



## La politique monétaire sans taux d'intérêt

### L'expérience française des contrôles quantitatifs (de 1948 à 1973)

Éric MONNET

Direction de la Conjoncture  
et des Prévisions macroéconomiques

*Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.*

*La crise mondiale a suscité un débat sur l'usage des instruments quantitatifs par les banques centrales. Ce Rue de la Banque s'intéresse aux Trente Glorieuses quand la politique de la Banque de France reposait sur des instruments quantitatifs plutôt que sur les taux d'intérêt. L'auteur prend en compte l'effet spécifique des contrôles quantitatifs sur la monnaie et sur le crédit pour identifier correctement ce qui était alors l'orientation de la politique monétaire. Son analyse suggère que les effets sur les prix et la production pouvaient être importants. Cette expérience montre que l'un des défis majeurs des politiques non conventionnelles est de préserver l'efficacité de la politique monétaire sans rendre les instruments et les annonces de la banque centrale excessivement complexes.*

Les récentes interventions des banques centrales qui ont suivi la crise financière ont suscité un regain d'intérêt pour les instruments quantitatifs en tant qu'instruments des politiques monétaire<sup>1</sup> ou macroprudentielle (Borio, 2011 ; Galati et Moessner, 2013). En fait, les contrôles quantitatifs (encadrement du crédit, exigences de liquidité et réserves obligatoires) et la politique bilantielle (assouplissement du crédit et assouplissement quantitatif) ont été les principaux outils de politique monétaire utilisés pendant des décennies en Europe occidentale et en Asie de l'Est, généralement lorsque ces pays enregistraient leurs taux de croissance les plus élevés. De nombreux pays, notamment le Brésil, l'Inde et la Chine, y ont encore recours aujourd'hui.

En dépit de leur importance, ces instruments demeurent largement absents de la littérature classique relative aux effets de la politique monétaire. Comme les méthodes économétriques traditionnelles considèrent habituellement les taux d'intérêt comme le principal

instrument de la politique monétaire, il est difficile de comparer l'efficacité des contrôles quantitatifs avec les résultats standard obtenus par Sims (1992) et par Christiano, Eichenbaum et Evans (1999) concernant la politique monétaire conventionnelle.

La politique monétaire de la France d'après-guerre (1948-1973) constitue un exemple paradigmatique de l'utilisation temporaire de contrôles quantitatifs du crédit qui a presque éliminé le rôle des taux d'intérêt. Monnet (2014) fournit une analyse détaillée de la façon dont les contrôles du crédit et d'autres instruments quantitatifs ont été utilisés en France et propose une nouvelle méthode permettant d'évaluer leurs effets macroéconomiques.

1 Dans la suite de l'article, pour des raisons de simplicité, l'auteur utilise le terme « politique monétaire » pour faire référence à l'ensemble des opérations de banque centrale mais également aux opérations visant à influencer l'allocation du crédit (Monnet, 2013).

## Les instruments quantitatifs

### Les instruments de contrôle du crédit : plafonds de réescompte et limites de croissance des encours bancaires

Le « plafond de réescompte » consistait à limiter la valeur des effets escomptables à la banque centrale pour chaque banque ou institution de crédit. Ce montant était généralement fixé en pourcentage des dépôts, mais la fixation de ce pourcentage était discrétionnaire et différente pour chaque institution. Cet instrument était donc principalement microprudentiel, tant l'accès à la fenêtre d'escompte dépendait de la qualité des actifs et du risque individuel. Cependant il avait également un usage macroéconomique proche des politiques industrielle, agricole ou commerciale, puisque des institutions, secteurs ou types de crédit pouvaient ainsi se voir accorder une priorité d'accès au crédit de la banque centrale.

Parfois, aux plafonds officiels déterminés pour chaque institution, pouvaient s'ajouter des plafonds temporaires pour des crédits octroyés pour le financement de certains produits afin d'éviter le risque de bulle lié à un possible excès de crédit. Ainsi, la Banque de France fixait fréquemment dans les années cinquante et soixante des quotas de réescompte pour les produits agricoles (céréales et volailles) lorsque les services du ministère de l'Agriculture et ses propres services avaient diagnostiqué une « crise de surproduction » de ces produits (Monnet, 2013).

À l'usage sectoriel s'ajoutait un usage proprement macroéconomique et cyclique puisque l'ensemble des plafonds étaient abaissés ou augmentés d'un pourcentage fixe pour combattre l'inflation ou au contraire relancer l'économie, en fonction du niveau de croissance des crédits, de la masse monétaire et des prix. Ainsi, la limitation quantitative et contracyclique de la croissance des crédits au moyen de l'abaissement des plafonds de réescompte (rationnement du crédit) avait un but de politique monétaire, en ce qu'elle devait limiter l'inflation.

Les plafonds de réescompte contribuaient à contrôler la création monétaire si les banques étaient très endettées auprès de la banque centrale. Ainsi, à partir des années cinquante, lorsque les banques commerciales ont eu moins recours à la liquidité de banque centrale, de nombreuses banques centrales des pays d'Europe de l'Ouest ont choisi de fixer directement des limites de croissance des crédits bancaires (« plafond de crédit » ou encadrement du crédit). Il s'agissait de fixer un plafond non pas au refinancement des banques auprès de la banque centrale mais à leur capacité de prêt aux entreprises et aux ménages. Comme pour les plafonds de réescompte, le caractère contracyclique de l'encadrement du crédit va au-delà du seul objectif monétaire. Premièrement, il s'agissait d'éviter des bulles financières qui se seraient manifestées par une hausse généralisée des prix. Deuxièmement, ce contrôle direct du crédit avait surtout un caractère fortement redistributif en raison des exemptions nombreuses (crédits aux exportations, crédits à l'habitat, parfois crédits à moyen terme).

### La liquidité et les réserves obligatoires

Les banques ont été assujetties à des obligations d'emploi destinées à canaliser les ressources vers certains secteurs de l'économie et à privilégier les prêts à moyen et long terme. Ces obligations ont été appelées « ratio de liquidité » ou « coefficient de trésorerie » selon les moments. Par exemple, obliger les banques à accroître le volume de bons du Trésor à long terme dans leur portefeuille avait pour but de limiter la croissance des crédits à court terme à l'économie. Les ratios de liquidité ont été utilisés de manière contracyclique de la même façon que l'encadrement du crédit évoqué précédemment. Lorsque la banque centrale voulait réduire l'inflation et considérait que les crédits à l'économie étaient trop importants, elle augmentait ces ratios afin de raréfier la liquidité en immobilisant une proportion supérieure d'actifs dans les bilans bancaires. La combinaison optimale entre les ratios de liquidité et l'encadrement du crédit était une préoccupation majeure et un sujet constant de discussion au sein des banques centrales : si une banque était rationnée à la fenêtre d'escompte de la banque centrale par une baisse des plafonds d'escompte, il était nécessaire de l'empêcher de céder ses titres à long terme afin d'éviter la création monétaire et de maintenir la politique restrictive. La combinaison de différents instruments de la banque centrale pour éviter un phénomène de substitution entre actifs bancaires qui aurait limité l'efficacité de la politique était donc une condition sine qua non pour atteindre les objectifs souhaités. Ce mécanisme a bénéficié du fait que le système financier reposait essentiellement sur les banques et que la substitution possible entre actifs se limitait aux actifs bancaires. Lorsque la possibilité de substituer un actif à un autre augmente, la mission de la banque centrale devient plus difficile.

En 1967, la Banque de France s'est rapprochée du modèle allemand qui privilégiait les réserves obligatoires. Les banques devaient déposer des réserves (rémunérées ou non) en proportion de leurs dépôts et/ou de leurs crédits auprès de la banque centrale. Cette dernière faisait varier le montant des réserves obligatoires pour contrôler la création monétaire. Celles-ci partageaient avec les instruments précédents la même polyvalence : elles pouvaient être utilisées pour réguler la quantité de monnaie, pour pratiquer une politique sélective entre secteurs ou pour réguler la liquidité de manière prudentielle.

Un premier apport de cette étude est de démontrer que lorsque les taux d'intérêt ne sont pas le principal instrument de la politique monétaire, l'orientation de cette dernière (*i.e.* si elle est restrictive ou expansionniste) peut être déterminée efficacement en se tournant vers une approche narrative (Friedman et Schwartz, 1963, et Romer et Romer, 1989), qui consiste à examiner directement les intentions et les décisions des autorités. Il n'existe aucun indicateur quantitatif fiable relatif à la politique monétaire française sur la période comprise entre 1948 et 1973, parce que la banque centrale devait constamment modifier ses instruments afin de s'adapter tant à l'innovation financière qu'au contournement par les banques des instruments précédents. Nos travaux soulignent donc les difficultés de mesurer l'orientation de la politique monétaire lorsque les banques centrales utilisent des contrôles quantitatifs et lorsque l'effet de la politique monétaire n'est pas transmis par les taux d'intérêt.

Cette étude démontre également que les contrôles quantitatifs du crédit et de la monnaie ont exercé une forte influence sur les variables nominales et réelles, mais pas sur les taux d'intérêt. Il existait une déconnexion complète entre les quantités (de monnaie et de crédit) et les prix (taux d'intérêt).

## **Les instruments quantitatifs et la difficulté de mesurer l'orientation de la politique monétaire**

De 1948 à 1973, la Banque de France a utilisé plus de quinze instruments différents pour contrôler directement le crédit ou la liquidité bancaire. Aucun d'entre eux n'a été employé sur l'ensemble de la période. Les principaux instruments étaient les suivants : les plafonds de réescompte, déterminés au cas par cas pour chaque banque (limite de la valeur des effets que les banques pouvaient refinancer/réescompter auprès de la banque centrale), l'encadrement du crédit (limite quantitative à la croissance de l'offre de prêts bancaires), les ratios de liquidité (les banques étaient obligées de détenir une proportion fixe d'actifs non liquides, tels que des obligations à long terme) et les réserves obligatoires (en proportion des dépôts ou des encours de prêts). Les plafonds de réescompte et les ratios de liquidité ou de réserves obligatoires étaient constamment

en vigueur, la Banque de France modifiant leurs valeurs lorsqu'elle voulait augmenter ou limiter la création de monnaie et de crédit. En revanche, l'encadrement du crédit (utilisé de 1958 à 1973) était imposé seulement lorsque la Banque de France décidait de rendre plus restrictive l'orientation de la politique monétaire ; il était suspendu le reste du temps (cf. encadré).

Deux raisons essentielles expliquent pourquoi il n'est pas possible d'utiliser un instrument unique ou un indice composé pour évaluer la politique monétaire lorsque, comme dans la France de l'après-guerre, des plafonds et des ratios (plutôt que des opérations d'*open market*, la base monétaire ou les taux d'intérêt) constituent les principaux instruments de la politique de la banque centrale.

En premier lieu, aucun instrument quantitatif n'a été utilisé seul (ou n'a gardé la même définition) sur l'ensemble de la période. Il a toujours fallu appliquer une combinaison de différents instruments, et le choix de cette combinaison a varié au fil du temps (cf. encadré). Par exemple, si une banque atteignait son plafond de réescompte, elle pouvait vendre des obligations ou remplacer des dépôts à terme par des dépôts à vue ou des crédits à moyen terme par des crédits à court terme afin d'accroître sa liquidité et sa capacité de prêt. Les ratios de liquidité servaient ainsi à empêcher ces effets de substitution.

En second lieu, et surtout, même lorsqu'un instrument est utilisé sur une longue période, ses valeurs ne sont pas comparables sur la durée. Ce qui importe, ce n'est pas la valeur nominale du ratio ou du plafond, mais le fait qu'il soit contraignant ou non. Par exemple, une hausse du plancher de bons du Trésor ou du ratio d'actifs liquides ne constitue pas une mesure restrictive si, comme en 1956 et en 1962, elle ne sert qu'à suivre le rythme de la composition changeante des bilans des banques sans imposer réellement de contrainte plus stricte. Cette difficulté est aggravée par le fait que des exemptions ont été appliquées à certains instruments à différents moments et que les combinaisons d'instruments utilisés ont changé au fil du temps.

Il est par conséquent essentiel de connaître les intentions réelles des autorités lorsqu'elles décident de modifier un plafond ou un ratio, afin de pouvoir comparer l'orientation de la politique monétaire dans le temps.

## Mesurer l'impact des actions des banques centrales

Pour cette raison, comme Christina et David Romer (1989), l'auteur utilise une approche dite « narrative » pour construire une mesure des actions de la Banque de France. Il examine les informations contenues dans les archives concernant les intentions et les décisions des autorités et il construit une variable muette égale à 1 lorsque les instruments quantitatifs sont utilisés par la banque centrale afin de combattre l'inflation, et égale à 0 dans les autres cas. Six épisodes de politique monétaire restrictive (cf. tableau) sont ainsi identifiés.

L'auteur estime ensuite un système d'équations (VAR) en utilisant des données mensuelles de janvier 1948 à septembre 1973, dans lequel il simule un choc sur la variable muette mesurant l'orientation afin d'estimer l'effet du passage à une politique restrictive. L'auteur

## Dates de politique monétaire restrictive

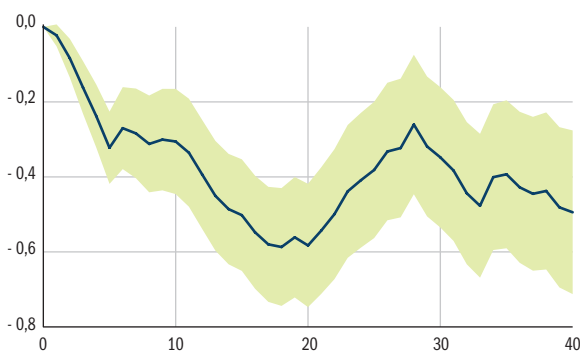
Du 30 septembre 1948 au 8 juin 1950  
 Du 11 octobre 1951 au 17 septembre 1953  
 Du 5 février 1958 au 5 février 1959  
 Du 28 février 1963 au 24 juin 1965  
 Du 12 novembre 1968 au 27 octobre 1970  
 Du 2 novembre 1972 à septembre 1973

conclut qu'un passage à une politique restrictive (un choc de politique monétaire) a eu un impact significatif et prolongé sur la production et sur le niveau des prix (cf. graphique 1). Lorsque la politique monétaire est devenue restrictive, la production industrielle, les prix et l'offre de monnaie ont diminué de 5 % en vingt mois. De plus, les chocs de politique monétaire en France expliquent 40 % environ de la volatilité de la production industrielle et de l'inflation.

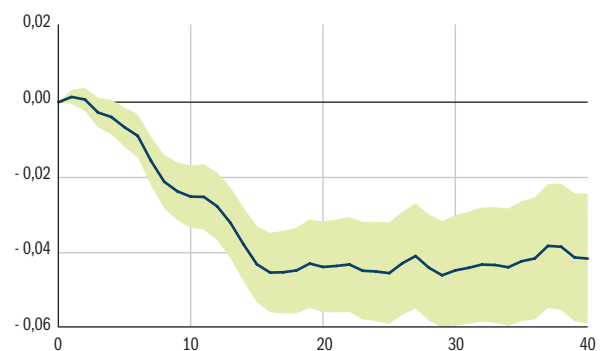
### G1 Impact moyen d'un choc de politique monétaire restrictive – VAR à quatre variables (production, M2, IPC, muette)

(en abscisse : mois)

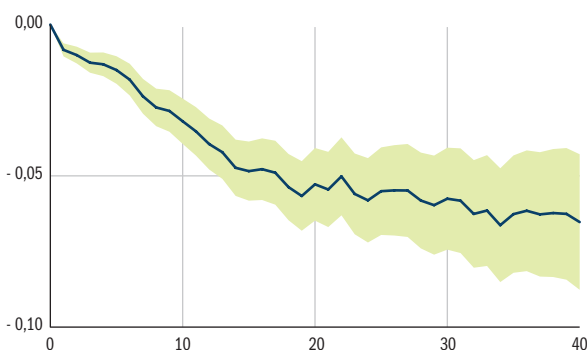
a) Choc → production industrielle



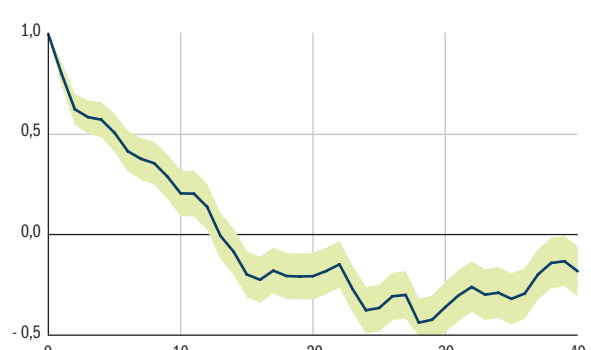
c) Choc → niveau des prix



b) Choc → masse monétaire



d) Choc → choc



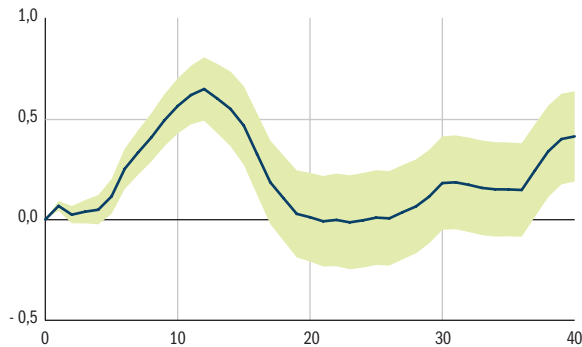
■ Intervalle de confiance, 68 %    — Réponse au choc

Note : Dans le graphique 1, le graphique du côté inférieur droit illustre l'impact d'un choc sur la variable muette (choc restrictif) sur une variable continue latente représentant l'orientation de politique monétaire générée de façon endogène dans la VAR. Au début du choc, la variable est égale à 1, comme la variable muette. Après douze mois environ, l'effet disparaît.

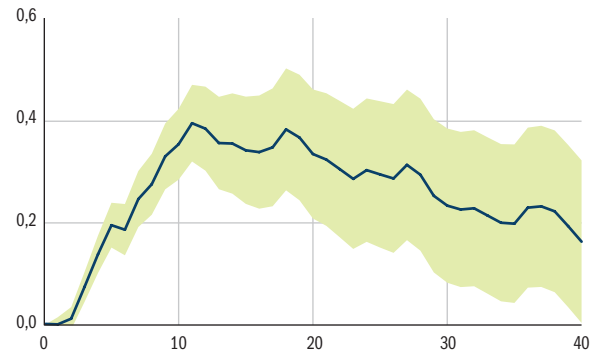
## G2 Impact moyen d'une hausse du taux d'escompte français VAR à quatre variables (production, M2, IPC, taux d'escompte de la Banque de France)

(en abscisse : mois)

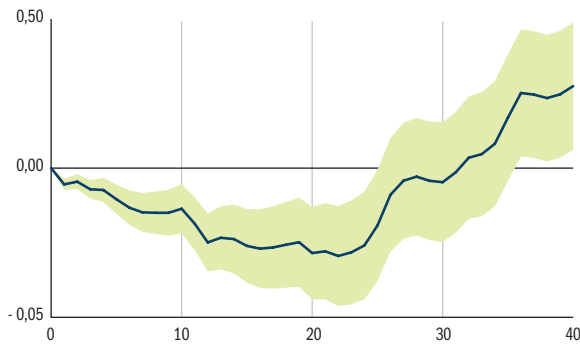
a) Taux d'escompte -> production



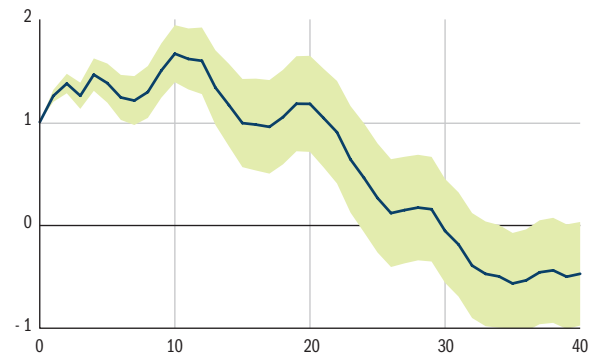
c) Taux d'escompte -> niveau des prix



b) Taux d'escompte -> masse monétaire



d) Taux d'escompte -> taux d'escompte



■ Intervalle de confiance, 68 %    — Réponse au choc

Inversement, une hausse du taux d'escompte (le taux directeur de la Banque de France) n'a eu aucun impact significatif sur la production, les prix ou l'offre de monnaie (cf. graphique 2). Une augmentation du taux d'intérêt ne constituait donc pas une politique monétaire restrictive. Dans une telle économie, caractérisée par des taux réglementés et par des contrôles quantitatifs omniprésents, mesurer l'orientation de la politique monétaire par un taux d'intérêt donne clairement lieu à des interprétations erronées.

### Des leçons pour la situation actuelle

Les résultats montrent que les contrôles quantitatifs peuvent fonctionner et avoir un impact sur la production et sur les prix. Il est toutefois difficile de tirer de l'histoire des leçons applicables aux politiques macroprudentielles actuelles (Kelber et Monnet, 2014). La mise en œuvre des politiques françaises des années cinquante et soixante,

au sein du système de Bretton Woods, s'effectuait dans un contexte de systèmes financiers très réglementés au niveau national et relativement peu ouverts, dans lequel un excès de crédit se traduisait d'abord par des poussées inflationnistes plutôt que par une crise bancaire ou financière (Monnet, 2013, 2015 ; Reinhart et Sbrancia, 2015). Les instruments quantitatifs de politique monétaire étaient souvent associés aux contrôles des capitaux et pouvaient donc cibler spécifiquement le secteur bancaire. Surtout, les objectifs des contrôles du crédit, et plus généralement les objectifs et la nature de l'activité de banque centrale, étaient très différents de la situation actuelle en Europe. Si les instruments aujourd'hui associés à la politique macroprudentielle ont été utilisés dans le passé, ils poursuivaient souvent des objectifs très éloignés des objectifs actuels. Des instruments quantitatifs de contrôle du crédit, de la liquidité bancaire ou des critères d'octroi de crédit ont été utilisés à des fins combinées de politique monétaire (contrôle de l'inflation), industrielle ou commerciale



et de contrôle prudentiel. Les banques centrales maintenaient une déconnexion entre les quantités et les prix, ainsi que des taux d'intérêt qui n'étaient pas à l'équilibre, afin d'influencer directement l'allocation du crédit dans l'économie planifiée (Monnet, 2013). Cela étant, l'expérience historique montre bien que la mise en œuvre de contrôles quantitatifs (comprenant les instruments désignés maintenant comme « macroprudentiels ») peut avoir un impact significatif sur la création de monnaie et sur l'inflation (notamment quand le niveau de désintermédiation bancaire est faible). La substitution des actifs était essentielle pour le fonctionnement des instruments quantitatifs et la plupart des débats au sein des banques centrales à cette époque portaient sur les complémentarités entre la liquidité et les instruments de crédit. Des échos de ces débats se font ainsi actuellement entendre dans les interrogations suivantes : quel sera l'effet des facilités de prêt sur la demande agrégée en fonction du type d'actifs que les banques vont acheter (c'est-à-dire comment décourager les banques d'utiliser de la monnaie de banque centrale bon marché pour acheter des obligations souveraines ou pour alimenter des bulles immobilières) ? Les instruments de la réglementation bancaire (les ratios de liquidité) complètent-ils les mesures de politique monétaire ou s'opposent-ils à elles ?

De nouvelles questions se posent lorsque les taux d'intérêt ne sont plus le principal instrument de la politique monétaire : les façons de mesurer (et d'annoncer) l'orientation de la politique monétaire, ainsi que les stratégies adoptées en vue de préserver l'efficacité de la politique monétaire sont très différentes de ce qu'elles sont en période de politique conventionnelle. L'un des défis majeurs des politiques non conventionnelles fondées sur les contrôles quantitatifs est de savoir comment préserver l'efficacité de la politique monétaire (et donc comment s'adapter à la fois à l'innovation financière et aux réactions des banques) sans rendre les instruments et les annonces de la banque centrale excessivement complexes.

## Bibliographie

### Borio (C.) (2011)

« *Implementing a macroprudential framework: blending boldness and realism* », *Capitalism and Society*, 6(1).

### Christiano (L.), Eichenbaum (M.) et Evans (C.) (1999)

« *Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?* » dans *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, p. 65-148.

### Eichengreen (B.) (2008)

« *The European economy since 1945: coordinated capitalism and beyond* », Princeton University Press.

### Friedman (M.) et Schwartz (A.) (1963)

« *A monetary history of the United States, 1867-1960* », Princeton University Press.

### Galati (G.) et Moessner (R.) (2013)

« *Macroprudential policy – a literature review* », *Journal of Economic Surveys*, 27(5), p. 846-878.

### Kelber (A.) et Monnet (E.) (2014)

« *Politiques prudentielles et instruments quantitatifs : une perspective historique européenne* », *Revue de la stabilité financière*, n° 18, p. 165-174.

### Monnet (E.) (2013)

« *Financing a planned economy. Institutions and credit allocation in the French golden age of growth (1954-1974)* », *Berkeley Economic history Lab working paper* n° 2.

### Monnet (E.) (2014)

« *Monetary policy without interest rates. Evidence from France's Golden Age (1948-1973) using a narrative approach* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, octobre, 6(4): 137-169.

### Monnet (E.) (2015)

« *The diversity of monetary and credit policies in Western Europe under the Bretton Woods system* », à paraître dans *Central Banks and the Nation State*, édité par Olivier Feiertag et Michel Margairaz, Presses de Sciences Po, Mission historique de la Banque de France.

### Reinhart (C. M.) et Sbrancia (M.B.) (2015)

« *The liquidation of government debt* », *Economic Policy*, vol. 30(82), p. 291-333.

### Romer (C.) et Romer (D.) (1989)

« *Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz* », *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press.

### Sims (C. A.) (1992)

« *Interpreting the macroeconomic time series facts. The effects of monetary policy* », *European Economic Review* n° 36, p. 975-1011.

#### Éditeur

Banque de France

#### Réalisation

Direction de la Communication

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Janvier 2016

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

#### Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ