlement (ce qu'impose, au contraire, toute politique budgétaire) ; de ne pas affronter les syndicats (ce que fait, naturellement, toute politique des salaires) ou les catégories socioprofessionnelles sensibles (ce qu'impose la politique des prix).

La politique monétaire s'accompagne donc d'un assez fort degré d'anesthésie politique et sociale. La politique budgétaire, la politique des prix, la politique des salaires mettent en cause directement des intérêts particuliers et des groupes d'intérêts qui n'ont aucune difficulté à s'identifier comme objets de telle ou telle décision. Refuser une augmentation des crédits budgétaires d'équipement universitaire ou routier, c'est déclencher aussitôt une vague de protestations. Modérer l'accroissement des revenus des cheminots, c'est

3. On ne peut oublier l'épisode désopilant du projet de réforme du statut de la Banque de France, donnant à celle-ci une grande autonomie, préparé avec grand fracas en 1985 par l'opposition d'alors, qui s'est bien gardée d'en faire une loi quand elle accéda au pouvoir de 1986 à 1988.

s'exposer à une grève des chemins de fer. En revanche, la signification globale des mesures monétaires fait perdre de vue la relation entre les causes et les effets. La hausse du taux des interventions de la Banque de France sur le marché monétaire ou l'augmentation des réserves obligatoires des banques n'inspirent pas d'émotion, sinon dans les banques, mais celles-ci ne font pitié à personne...

3 / Le Trésor, source de création monétaire

Le décalage saisonnier des recettes et des dépenses budgétaires, qui crée un problème de trésorerie, et surtout le déficit du budget, par volonté conjoncturelle, par faiblesse politique ou par erreur de prévision, qui crée un problème de financement, conduisent le Trésor à être une source de création monétaire. Le Trésor peut créer de la monnaie de deux façons. Ou bien, par les comptes du Trésor et les chèques postaux, il crée directement de la monnaie, comme le fait une banque, en créditant des comptes ouverts dans ses écritures. Ou bien, en s'endettant auprès du système bancaire, par l'émission de bons du Trésor, il se comporte comme une entreprise, et le crédit qui lui est ainsi fait crée de la monnaie. Il y a, au contraire, destruction de monnaie par le Trésor chaque fois qu'il prélève sur les agents économiques (ménages et entreprises) par l'impôt, l'emprunt ou la collecte des dépôts, une quantité de monnaie excédant celle qu'il va remettre à leur disposition.

Malgré l'effort continu pour les financer en partie par l'appel à l'épargne (mais il faut laisser une place aux autres emprunteurs du marché), les déficits budgétaires sont un des éléments principaux de la politique monétaire, parce qu'ils donnent à la création monétaire par le Trésor une sorte de priorité sur la création monétaire par les crédits bancaires à l'économie. Cette priorité est inévitable parce que les besoins du Trésor sont mesurables dès la préparation du budget et que, par son vote, ils ont force de loi. Les prévisions sur la seconde source de création monétaire, les opérations en devises avec l'extérieur sont beaucoup plus aléatoires, encore que la relation entre le compte extérieur et la macro-économie soit assez bien connue. C'est donc sur la troisième source de création monétaire, les crédits bancaires à l'économie, que se fait l'ajustement, depuis que les politiques monétaires sont devenues quantitatives. Le réglage, longtemps demandé arithmétiquement à l'encadrement du crédit, s'obtient aujourd'hui avec plus de souplesse par divers procédés, dont les taux d'intérêt et la liquidité bancaire sont le principal champ d'action.

Il reste que le ministère des Finances se trouve à la fois juge et partie, et que longtemps les deux tendances idéologiques qui soutendaient en France l'alternance entre la droite et la gauche ont eu une sorte de reflet dans la politique monétaire : restreindre la création monétaire des banques au profit de celle du Trésor, c'est donner une plus grande part aux canaux publics de financement de l'économie ; restreindre la création monétaire du Trésor au profit de celle des banques, c'est donner une plus grande part aux canaux privés de financement de l'économie, c'est agir en direction de l'économie de marché.

II — LE MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES FACE AUX LIMITES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Parce qu'aux yeux de l'opinion et de la classe politique il assume toute la responsabilité de la politique économique, le ministère de l'Économie et des Finances vit, tantôt inconfortablement, tantôt douloureusement, certaines grandes infirmités de la politique monétaire.

1 / *La théorie monétaire n'est pas à la hauteur des attentes de la politique monétaire*

Certes, l'économétrie a dégagé un certain nombre de constatations. Tous les modèles macro-économiques convergent pour établir que l'offre de monnaie agit sur la production et l'emploi (en six à neuf mois) avant d'avoir un impact sur les prix (en douze à vingt mois). L'effet sur l'activité en volume est lui-même transmis à la fois par l'effet d'annonce, qui déclenche des anticipations, et par l'effet mécanique sur les actifs patrimoniaux, qui modifient les comportements d'encaisse, de consommation et d'investissement. L'avantage de la décision monétaire est dans son haut degré d'immédiateté, qui, pour le ministère, contraste avec la lourdeur des procédures budgétaires et fiscales et l'aléa des négociations salariales.

Mais, en agissant sur les comportements, c'est-à-dire sur les psychologies, la politique monétaire fait un pari qui est souvent perdu, parce que le grand nombre des variables rend la prévision difficile, l'explication ardue et changeante, l'effet mal identifiable.

D'ailleurs, dans le passé beaucoup de désordres monétaires ont été provoqués par une politique déraisonnable des autorités monétaires elles-mêmes. Ces dernières ont tendance à être trop émotives : elles

exagèrent leurs réactions en fonction de la conjoncture immédiate alors que l'histoire monétaire enseigne que les délais d'action des variations de la quantité de monnaie, par exemple, sont longs et variables.

Le rapprochement (jamais publié) des statistiques monétaires, *a posteriori*, et de l'évolution que l'on attendait, *a priori*, des mesures monétaires est souvent décevant. Il n'y a guère de preuve par les faits, même si l'on fait intervenir les aléas de toutes les variables économiques. Autrement dit, la théorie monétaire ne propose pas une base scientifique suffisante pour éviter à la politique monétaire les erreurs ou les illusions de la politique tout court.

2 / *Les délais et l'efficacité ne correspondent pas aux attentes du pouvoir politique*

Face aux impatiences de l'actualité vécues par le ministère, les délais de propagation des phénomènes monétaires ne sont pas en phase. On agit sur le volume de l'offre de monnaie pour qu'ensuite les taux du marché des capitaux prêtables en soient modifiés, ce qui influencera les décisions d'investissement, lesquelles finiront par entraîner une modulation effective des investissements et, par conséquent, un certain rythme de paiements. On introduit ainsi dans l'action conjoncturelle de longs délais, qu'on ne parvient d'ailleurs pas à bien mesurer. C'est ce qui explique que très souvent les mesures monétaires sont prises avec retard et que leurs effets se manifestent à contretemps.

Par ailleurs, la politique monétaire fonctionne beaucoup mieux dans le sens restrictif (plus habituel en France, en raison des poussées inflationnistes) que dans le sens de l'expansion. Une image expressive devenue commune consiste à comparer la politique monétaire à une corde : on peut retenir quelqu'un avec une corde, on ne peut pas le pousser.

En privilégiant l'inspiration libérale de l'action par les taux d'intérêt, le ministère des Finances a aggravé la vulnérabilité de la politique monétaire française aux politiques monétaires d'autres pays, tels que l'Allemagne fédérale, partenaire principal du Système monétaire européen, dont la Banque centrale se pilote elle-même par rapport au dollar américain, dans des conditions où la concertation communautaire est, pour le moins, insuffisante.

3 / *La complexité des aspects psychologiques résiste à toute politique de communication*

Sociologiquement et politiquement, les signaux d'alarme donnés par la Banque centrale ont une crédibilité limitée. Lorsque la Banque de France modifie le taux de ses interventions, elle indique une tendance : restrictive ou expansive. Or, l'inquiétude ne peut être ni très vive ni prolongée. Personne ne croit que la Banque centrale pourrait maintenir son action jusqu'au point de mettre en péril les entreprises. Cette absence d'inquiétude s'étend naturellement aux banques, dont la fonction stratégique dans une société moderne est de créer de la monnaie par le crédit. A partir du moment où il y a pluralité des banques et donc concurrence entre elles, il est vain d'espérer qu'elles fonctionnent spontanément comme un service public commandé par la volonté des autorités monétaires. C'est pourquoi la sécurité de l'ensemble du système bancaire imposera toujours aux autorités monétaires d'offrir une issue à la banque trop dynamique, trop imprudente ou trop désobéissante. Sur ce point, la France n'est en rien différente des autres grands pays industriels.

Enfin, la politique monétaire est de plus en plus caractérisée par le « principe d'incertitude ». En physique, on le sait, les limites de la précision sont déterminées par le principe d'incertitude, selon lequel la position d'une particule ne peut être déterminée avec précision, l'énergie appliquée pendant la mesure suffisant à modifier la position initiale de la particule. Le même principe existe de plus en plus pour la prévision financière et monétaire. Par exemple, le choix d'un agrégat monétaire comme repère de la politique monétaire modifie peu à peu le fonctionnement de cet agrégat. Les techniques de transmission immédiate des informations, la compréhension de plus en plus précise des objectifs et des méthodes des autorités monétaires par les services spécialisés des banques et des entreprises ont profondément modifié les comportements des opérateurs sur le marché monétaire, le marché des changes, le MATIF, le marché financier. Toutes les institutions financières et bancaires, équipées de télex, de téléphones et d'écrans disposent toutes au même moment des mêmes informations que les autorités monétaires. Chaque opérateur peut comprendre et deviner la manière dont les autorités monétaires vont réagir devant telle statistique monétaire, telle tendance du marché financier, tel résultat du commerce extérieur, telle implication de l'actualité et peut donc prendre des précautions pour se couvrir. Beaucoup de relations de cause à effet en sont perturbées.

Ainsi, l'accélération de la croissance de la masse monétaire entraînait naguère un fléchissement des taux d'intérêt. Aujourd'hui elle entraîne plutôt une hausse des taux d'intérêt, car les opérateurs savent parfaitement que l'augmentation de la masse monétaire va inspirer des mesures de restriction, et ils anticipent celles-ci.

L'observation assidue des problèmes monétaires des dernières années conduit à discerner, derrière l'apparent envahissement de l'actualité économique par le menu grain des décisions de politique monétaire, une impuissance grandissante des moyens de celle-ci. Le flottement des taux de change, la variabilité des taux d'intérêt, le démantèlement ultra-libéral des réglementations, l'érosion des déontologies professionnelles, la destruction, par l'informatique et la télématique, de ces freins naturels que constituaient l'espace et le temps, tous ces éléments sont à l'origine de cette énorme bulle financière et monétaire, névrotique et imprévisible, qui s'est installée depuis le début de la décennie 1980 au-dessus du paysage, lui-même en évolution, de l'économie réelle. Un des exemples les plus saisissants est donné par le marché des changes de Paris, dont le volume *quotidien* des transactions s'établit maintenant à environ 30 milliards de dollars, chiffre qui surplombe la petite fraction de ses réserves que la Banque de France peut consacrer à des interventions autres que psychologiques. Cela signifie que 85 à 90 % des transactions de change ne sont pas liées au règlement d'une transaction commerciale. Un autre exemple déroutant est donné par la baisse du taux d'épargne des ménages, alors que la désinflation et le niveau sans précédent des taux d'intérêt réels auraient dû la stimuler considérablement.

La vraie question est peut-être l'écart grandissant entre la conception d'un ministère de l'Économie et des Finances, construit autrefois pour être puissant à proportion de sa responsabilité, et la juste évaluation de ce qu'il peut attendre, en amical partenariat avec la Banque de France, de la politique monétaire, en tenant compte de ses illusions, de ses approximations et, peut-être, de ses mystifications. La réponse est à chercher du côté de la société dans laquelle on se sent à l'aise, selon qu'on la souhaite climatisée par une volonté, plus ou moins bien inspirée, ou par une météorologie, plus ou moins changeante.

RÉSUMÉ. — *Le ministère de l'Economie et des Finances est un centre de pouvoirs pour la politique monétaire, dont il est simultanément inspirateur, promoteur et acteur.*

Mais comme il assume la responsabilité de l'ensemble de la politique économique, le ministère vit inconfortablement les grandes infirmités de la politique monétaire qui sont les insuffisances de la théorie, la longueur des délais et la complexité des aspects psychologiques.

Il y a donc un écart croissant entre le ministère construit pour être puissant et l'évaluation modeste de ce qu'il peut attendre de la politique monétaire.