

Le banquier et le nouveau régime de contrôle du crédit institué en décembre 1984

Marcel Rist

Docteur ès Sciences Economiques

Cet article est le produit d'une recherche conjointe menée d'une part pour la Fédération Banque de la CFTC, par son expert économique, Marcel Rist et, d'autre part, à l'OFCE. Ces deux organismes se sont mis d'accord pour que la publication de ce texte soit faite par l'un et par l'autre de la manière qui convient le mieux à chacun. Indépendamment de sa parution dans cette revue, il sera publié par la Fédération Banque de la CFTC, comme fiche technique, à titre de complément à sa revue « Objectif ».

Il est ici traité de la même réforme que dans l'article précédent, mais examinée d'un autre point de vue. Cette juxtaposition des deux études nous a paru éclairante.

Jean-Marcel JEANNENEY

En 1984 il est devenu de plus en plus clair que le régime d'encadrement du crédit en vigueur avait perdu son efficacité, tout en demeurant aussi compliqué que jamais. Le nouveau régime, plus simple, institué en décembre 1984, a été doté au contraire d'une grande efficacité quant aux possibilités de restriction du crédit qu'il donne aux autorités. Mais sur bien des points il ressemble comme un frère à l'ancien système, notamment par les coûts qu'il impose aux banques en cas de développement « excessif » de leurs encours. La disparition des anciennes « normes » est une simplification administrative importante et d'une certaine portée psychologique, mais ne transforme pas radicalement l'économie du système.

On peut certes se féliciter des possibilités que le nouveau système donne aux autorités d'atteindre dans une large mesure simultanément des objectifs considérés dans les régimes de type anglo-saxon ou allemand comme contradictoires. Mais cela est au prix de l'adoption d'un système de rationnement du crédit draconien qui, bien qu'il soit administré par les banques elles-mêmes, s'éloigne à ce point des règles de l'économie de marché qu'une allocation rationnelle des ressources financières peut en être sérieusement affectée. En outre, malgré les apparences, il n'est favorable ni à un véritable assainissement des bilans bancaires, ni à l'indispensable redressement de leurs comptes d'exploitation.

A la fin de 1984 le système d'encadrement du crédit encore en vigueur présentait deux inconvénients majeurs.

D'une part sa réglementation était devenue, avec le temps, d'une complexité inextricable. D'autre part il avait perdu sa capacité de restreindre le crédit en cas de nécessité. Selon le langage des gens du marché, il ne « mordait » plus. En effet les « économies de crédit », accumulées par les banques faute d'atteindre la norme imposée et librement distribuables, atteignaient des montants jugés menaçants : quelques 110 milliards F à la fin de 1984, contre 80 à la fin de 1983.

Deux phénomènes, en partie liés, le rétablissement de la balance courante et celui des comptes des entreprises, accompagnés d'une reprise des investissements tardive, lente et faible, auxquels s'ajoute le financement monétaire d'une trop grande part du déficit public, se sont trouvés depuis le printemps 1983 à l'origine de la surliquidité de l'économie et du sous-emploi corrélatif des facilités de crédit mises à sa disposition. Les mesures modérées prises pour y parer à la fin de 1983 — à savoir l'allongement de six à douze mois du délai d'utilisation des économies de crédits ⁽¹⁾, avec un débit ralenti, par mois, à un sixième des économies brutes constituées au cours des douze mois précédents — ne suffisaient plus à rassurer les autorités sur le danger potentiel d'une avalanche de crédits à l'économie, au cas où la liquidité viendrait à décroître et/ou l'activité à reprendre. Il devenait urgent d'intervenir plus radicalement. L'occasion fut prise de réaliser en même temps une réforme administrative visant à se débarrasser de l'encadrement du crédit tel qu'on l'avait connu jusqu'ici avec sa complexité croissante et paralysante. Qu'on y soit ou non véritablement parvenu, c'est ce que nous examinerons à la fin de ce travail.

Brève description du nouveau régime

Il n'est pas dans notre intention de donner ici une description détaillée du nouveau système comparé au précédent. Ce serait trop long et nous détournerait de l'essentiel.

Qu'il nous suffise de dire qu'on a mis fin alors à un régime de normes mensuelles de progression des encours, fixées par l'autorité monétaire par rapport à l'année précédente, différenciées par catégories de banques et comportant de nombreuses exceptions, dites de « désencadrement », destinées à favoriser certains crédits jugés prioritaires. Ce régime comportait des pénalités sévères sous forme de réserves supplémentaires non rémunérées, aux montants rapidement progressifs suivant le niveau de dépassement des normes.

On y substitue un régime sans normes ni pénalités, où les banques sont incitées, pour ainsi dire, à « acheter » librement, en début de trimestre, moyennant le dépôt de réserves, un droit à une progression de leurs crédits pour ce même trimestre par rapport au trimestre

(1) Mesures portant sur les « économies » constituées à partir du 1^{er} juillet 1983.

correspondant de l'année précédente. Réserves rapportées à l'encours du trimestre et calculées selon une formule qui les fait croître par rapport aux encours de crédit, à des taux plus rapidement progressifs encore que les pénalités précédentes⁽²⁾. Cela rend très vite prohibitif toute croissance des encours au-delà de taux très faibles. Ainsi la police des normes sanctionnées par des pénalités est remplacée par celle du seul compte d'exploitation, exercée par chaque banque pour elle-même et dans son propre intérêt.

Cependant, comme dans le régime antérieur, le financement de crédits supplémentaires à l'aide de ressources longues, dites « stables », libère les banques de l'obligation de constituer des réserves sur ces crédits. Cette libération se fait à 100 % (au lieu de 80 % auparavant) lorsqu'il s'agit d'émission d'obligations à sept ans au moins, à 150 % lorsqu'on est en présence d'un financement par fonds propres, qu'il soit externe (titres participatifs perpétuels) ou interne (constitution de réserves ou provisions).

Toute distinction entre catégories de banques est abandonnée et les crédits privilégiés sont ramenés à trois groupes (exportation, investissement, prêts conventionnés et aidés pour le logement), tous traités de la même façon à l'exception d'un léger avantage supplémentaire accordé aux crédits pour le logement. D'autre part l'obligation disparaît de maintenir les crédits personnels non affectés à leurs niveaux de 1982.

Deux questions essentielles se posent à propos du régime nouveau que nous venons de décrire brièvement. Nous les examinerons successivement. Elles sont les suivantes :

1) Compte tenu du traitement spécial réservé à certains crédits privilégiés, des effets différents réservés aux divers modes de financement des crédits et de la formulation mathématique du montant des réserves à constituer, quel devrait être, dans un tel régime, le comportement rationnel des banques quant à la préférence accordée à telle ou telle forme de crédit ou de financement ?

2) Quel jugement critique porter sur le nouveau système ? Comment peser, à son sujet, le « pour » et le « contre » ?

(2) Le polynôme en t (taux de croissance des encours) qui les définit multiplie par 1,33 exactement le polynôme en x (nombre de points de dépassement) qui définissait les pénalités en réserves supplémentaires dans le régime précédent.

Mathématique du système

Soit E' l'encours de crédit moyen atteint au cours d'un trimestre,
 A' l'encours des crédits ne jouissant d'aucun privilège,
 B'_a l'encours des crédits à l'exportation et à l'investissement,
 B'_b l'encours des crédits au logement jouissant d'un avantage supplémentaire.

E, A, B_a, B_b les encours de référence correspondants, observés quatre trimestres auparavant.

Par définition :

$$E' = A' + B'_a + B'_b \quad \text{et} \quad E = A + B_a + B_b$$

Les poids de chaque catégorie de crédits dans l'ensemble de l'encours de référence s'écrit :

$$\frac{A}{E} = P_A, \quad \frac{B_a}{E} = P_{B_a}, \quad \frac{B_b}{E} = P_{B_b}$$

Avec :

$$P_A + P_{B_a} + P_{B_b} = 1$$

Soit G le taux de croissance de E' par rapport à l'encours de référence E . Par définition :

$$\frac{E'}{E} = 1 + G$$

et de même :

$$\frac{A'}{A} = 1 + g_A, \quad \frac{B'_a}{B_a} = 1 + g_{B_a}, \quad \frac{B'_b}{B_b} = 1 + g_{B_b} \quad (1)$$

On montre aisément que :

$$P_A g_A + P_{B_a} g_{B_a} + P_{B_b} g_{B_b} = G \quad (2)$$

G est la croissance réelle des encours, telle qu'elle apparaît à la vue des bilans. Mais la Banque de France, prenant en considération les privilèges accordés à certaines catégories de crédits, définit pour sa part une croissance des encours, non plus effective, mais *prise en compte* pour le calcul des réserves. La Banque de France symbolise par la lettre t cette croissance exprimée en pourcent. Notre notation sera G' , le pendant de G , telle que $G' = \frac{t}{100}$ et aussi :

$$G' = \frac{E''}{E'} - 1 = P_A g'_A + P_{B_a} g'_{B_a} + P_{B_b} g'_{B_b} \quad (3)$$

Suivant l'instruction de la Banque centrale et nos notations, on écrit (avec $a = 0,7$ et $d = 0,07$) :

$$g'_A = g_a \quad (4)$$

$$g'_{B_a} = a g_{B_a} \quad (5)$$

$$g'_{B_b} = b g_{B_b} \quad (6)$$

Le rapport b dépend de a (privilège accordé aux crédits B) et d'un autre paramètre d (privilège supplémentaire des crédits B_b) de telle sorte que :

$$g'_{B_b} = a \left(\frac{B_b}{B_b (1 + d)} - 1 \right) \quad (7)$$

L'expression (7) signifie que la croissance réelle des encours est « prise en compte », comme les crédits B_a , après réfaction de 30 %, soit $(1 - a)$, mais que cette réfaction s'applique à un taux de croissance égal au taux réel réduit de 7 points ($d = 0,07$).

Par définition :

$$b = \frac{g'_{B_b}}{g_{B_b}} = a \left(\frac{B_b}{B_b (1 + d)} - 1 \right) / \left(\frac{B_b}{B_b} - 1 \right) \quad (8)$$

En tenant compte de la définition de g_{B_b} donnée par (1), il vient :

$$b = \frac{a}{1 + d} \frac{g_{B_b} - d}{g_{B_b}} \quad (9)$$

et tenant compte de (6) :

$$g'_{B_b} = \frac{a}{1 + d} (g_{B_b} - d) \quad (10)$$

Les formules (8), (9) et (10) donnent une expression synthétique du coefficient b et de g'_{B_b} . Mais pour les besoins de l'analyse et en suivant de plus près encore l'instruction de la Banque de France, on est amené à distinguer dans g_{B_b} et g'_{B_b} , pour ainsi dire, deux étapes, suivant que g_{B_b} est inférieur, supérieur ou égal à d ($d = 0,07$).

— *Première étape* : $g_{B_b} \leq d$. Dans ce cas la Banque de France égale g'_{B_b} et donc b , arbitrairement, à 0. On a donc ce cas :

$$G' = P_A G_A + P_{B_a} a g_{B_a} \quad (11)$$

$$\Delta G' = P_A \Delta G_A + P_{B_a} a \Delta g_{B_a} \quad (11 \text{ bis})$$

$$\text{et } G - G' = P_{B_a} (1 - a) g_{B_a} + P_{B_b} g_{B_b} \quad (12)$$

$$\Delta (G - G') = P_{B_a} (1 - a) \Delta g_{B_a} + P_{B_b} \Delta g_{B_b} \quad (12 \text{ bis})$$

— *Deuxième étape* : $g_{B_b} > d$. Dans ce cas nous considérerons une version modifiée de g'_{B_b} et g_{B_b} , soit $g'_{B_b'}$ et $g_{B_b'}$ à laquelle correspondra b' au lieu de b .

$g'_{B_b'}$ et $g_{B_b'}$ sont alors mesurés non plus à partir de l'encours B_b mais de $B_b (1 + d)$ puisqu'il s'agit d'une deuxième étape, B ayant déjà atteint la valeur $B_b (1 + d)$. On écrit dans ces conditions, avec des pondéra-

tions légèrement modifiées pour tenir compte de la nouvelle situation de départ :

$$g_{B_{b'}} = \frac{B'}{B_b(1+d)} - 1 \text{ et } g'_{B_{b'}} = a \left(\frac{B'}{B_d(1+d)} - 1 \right) \quad (13)$$

et

$$b' = a \left(\frac{B_b}{B_b(1+d)} - 1 \right) / \left(\frac{B_b}{B_b(1+d)} - 1 \right) = a \quad (14)$$

et finalement :

$$G' = P_{A'} G_{A'} + a (P_{B_{a'}} g_{B_{a'}} + P_{B_{b'}} g_{B_{b'}}) \quad (15)$$

$$\Delta G' = P_{A'} \Delta G_{A'} + a (P_{B_{a'}} \Delta g_{B_{a'}} + P_{B_{b'}} \Delta g_{B_{b'}}) \quad (15 \text{ bis})$$

$$G' - G = (1-a) (P_{B_{a'}} g_{B_{a'}} + P_{B_{b'}} g_{B_{b'}}) \quad (16)$$

$$\Delta (G - G') = (1-a) (P_{B_{a'}} \Delta g_{B_{a'}} + P_{B_{b'}} \Delta g_{B_{b'}}) \quad (16 \text{ bis})$$

Comportement rationnel des banques

Quel arbitrage entre les croissances respectives des crédits privilégiés ?

La solution découle des formules ci-dessus. Elle est conforme au bon sens et à l'intuition.

Il s'agit du cas où les banques, n'ayant pas eu encore recours au financement à long terme de la croissance de leurs encours, sont astreintes, au fur et à mesure de cette croissance, au dépôt de réserves non rémunérées à la Banque de France suivant les normes fixées par cette dernière.

D'après l'instruction de la Banque de France les banques doivent répondre à un double souci lorsqu'elles commencent à faire croître l'encours de leurs crédits :

1) Comme nous le verrons dans le paragraphe suivant, il ne vaut la peine pour elles de se soumettre à l'obligation de réserves que pour des valeurs très faibles de G' , comprises entre 1,6 % et 2 %. Au-delà c'est la solution du financement long qui doit prévaloir. Il leur faut donc contenir G' dans des limites très étroites.

2) En même temps elles doivent chercher à réaliser une croissance de G la plus grande possible, compte tenu de la valeur maximum choisie pour G' , c'est-à-dire à maximiser $G-G'$.

Les formules (11) à (16) ci-dessus donnent la solution.

a) Tant que $g_{B_b} \leq d$ (première étape, formules (11) à (12 bis)), $\Delta G'$ est minimisé si on augmente B_b de préférence à B_a et naturellement à

A, et il en est de même pour $G' - G$. C'est donc B_b qui doit être favorisé, à condition toutefois que les coûts relatifs du développement des crédits B_b par rapport aux autres le justifient.

b) Si $g_b > d$ (deuxième étape, formules (15) à (16 bis)), les deux catégories de crédits privilégiés se trouvent alors placés sur le même plan et il n'y a aucune raison de préférer l'une à l'autre⁽³⁾. Leur développement se fera alors uniquement suivant les coûts respectifs qu'il entraîne, abstraction faite du dépôt de réserves. Le coût de ces dépôts n'interviendra alors que pour freiner G_A par rapport à G_B . De ce point de vue, les banques feront croître alors indifféremment B_a et B_b de préférence à G_A jusqu'à ce que la valeur maximum fixée pour G' soit atteinte.

Quel arbitrage entre moyens de financement ?

Compte tenu de l'obligation de déposer des réserves non rémunérées en cas de développement de l'encours de crédit, la question se pose avant même de décider quelle catégorie de crédit faire croître par priorité, de savoir à partir de quel taux de croissance des encours il faudra avoir recours à un financement long de tel ou tel type, plutôt que de se résoudre au dépôt de réserves.

Pour en décider il faut d'abord considérer la formule par laquelle la Banque centrale établit le calcul des réserves en fonction de la croissance prise en compte des encours de crédit. Dans notre notation cette formule est la suivante (ΔR est le supplément de réserve et le t de la banque = 100 G') :

$$\Delta R = E' (2\,000 G'^2 + 40 G') \quad (17)$$

$$d'où : \Delta R/E' = 2\,000 G'^2 + 40 G' \quad (18)$$

$$et \frac{d(\Delta R/E')}{dG'} = 4\,000 G' + 40 \quad (19)$$

Dans la notation de la Banque de France (19) s'écrit :

$$\frac{d(\Delta R/E')}{dt} = 0,4 t + 0,4 \quad (4) \quad (20)$$

(3) Il n'y a plus qu'un coefficient a, b ayant disparu à son profit, qui s'applique de la même façon à tous les crédits privilégiés.

(4) Notons que l'expression (20) qui exprime $\Delta R/E'$ est amplement suffisante au raisonnement. Si l'on veut cependant exprimer $\Delta R/E$, il faut alors tenir compte de ce que t ou $G' \neq G$ et écrire $G = cG'$. Il faut alors multiplier (17) par $(1 + G) = (1 + cG')$. Les expressions (18), (19) et (20) deviennent alors :

$$\Delta R/E = 2\,000 cG'^3 + 40 cG'^2 + 2\,000 G'^2 + 40 G' \quad (18')$$

$$\frac{d(\Delta R/E)}{dG'} = 6\,000 cG'^2 + 80 cG' + 4\,000 G' + 40 \quad (19')$$

$$\frac{d(\Delta R/E)}{dt} = 0,006 ct^2 + (0,4/c + 0,008) ct + 0,4 \quad (20')$$

On voit que l'expression (20') est moins simple que celle qui est considérée généralement par oubli du terme c . Mais encore une fois, ces formules plus complexes sont inutiles au raisonnement.

Pour répondre à la question posée concernant l'arbitrage entre le dépôt de réserves et les divers types de financement longs, il faut déterminer les points d'indifférence, c'est-à-dire d'égalité entre les coûts des diverses options ouvertes pour le développement des crédits.

On considère ici, pour simplifier, que le coût de refinancement des réserves est de 10 %, soit un taux proche de celui du marché monétaire, et que le surcoût du financement à sept ans ou par titres participatifs perpétuels est de 3 % au-dessus du taux du marché monétaire. Enfin le coût du renforcement des fonds propres par constitution de réserves ou de provisions est un surcoût d'opportunité représentant la différence entre le coût des réserves supplémentaires qu'occasionnerait autrement l'octroi des crédits correspondant (1,5 fois le montant des fonds propres ajoutés), et ce que pourrait rapporter l'affectation des fonds propres additionnels à un autre emploi que l'octroi de crédits, par exemple leur placement sur le marché monétaire ou en obligations (par exemple en SICAV court terme). Soit un surcoût par rapport au marché monétaire compris entre 0 et 2 %.

On se souviendra aussi que le coût des réserves supplémentaires pour une augmentation donnée des encours, n'est supportée que pendant un an, période au terme de laquelle l'adoption du nouvel encours comme encours de référence pour une nouvelle période d'un an (E' devenant alors E pour la nouvelle période) libère les réserves constituées un an plus tôt. Celles-ci ne seront maintenues que si la croissance des encours est elle-même maintenue comme objectif pour un an encore. Au contraire le surcoût des financements longs est supporté pendant toute sa durée, avec pour conséquence que, dans la comparaison avec le coût des réserves, il faut l'actualiser de façon à le ramener en entier sur la première année. Les taux d'actualisation adoptés sont de 13 % pour les obligations et les titres participatifs et de 12 % en cas de constitution de réserves avec réemploi possible en obligations.

Remarquons en outre que si on limite la durée du financement long à sept ans par exemple, c'est soit que l'on pense que la durée du système sera elle-même limitée dans le temps, soit que l'on envisage pour l'avenir une diminution de l'écart, déjà faible, entre taux du marché monétaire et taux du marché obligataire. Des deux éventualités la première est sans doute la plus probable. En dehors de ces deux circonstances, qui chacune nécessite que le financement soit renouvelé en cas de prolongement du système, le financement long réalisé doit l'être à perpétuité.

Enfin il faut garder à l'esprit que $G' \neq G$. Le rapport $\frac{G'}{G}$ peut varier sensiblement suivant les circonstances. En 1983 il aurait été de 0,76, pour être sans doute ramené en 1984 aux environs de 0,95. Pour 1985 on peut l'estimer provisoirement de 0,90 à 0,95.

Il nous reste à poser les égalités correspondant aux diverses options ouvertes et à tirer la racine positive des équations quadratiques en t qui en résultent. Nous donnons aussi dans chaque cas le coût marginal des réserves (C_m) tiré de (19) ou (20), pour la valeur de t solution de

l'équation quadratique correspondante. Dans les égalités nous avons désigné par M le montant du financement long envisagé. On obtient dans les diverses situations possibles :

1) Obligations à sept ans ; surcoût 3 %

$$0,1327 M = 0,10 M (0,2 t^2 + 0,4 t)$$

$$0,2 t^2 + 0,4 t - 1,327 = 0$$

$$t = 1,763 \%, G' = 0,0176 \text{ et}$$

$$G \text{ estimé entre } 0,0186 \text{ et } 0,0196$$

$$C_m = 11,05 \%$$

2) Obligations participatives perpétuelles ; surcoût 3 %

$$0,231 M = 0,10 M (0,2 t^2 + 0,4 t) 1,5$$

$$t = 1,94 \%, G' = 0,0194$$

$$G = \text{de } 0,0204 \text{ à } 0,0216$$

$$C_m = 11,76 \%$$

3) Constitution de réserves ou provisions ; surcoût : a) 0 ; b) 2 %

a) $0M = 0,10 M (0,2 t^2 + 0,4 t) 1,5$

$$t = 0, G' \text{ et } G = 0$$

b) $0,167 M = 0,10 M (0,2 t^2 + 0,4 t) 1,5$

$$t = 1,56 \%, G' = 0,0156$$

$$G = \text{de } 0,164 \text{ à } 0,0173$$

$$C_m = 10,24 \%$$

Notons que la solution de 3 (a), $t = 0$, n'est pas recevable, car l'instruction de la Banque de France considère que de toute façon le taux de réserves à appliquer doit être compté au minimum pour 0,1 %, ce qui correspond à une valeur minimum de $t = 0,223 \%$ avec G compris entre 0,00234 et 0,00247.

Dans les exemples donnés on voit bien à l'œuvre le facteur de modération des coûts que représentent dans le premier cas, le fait que la durée d'obligation émise est de sept ans, alors qu'en toute logique elle devrait être sans limite et, dans les deux autres cas le facteur multiplicateur de 1,5 accordé au financement par fonds propres. Ainsi s'explique que dans aucun des trois cas présentés le coût marginal des réserves correspondant n'atteint le taux du financement long.

On remarque aussi que dans tous les cas C_m dépasse le taux du marché monétaire. Il ne s'en approche que dans le cas du financement par constitution de réserves. Alors seulement il y a équivalence approximative entre le financement long et ce qu'aurait pu être un financement équivalent par le marché monétaire. Mais de toute manière les constitutions de réserves ou provisions ne peuvent que rester négligeables par rapport aux besoins de crédit.

Quant aux taux de croissance « charnières » au-delà desquels un financement long paraît avantageux par rapport aux dépôts de réserves, on voit qu'ils sont très faibles, variant de 1,65 % à 2 %.

Le système mis en place apparaît donc très restrictif, dans la mesure où, au-delà d'un taux de croissance très faible des encours, il exige des financements longs, essentiellement par obligations, et que le coût de référence des banques cesse alors pratiquement d'être le taux du marché monétaire pour devenir celui du marché obligataire.

« Le pour et le contre » — Essai de jugement critique

Les arguments « pour »

Un plaidoyer concis et magistral vient d'être donné à la revue Banque (numéro de février 1985) par l'actuel directeur du Trésor, Daniel Lebègue. Nous suivons ci-dessous certains de ses arguments, tout en nous réservant d'y ajouter les nôtres.

Le système est simplifié

Comme nous l'avons vu dans l'introduction, le dispositif s'applique à présent indistinctement à toutes les banques. Seules les caisses d'épargne, en profonde mutation, en ont été provisoirement exclues, mais elles seront appelées plus tard à s'y intégrer et cela dès le 1^{er} janvier 1986.

Du côté des crédits exemptés ou privilégiés, les « enveloppes » de crédits désencadrés, dont la description dans l'ancien système prenait cinq grandes pages imprimées, sont ramenées à trois catégories bénéficiant toutes d'une même refaction, les crédits au logement seuls étant encore légèrement mieux traités. L'exposé en prend au total cinq lignes, déclare, non sans quelque exagération, Daniel Lebègue.

Le système est assoupli et la responsabilité des banques dans sa gestion est accrue

Plus de normes mensuelles fixées une fois pour toutes en début d'année et assorties d'un régime de pénalisation sévère sous forme de réserves supplémentaires non rémunérées. Au lieu de cela les banques choisissent aujourd'hui librement le taux de croissance de leurs crédits, sur une base trimestrielle et compte tenu du coût qu'elles sont disposées à supporter. De plus elles sont invitées à une concertation trimestrielle avec la Banque de France pour faire le point de la mise en place du système. En outre l'avantage qu'elles retirent du recours au financement long par émissions d'obligations est augmenté (libération à 100 % de l'obligation de réserves au lieu de 80 % auparavant) ce qui ouvre un peu plus la gamme de leur choix. Il est d'autre part institué un mécanisme d'échanges entre banques de leurs ressources stables, ce qui permet aux banques prêteuses d'étaler dans le temps l'emploi de ces ressources et aux emprunteuses d'en anticiper la venue. Mais cette

faculté est limitée dans le temps à la période de réserve en cours et aux trois périodes suivantes, soit un maximum de quatre trimestres.

Enfin il est sans doute important que soit institué, à la manière américaine, un système de réserves instantanées constituées au début du trimestre, ce qui nécessite des banques qu'elles se livrent à des prévisions délicates sur la croissance de leurs encours. Les réserves excédentaires sont reportables sur la période suivante, mais les déficiences sont passibles d'intérêts moratoires élevés.

Tels sont pour l'essentiel les arguments de Daniel Lebègue. Nous pensons qu'il faut en ajouter d'autres, plus importants encore peut-être, et qui concernent l'efficacité de la politique monétaire.

Le système mis en place paraît pouvoir servir efficacement la politique monétaire

Il semble en effet que les autorités soient mieux à même que jamais d'atteindre, en matière monétaire, des objectifs qui pourraient apparaître contradictoires dans un système à l'anglo-saxonne ou à l'allemande, fondé sur le jeu du marché.

Tout d'abord le système est à même de « mordre » s'il est nécessaire. Les économies de crédit accumulées dans les deux années passées ont été annulées d'un trait de plume et il ne s'en constituera plus à l'avenir. Les banques ne peuvent que perdre à constituer des réserves inutiles en cas de demande de crédit faible⁽⁵⁾. Dans le cas contraire elles sont efficacement découragées d'augmenter leurs crédits sur ressources monétaires si elles veulent protéger leurs comptes d'exploitation contre le coût rapidement grandissant des réserves non rémunérées. Ainsi les objectifs fixés en matière de *masse monétaire*, très stricts cette année, même si la définition de M_2 est sujette à de fâcheuses imprécisions, ont toutes chances d'être respectées. D'autant que du côté de la demande de crédit la situation serait encore favorable, quoique sans doute moins exceptionnelle qu'en 1984.

Une masse monétaire en ralentissement sensible, élément défavorable pour l'activité, est un facteur propice au contraire à la lutte contre l'*inflation*. Il ne faut pas s'arrêter ici, comme on le fait parfois, au fait que le crédit est libre de croître par financement long. Indépendamment du fait que même cette croissance-là risque d'être freinée par la considération des bilans et des comptes d'exploitation, il faut comprendre que le développement du crédit non bancaire en général et bancaire sur « ressources stables » n'est pas inflationniste.

Il y a à cela une raison très simple : est inflationniste l'opération de crédit qui tout à la fois met une somme nouvelle entre les mains du débiteur, tout en la laissant à la disposition du créancier. Or c'est précisément ce qui se passe en cas de crédit bancaire classique

(5) Nous avons vu qu'elles sont mêmes incitées à accroître leurs encours d'au moins 0,223 % par an. Faute de crédits à l'économie, elles le feraient sans doute par priorité en titres de placement, bons du Trésor ou obligations, favorisant ainsi le marché obligataire et le financement du Trésor.

financé sur ressources à vue ou à court terme, le déposant jouant ici, par l'intermédiaire du banquier, le rôle de créancier. Dans tous les autres cas, les ressources reçues par l'un, un autre s'en prive : il n'y a pas d'accroissement de la pression inflationniste. Si le système bancaire s'introduit dans une transaction de ce type, il ne joue plus alors qu'un rôle d'intermédiaire sur le marché. La conclusion contraire doit faire appel à l'hypothèse que certaines opérations de crédit au moins mettraient en jeu des sommes qui sans elles ne seraient pas dépensées. C'est l'hypothèse keynésienne de la « thésaurisation » qui, comme tant d'autres du même auteur, ne correspond en rien à la situation qui prévaut aujourd'hui dans nos grandes économies occidentales.

En dehors de ses objectifs en matière d'inflation et de masse monétaire, le pouvoir en a d'autres, plus impératifs encore peut-être, concernant les *taux d'intérêt*. Il lui faut à tout prix, sinon les faire baisser encore, comme il le souhaite, en tout cas empêcher leur hausse. Non seulement en faveur des comptes des entreprises et en vue d'une éventuelle reprise économique, mais aussi pour éviter de mettre à feu la véritable bombe à retardement que sont les SICAV court terme avant qu'elle ne soit désamorcée.

Or le système mis en place est en réalité un système de rationnement efficace de la demande de crédit, qui n'avoue pas son nom et sans qu'il y ait de normes explicites. Parce qu'il est agencé de telle sorte que les offreurs de crédit ont la charge de le faire respecter et qu'ils ont intérêt à le faire sous peine de graves difficultés financières, les autorités monétaires se sont données les meilleures chances d'atteindre leur but. Tant que le contrôle des changes tient et que les taux d'intérêt étrangers n'évoluent pas trop à contre-courant, elles pourront sans doute échapper à la règle selon laquelle les autorités monétaires ne peuvent simultanément déterminer à leur guise masse monétaire et taux d'intérêt. Il s'agit d'une règle valable en économie de marché. Mais, compte tenu du fait, d'importance cruciale, que ce sont les autorités, et non les banques, qui ont la maîtrise réelle des taux d'intérêts débiteurs appliqués à la clientèle par l'intermédiaire du taux de base bancaire, le système bancaire français fonctionne désormais comme une immense et très efficace machine à rationner le crédit interne, où la plupart des lois du marché ne s'appliquent plus. Et il en est ainsi non seulement pour les crédits financés sur ressources monétaires, mais aussi pour ceux financés sur ressources longues, puisque le Trésor reste le maître des émissions de titres longs, à l'intérieur par le moyen du calendrier, à l'extérieur par celui des autorisations requises.

D'où cette possibilité que se sont données les autorités françaises de concilier, au moins dans une certaine mesure, des objectifs qui seraient ailleurs inconciliables. Il faut cependant admettre que, si les circonstances s'y prêtent, il y a des périodes où, même en économie de marché, on peut provisoirement atteindre simultanément des objectifs à l'ordinaire contradictoires. Cela a été le cas dans le monde entier depuis 1982 en matière de baisse des taux d'intérêt et de ralentissement de la masse monétaire. Mais on peut se demander si cette période ne serait pas près de toucher à sa fin.

Les autorités françaises ont enfin des objectifs évident en matière de *change*. Et c'est peut-être ceux-là qu'elles placent au premier rang de

leurs préoccupations : maintenir autant que faire se peut la stabilité de la relation franc-DM.

Or, le système paraît bien adapté aussi à cet objectif. Non seulement parce que, d'une manière générale, on peut le rendre aussi restrictif que l'on veut en modifiant les paramètres dans le sens voulu, mais surtout parce qu'il laisse en dehors de toute règle les crédits en devises aux résidents et non résidents. Si les banques veulent améliorer leurs comptes de résultats, c'est de ce côté qu'il faut qu'elles se tournent. Si l'on réussit à maintenir une confiance suffisante dans le franc — et le système lui-même peut y contribuer — les crédits en devises aux résidents peuvent se multiplier et le franc rester soutenu, à condition toutefois que le Trésor donne les autorisations nécessaires ⁽⁶⁾.

Enfin, de la même façon, les *bons du Trésor* sont aussi hors système. Si cela était nécessaire, par exemple pour venir en aide aux SICAV court terme, ou plus généralement pour s'opposer à une tendance à la hausse des taux d'intérêt, rien n'empêcherait d'accroître la contribution des banques au financement du Trésor, même au prix de « l'éviction » d'une fraction des crédits à l'économie. Eviction rendue plus « aisée » à réaliser dans un système de rationnement que dans un système de marché.

Les arguments « contre »

Il serait étonnant qu'à tant d'éclatantes vertus ne soient pas associées de sérieuses contreparties. Et en effet, ces vertus se paient, mais par des inconvénients plus discrets qu'elles ; car pour la plupart ils sont à long terme, alors que les avantages que nous venons d'énumérer et de commenter sont essentiellement à court terme.

Trois grands inconvénients doivent être reconnus au système : sa complexité, ses effets plutôt défavorables sur les résultats et le bilan des banques, son éloignement du marché, avec les conséquences néfastes qui peuvent en résulter à la longue sur l'allocation des ressources financières d'abord et finalement sur celle de leurs contreparties dans le domaine des biens et services.

Complexité du système

Il est évident que le système est encore beaucoup trop compliqué. Vanter sa simplification par rapport au passé, c'est d'abord faire valoir l'effroyable complexité du régime antérieur. Mais c'est aussi prendre la forme pour le fond, l'apparente simplicité de l'exposé qu'on peut en faire, pour la simplicité réelle de son fonctionnement. A nos yeux tout système dont la marche demande à être explicitée par un appareil mathématique, tel que celui que nous avons développé dans la première partie de cet article se condamne lui-même. Il est impossible à saisir d'emblée par la plupart des cadres bancaires, ce qui, ne serait-ce

(6) En ce domaine, la liberté ne va pas au-delà de 50 000 F par opération.

que humainement parlant, est un grave défaut. Son étude détaillée est pourtant indispensable pour une mise en pratique correcte. Et même ainsi, la complexité de son fonctionnement risque d'être la source de nombreux tâtonnements ou erreurs.

Effets sur les résultats, et le bilan des banques

Le nouveau système présente certains dangers sur le plan de l'évolution des comptes de résultats et de la structure des bilans bancaires. Cela apparaît si l'on tire les conséquences sur ce plan des développements contenus dans notre première partie.

Une première conséquence est que, contrairement peut-être à ce que livre une première impression, le système mis en place ne favorise guère l'augmentation des fonds propres, dont pourtant les banques françaises ont le plus grand besoin. Le dépôt de réserves perd très vite son avantage aux environs de taux de croissance réels très faibles, inférieurs ou égaux à 2 %. Au-delà les émissions d'obligations à sept ans sont plus avantageuses que des émissions de titres participatifs. Surtout elles s'imposent dès que l'on prévoit la disparition du système, ou sa profonde modification à plus ou moins brève échéance.

Une deuxième est que le coût des financements longs dépasse généralement le taux de base bancaire. La rentabilité de tels financements n'est évidente que pour les crédits « chers » tels que les prêts immobiliers ou à la consommation, dont la part dans l'encours total est encore limitée. Ainsi, alors que les banques ne sont pas maîtresses de leurs taux débiteurs, lesquels reflètent dans une large mesure les préférences du pouvoir pour un crédit bon marché ou de moins en moins cher, le nouveau régime n'apparaît guère favorable aux profits des banques qui se sont détériorés dans les dernières années et mériteraient sans doute plus d'attention. Bien plus, il fonde son efficacité sur leur profonde détérioration au cas où les banques voudraient « pousser » l'expansion de leurs crédits sur ressources monétaires au-delà de limites très étroites. Tout cela rend très improbable, voire impossible, un financement par fonds propres internes d'une importance suffisante, contrairement à ce qui serait pourtant l'intérêt des banques françaises dont les créances douteuses sont mal connues, mais atteignent, on le sait, des montants élevés.

Enfin l'accent quasi systématique mis sur le financement par obligations, risque de mettre certaines banques en porte à faux, faute de trouver à appairer suffisamment les échéances de leurs prêts et de leurs emprunts. Prendre des positions sur les taux d'intérêt, c'est-à-dire sur les évolutions respectives des taux longs et courts peut être dangereux, le recours aux obligations à taux variable se présentant comme un palliatif plutôt que comme une solution. On comprend mieux dans ces conditions l'urgence qu'il y aurait à ce que s'ouvrent à Paris des marchés à termes et d'option sur les taux d'intérêt, afin de permettre des opérations de couverture, même imparfaites⁽⁷⁾. On sait d'ailleurs que le gouvernement étudie des projets de ce type. Ce faisant, ce n'est pas seulement aux banques qu'il pense, mais aussi aux SICAV court terme.

(7) On ne traite qu'un petit nombre d'instruments de crédit : ceux à très large marché.

Le nouveau système tourne résolument le dos à l'économie de marché, par un système de rationnement

Tout d'abord, nous l'avons vu, il s'agit en réalité d'un véritable système de rationnement, ingénieusement organisé pour que les vendeurs du produit rationné, le crédit, l'administrent eux-même avec efficacité.

Or cette efficacité est due à l'intime liaison qui a été instaurée entre le compte d'exploitation des banques et la réalisation des objectifs des autorités monétaires, lesquels ne sont explicites qu'en termes de croissance de la masse monétaire, comme ceux de la plupart des grands pays occidentaux. Mais ce faisant, on a dans une large mesure détourné la fonction du profit dans une économie de marché. Au lieu d'être, comme il le devrait, l'antenne qui permet à l'entreprise de vérifier qu'elle a bien pris la bonne direction et qu'elle satisfait le marché à des coûts acceptables, il est appelé, à titre principal, à devenir pour elle un moyen d'attirer son attention sur le plus ou moins grand degré de conformité de sa conduite aux désirs de l'administration. Qu'elle satisfasse mieux ces désirs et ses résultats se redresseront. Le marché et les besoins des demandeurs de crédits ne jouent plus qu'un rôle secondaire dans ses décisions.

Certes un économiste et praticien américain de grand renom, le D^r A. Wojnilower, de la First Boston, a pu soutenir de manière convaincante que les seuls mécanismes du marché sont souvent impuissants à permettre dans des conditions satisfaisantes, la réalisation des objectifs des autorités en matière monétaire, en provoquant, par une hausse excessive et prolongée des taux d'intérêt, une fragilité généralisée des bilans et des profits dans l'économie. En conséquence une certaine dose de « régulation », donc de rationnement, sous la forme par exemple du plafonnement des taux de certains dépôts, pourrait être utile. Mais dans l'esprit du D^r Wojnilower le marché reste malgré tout le facteur principal. Aussi ne peut-on voir sans crainte les autorités françaises basculer sans hésiter et presque entièrement dans la direction inverse. Pour elles ce sont les facteurs de rationnement qui sont primordiaux et le marché secondaire.

On peut ajouter que le maintien d'un contrôle sélectif du crédit, même simplifié, va dans le même sens. Quoique intégré dans un système général de rationnement, il n'a rien perdu de son absurdité. Ne comprendra-t-on jamais qu'il ne sert de rien, par exemple, d'accorder un crédit à l'exportation, si l'on est conduit par ailleurs à refuser celui que sollicitent les fournisseurs des exportateurs concernés ! A moins qu'on ne soit décidé à faire de ces derniers, à leur tour, des distributeurs de crédits !

... et par un cloisonnement du marché

D'autre part, on n'insistera sans doute jamais assez sur le fait que le nouveau système réalise le summum, le nec plus ultra du cloisonnement du marché du crédit.

Car dans ce système les échanges entre banques sont réduits à un minimum. Sur le marché national chaque banque est dans une large mesure murée en elle-même. Ses coûts, en particulier, lui deviennent entièrement propres, du fait des choix qu'elle a pu faire concernant la croissance de ses crédits et son financement. On est aux antipodes du coût unique du crédit, comme du décloisonnement du marché, préconisé en 1969 par le « Rapport sur le marché monétaire et les conditions de crédit », rédigé, à la demande du gouvernement, par MM. Marjolin, Sadrin et O. Wormser.

A cet égard on est allé aujourd'hui bien au-delà du régime antérieur, qui permettait, tout en le limitant, l'échange entre banques des économies de crédits et crédits désencadrés non utilisés sur un « marché du désencadrement », qui avait au moins tendance à égaliser les coûts du crédit entre banques.

Actuellement une banque dont les coûts sont déjà élevés du fait de la croissance de ses encours sur ressources monétaires ne peut s'adresser à une autre banque, qui serait dans la situation inverse, pour acquérir d'elle des possibilités supplémentaires de crédit à coût réduit. A l'exception de l'échange d'un excédent temporaire de ressources longues, qui demeure autorisé, elle doit rester emprisonnée dans sa propre situation, à moins de se charger davantage encore en ressources longues⁽⁸⁾, ou de proposer à des clients français, sous réserves d'une autorisation administrative, des crédits en eurofrancs ou en devises sur lesquels aucune couverture n'est possible.

On ne saurait imaginer de système plus éloigné d'une allocation des ressources financières, et donc finalement réelles, conforme à la rationalité économique, même imparfaite, que permet le marché. Certes il y a l'échappatoire du marché financier, sur lequel on se procure des ressources stables. Mais des considérations de surface financière et aussi de structure des bilans, et donc finalement de coût, interviennent pour en limiter et en individualiser l'emploi. Et, de plus, il ne s'agit pas d'un marché libre, mais, nous l'avons vu, étroitement rationné par l'intervention du Trésor dans le lancement des nouvelles émissions d'obligations. Enfin, l'horizon de prévision des banques quant à la durée du système, compte tenu de ses inconvénients propres et de la situation politique du pays, peut être plus court voire beaucoup plus court que la durée minimum de sept ans imposée à leurs émissions d'obligations. Dans ces conditions il peut y avoir de grandes hésitations à émettre et fort variables de banque à banque. C'est un dernier facteur mais important de différenciation de la situation des banques quant à leurs coûts, risque compris. Si le système dure un certain temps le prix à payer quant à l'allocation des ressources pourrait devenir prohibitif. Coût caché, « invisible », dont Alfred Sauvy ne cesse de nous enseigner qu'en France surtout il n'a guère de chance d'attirer l'attention.

(8) Et à la condition supplémentaire que le « calendrier » lui soit favorable, ou qu'elle obtienne l'autorisation de s'endetter à l'étranger.