Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 15 (1957)

Heft: 1

Artikel: Evolution de la politique monétaire anglaise

Autor: Goetschin, Pierre

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-134836

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 16.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Evolution de la politique monétaire anglaise

par PIERRE GŒTSCHIN
Docteur ès sciences politiques

Durant ces cinq dernières années, la politique monétaire est redevenue, dans maint pays, l'un des principaux instruments utilisés par les autorités pour régulariser l'activité économique. La plupart des banques centrales se proposent à nouveau d'influencer la conjoncture, par des variations du volume de la monnaie et du taux d'intérêt, afin de prévenir aussi bien son emballement que son effondrement.

La Grande-Bretagne n'a pas été la première à revenir à une forme de contrôle monétaire abandonnée depuis la grande crise mondiale, mais c'est sans doute elle qui a remis en vigueur avec le plus d'éclat, dès novembre 1951, les méthodes classiques du taux de l'escompte et de l'« open market » [1]. A ce titre déjà, son expérience vaut la peine d'être étudiée, mais d'autres raisons justifient un examen de la politique monétaire anglaise. Il est, en particulier, indéniable que la Cité, malgré la détérioration de la situation économique et financière de l'Angleterre, demeure le second marché monétaire mondial quant aux moyens mis en œuvre, tandis que plus de la moitié du commerce international est encore financée en livres sterling. L'avenir de la monnaie anglaise et les efforts de la Grande-Bretagne pour en assurer la stabilité ne peuvent laisser indifférente aucune économie participant, avec tant soit peu d'intensité, aux échanges internationaux et qui, de ce fait, est tenue de maintenir à Londres d'importantes réserves de liquidité en sterling.

Il convient, en outre, de rappeler que c'est en Grande-Bretagne que la politique du taux de l'escompte a atteint, au début de ce siècle, son plus haut degré de perfectionnement. Toutefois, c'est dans ce même pays que se sont élevées les critiques les plus virulentes au sujet des conceptions monétaires orthodoxes, et cela tout particulièrement sous la plume de Keynes, qui a sévèrement condamné le mécanisme du taux de l'escompte, parce qu'il n'était efficace qu'en suscitant du chômage [2]. Le gouvernement britannique ayant assumé, aux termes du livre blanc de 1944 [3], la responsabilité du maintien du plein-emploi de la main-d'œuvre, on est naturellement porté à se demander comment il peut concilier la réalisation de cet objectif fondamental avec l'usage

---

[1] La Belgique a modifié son taux d'escompte depuis 1946, l'Italie depuis 1947 et l'Allemagne depuis 1948. En mars 1951, le Trésor américain et le Federal Reserve System ont passé un accord relatif à la cessation du soutien officiel des fonds d'Etat, ce qui a mis fin au « stable bond market », caractérisé par un taux fixe à long terme de 2 ½ %.

[2] *Cf. Théorie générale*, p. 352.

[3] *White Paper on Employment Policy*, mai 1944, Cmd. 6527.

d'une technique monétaire réputée provoquer des effets diamétralement opposés au but recherché.

Pour voir clair dans les objectifs et les méthodes de la politique monétaire anglaise contemporaine, il convient d'interroger le passé afin de faire ressortir combien le milieu, les buts et les moyens se sont transformés depuis le début du siècle. L'on a fréquemment prétendu que Londres s'était engagé, en 1951, sur la voie de l'orthodoxie classique ; ce n'est pas le cas et il nous faut montrer que la politique monétaire actuelle, tout en étant une nécessité, se déroule dans des conditions très différentes d'autrefois, qu'elle est plus complexe et plus limitée, et, qu'enfin, elle ne se conçoit pas sans une coordination avec d'autres mesures de stabilisation.

a) *La politique monétaire orthodoxe*

La politique du taux de l'escompte peut être brièvement définie comme la modification des conditions de coût pour l'obtention de liquidités additionnelles auprès du créateur de monnaie légale, la banque centrale. Avant 1914, la Banque d'Angleterre ne manipulait son « Bank Rate », dans le cadre du mécanisme de l'étalon-or, que pour rétablir l'équilibre de la balance des paiements et pour défendre ses réserves d'or et la parité de la livre. Les opérations d'« open market » servaient à rendre effectif le taux officiel.

Quatre conséquences étaient attendues de la hausse du « Bank Rate » :

1. Une baisse des prix intérieurs due au renchérissement de l'argent à court terme : les commerçants, qui finançaient leurs stocks au moyen d'effets de commerce, étaient contraints, pour ne pas accroître leurs charges, de liquider ces stocks ou de restreindre leurs commandes ; il en résultait, d'une part des baisses de prix stimulant les exportations et, d'autre part une réduction des importations ; la balance commerciale devenait plus favorable.
2. Une importation de capitaux étrangers, attirés par les taux plus hauts de Londres.
3. Une réduction des emprunts étrangers à Londres, en raison du renchérissement de l'intérêt [1].
4. L'arrêt de la sortie de capitaux nationaux ou étrangers se portant de Londres vers d'autres marchés.

Le mécanisme jouait grâce à l'incidence du taux d'intérêt sur le comportement des individus ; jusqu'en 1914, ce sont surtout les trois derniers effets qui se sont produits. Londres était le plus grand créancier et exportateur de capitaux ; la Cité était le dépositaire des liquidités internationales du fait de la confiance qu'inspirait le sterling. La hausse du taux à court terme encourageait donc rapidement les capitaux à rester ou à revenir à Londres et freinait les prêts britanniques à l'extérieur. Ces réactions étaient, d'ordinaire, suffisantes pour ramener à bref délai les réserves métalliques au niveau convenable.

[1] Les émissions étrangères représentaient alors le 80 % du total ; les industries anglaises, recourant surtout à l'autofinancement, n'étaient pas très affectées par les variations du taux d'intérêt.

L'élévation du « Bank Rate » n'avait pas besoin de durer très longtemps et la Banque d'Angleterre pouvait se contenter d'un faible stock d'or.

Les adaptations nécessitées par les fluctuations des réserves britanniques n'avaient, par conséquent, que peu de répercussions sur l'économie nationale, mais elles affectaient, en revanche, la balance des paiements des pays en relation avec la Grande-Bretagne. Au surplus, les effets que pouvait avoir la hausse du « Bank Rate » à l'intérieur du pays étaient rendus supportables par la flexibilité des coûts ; les variations des salaires dans le sens de la baisse tendaient à limiter le chômage qu'aurait pu entraîner la déflation. L'efficacité du « Bank Rate » découlait ainsi de la suprématie de Londres, qui était en mesure de reporter sur les autres économies la charge de rétablir l'équilibre.

Après 1918, la situation est différente : l'économie britannique n'est plus dominante ; son statut de créancier et d'exportateur de capitaux est amoindri ; la livre est concurrencée par le dollar et ne suscite plus la même confiance. La hausse du taux de l'escompte ne conduit plus au rétablissement automatique de l'équilibre par le mouvement des capitaux, car il y a moins de fonds britanniques disponibles pour l'exportation et les capitaux étrangers, plus avides de sécurité que de rendement, se laissent moins aisément convaincre par le taux d'intérêt.

La politique de redressement de la livre à sa parité-or d'avant-guerre exigea, dès 1922, le maintien d'un « Bank Rate » élevé, en vue d'attirer des capitaux de New York, et cela pendant des durées beaucoup plus longues qu'autrefois, précisément en raison de la lenteur des réactions traditionnelles [1]. La politique monétaire se proposa non seulement d'influencer les mouvements de capitaux, mais aussi les prix anglais, afin de les maintenir au-dessous des prix américains. Les coûts étant beaucoup plus rigides, le renchérissement de l'argent n'aboutit qu'à accroître les prix de revient de l'industrie d'exportation, qui fut obligée de licencier sa main-d'œuvre, parce qu'elle ne pouvait plus faire face à la compétition dans les marchés internationaux déprimés.

Les autorités anglaises ont commis l'erreur d'utiliser le « Bank Rate » pour défendre, par la déflation, une valeur extérieure surfaite de la livre, au moment où l'économie se débattait dans de grandes difficultés. La hausse du taux de l'escompte en période de dépression était d'ailleurs une entorse aux principes de la Banque d'Angleterre qui, dans de telles circonstances, abaissait généralement son « Bank Rate » [2]. C'est parce qu'elle était mal adaptée aux exigences de la conjoncture économique que la politique monétaire s'est soldée par la chute retentissante de la livre en septembre 1931 et par un chômage massif, atteignant le 20 % environ de la population active.

Néanmoins, la liaison de cause à effet entre le « Bank Rate » et le chômage fut, depuis lors, si ancrée dans les esprits que, dans les vingt années postérieures, la question de manipuler le taux d'intérêt n'entra pas en ligne de compte.

---

[1] De 1914 à 1932, la Banque d'Angleterre ne modifia que 34 fois son taux d'escompte, contre 68 changements entre 1906 et 1914 ; alors que de 1904 à 1913, la moyenne annuelle du « Bank Rate » n'atteignit jamais 5 %, elle monta jusqu'à 6 ½ % en 1920 et fluctua entre 4 et 5 ½ % de 1924 à 1929.

[2] Dans *The Art of Central Banking* (p. 210), Hawtrey relève que depuis 1844, la Banque d'Angleterre avait toujours abaissé son taux en période de dépression.

b) *La politique monétaire d'argent à bon marché (cheap money policy)*

L'abandon de l'étalon-or et de son automatisme laissa les autorités anglaises dépourvues de règles d'action ; c'est par accident que le Trésor, responsable dorénavant de la politique monétaire, adopta le « cheap money ». Sitôt après la dévaluation de la livre, les fonds étrangers affluèrent à Londres. Pour empêcher une hausse inopportune du cours, maintenant flottant, du sterling, qui aurait privé l'exportation des avantages de la dévaluation, la Banque d'Angleterre, par un réflexe encore classique, réduisit progressivement son taux d'escompte de 6 à 2 ½ %. C'est donc sur le marché des changes que débuta l'expérience de « cheap money ».

La seconde étape fut la conversion au taux de 3 ½ % de £ 2 milliards de 5 % War Loan, opération suscitée elle aussi par une préoccupation orthodoxe du Trésor : l'équilibre budgétaire, que l'on désirait faciliter en réduisant le service de la dette [1]. Pour mener à chef cette impressionnante conversion, le « Bank Rate » fut abaissé à 2 %, taux qui subsista jusqu'en 1951, avec un seul écart en 1939. Afin de faire pression sur toute la structure des taux d'intérêt, le système bancaire fut encouragé à acquérir des fonds d'Etat ; la Banque d'Angleterre, par l'« open market », suscita une forte expansion des encaisses, provoquant une augmentation des dépôts de £ 300 millions (+ 18 %) entre mars et décembre 1932. En une année, le taux à court terme tomba de 5 ½ % à 1 %, et celui à long terme de 4 ½ % à 3 ½ %.

Ce n'est qu'après la réussite de la conversion que le gouvernement se convainquit que la baisse de l'intérêt et l'abondance monétaire pourraient permettre de tirer l'économie de son marasme, le taux bas de l'argent devant en particulier stimuler les investissements. Il n'apparaît pas cependant, qu'après 1932, les autorités aient entrepris avec vigueur une compression plus marquée de l'intérêt qui aurait été aisée du fait de la tendance naturelle à la baisse des taux. L'émission monétaire fut beaucoup plus modérée et la politique de conversion de la dette, qui fut rondement menée, eut plutôt pour conséquence de maintenir l'intérêt à long terme plus élevé qu'il aurait pu être [2].

Malgré le caractère restreint de la politique de « cheap money », il n'en reste pas moins que l'intérêt fut sensiblement plus bas que durant les périodes précédentes. Toutefois, son influence sur les investissements et la reprise de l'activité économique fut décevante. Le peu de réaction suscité par la baisse de l'intérêt fit douter de son efficacité comme régulateur chargé de remettre dans le circuit le capital inemployé [3]. L'on dut se convaincre que le taux d'intérêt n'était qu'un des facteurs commandant les investissements et que les décisions d'investir se prenaient surtout en fonction des perspectives de profits futurs, elles-mêmes déterminées par les prévisions relatives à l'évolution de la

[1] La conversion du War Loan devait réaliser une économie brute d'intérêt de £ 30 millions.

[2] Les autorités n'ont pas poussé plus à fond le « cheap money » par crainte de l'inflation et par peur de voir la balance des paiements se détériorer sérieusement ; en un sens donc le taux d'intérêt a continué d'être manipulé en fonction des changes, alors que cela ne sera plus le cas de 1939 à 1951.

[3] Le « boom » de la construction qui est à l'origine de la reprise anglaise de 1933 n'eut pas pour cause la baisse de l'intérêt qui, cependant, fut une des conditions qui le rendit possible.

demande effective. Or, en période de forte dépression, la carence de la demande est telle qu'elle annule toute influence de l'intérêt. La politique monétaire est alors impuissante, à moins qu'elle ne soit accompagnée de mesures énergiques, comme des investissements publics, financés par le déficit budgétaire et l'émission de monnaie, qui affectent directement l'état de la demande et les perspectives de profits.

Les résultats désappointants du « cheap money » et l'impression que le taux d'intérêt n'avait pas l'importance que lui prêtaient les économistes classiques, cristallisèrent un courant d'opinion selon lequel la seule chose que l'on pouvait faire avec l'intérêt était de le réduire jusqu'à l'éliminer.

Le financement de guerre illustre cette conception. Tandis qu'en 1914-1918, le Trésor s'était procuré des fonds sur le marché national et à l'étranger en payant un intérêt toujours plus élevé, c'est l'inverse qui se produisit en 1939-1945. Des contrôles physiques (rationnement, allocation des ressources par licences, etc.) continrent la demande excédant la capacité de production et prévinrent l'inflation. Les capitaux monétaires, extraits du circuit économique, se concentrèrent dans les marchés financiers, où l'Etat les absorba à des taux d'intérêt en baisse [1]. Le système bancaire put créer, sans danger sérieux, les liquidités nécessaires pour maintenir ces taux, de façon permanente, à un niveau bas. La Banque d'Angleterre stabilisa le taux des Bons du Trésor à 1 % [2], en se déclarant prête à acheter ou à vendre à ce taux n'importe quelle quantité de Bons qui lui seraient offerts ou demandés par le marché et par les banques. Ainsi, la banque centrale assurait une liquidité automatique aux établissements de crédit, qui purent souscrire sans difficulté aux émissions publiques ; ce faisant, elle renonçait à tout contrôle de la masse monétaire par les méthodes usuelles. Le taux directeur devint celui des Bons du Trésor et non plus le « Bank Rate », dorénavant purement symbolique. Le taux d'intérêt ne joua plus aucun rôle comme régulateur de l'économie.

Cependant, des limitations furent imposées au crédit bancaire au moyen de contrôles qualitatifs (ou sélectifs) des avances, revêtant la forme d'injonctions, de caractère très général, adressées aux banques pour les inviter à respecter, dans l'octroi des prêts, certaines priorités, et à restreindre les opérations spéculatives. Ces dispositions exceptées, la politique monétaire a été passive durant la guerre, la direction de l'économie incombant entièrement aux contrôles physiques.

Ces méthodes de financement ayant réussi [3], il est compréhensible que les autorités aient voulu les appliquer aussi dans l'après-guerre. La principale raison invoquée, à cet égard, fut l'impossibilité de revenir immédiatement au mécanisme du marché et à une politique monétaire active, étant donné la

[1] L'énorme dette publique de la dernière guerre a été contractée à un taux moyen de 2 ½ %, contre 5 % en 1914-18.

[2] Ce taux aurait pu être fixé plus bas sans difficulté, mais les autorités s'y refusèrent afin de dédommager les Etats, qui faisaient crédit à la Grande-Bretagne et acceptaient de détenir à Londres des liquidités pratiquement bloquées, mais investies en Bons du Trésor.

[3] La dette anglaise a passé de 153 % du revenu national en 1939 à 275 % en 1945, mais son service n'a progressé que de 4 % à 5 % du revenu national dans le même temps. En 1939, le service de la dette absorbait 21 % des recettes fiscales ; en 1945, ce coefficient est tombé à 15 %.

formidable demande potentielle contenue par les contrôles [1]. En outre, il fallait financer un vaste programme d'investissements (dont la construction de logements), réduire le plus possible le service de la dette, préparer des conversions dans de bonnes conditions, et enfin atténuer la charge d'intérêt sur l'endettement extérieur britannique de manière à alléger la balance des paiements courants. Il convient de relever aussi que les autorités ont abordé les problèmes d'après-guerre avec la volonté de réaliser à tout prix le plein-emploi. Leurs décisions ont été fortement imprégnées de cette préoccupation et le « cheap money » a été considéré comme l'un des moyens propres pour prévenir toute récession éventuelle de la demande effective [2].

Ces considérations peuvent expliquer que le chancelier travailliste Dalton non seulement ait désiré conserver la structure des taux d'intérêt héritée de la période de guerre, mais qu'il se soit décidé à l'abaisser plus encore. Les années 1945 à 1947 sont caractérisées par une tentative de forcer le taux à long terme de 3 % à 2 ½ % et de réaliser ce que l'on a appelé l'« ultra cheap money ».

Il est impossible de s'arrêter aux détails de l'expérience Dalton [3] ; il suffit de souligner son aspect paradoxal et ses conséquences. Alors que l'économie anglaise souffrait d'un grave déséquilibre entre le volume des disponibilités monétaires et sa capacité de production, le chancelier n'hésita pas à susciter, par des opérations d'« open market », une expansion des dépôts bancaires de l'ordre de £ 900 millions (+ 20 %), en un peu plus d'une année, afin de permettre au système bancaire d'acquérir des fonds d'Etat et de faire monter leur cours. En dépit des efforts déployés, le taux d'intérêt à long terme ne se maintint que peu de temps à 2 ½ % ; plus le taux baissait, et plus la préférence du public pour la liquidité devenait grande ; la vente de titres par les institutions non-bancaires et par le public ne tardèrent pas à s'effectuer à un rythme plus précipité que l'émission de monnaie et l'achat de titres par les banques [4]. La poursuite de l'objectif visé aurait pu conduire au rachat, à la « monétisation », de toute la dette nationale par le système bancaire. Les autorités prirent peur et mirent un terme à l'expérience.

La politique d'« ultra cheap money » impliquait à un degré plus marqué que pendant la guerre l'abandon du contrôle de la masse monétaire, et cela au moment où la consommation et l'investissement dépassaient considérablement la production nationale. Les mesures administratives destinées à maintenir le difficile équilibre entre l'offre et la demande présentaient des fissures toujours plus manifestes ; les contrôles sélectifs des avances bancaires étaient neutra-

[1] L'inflation « contenue » peut être mesurée grossièrement comme suit : en 1938, la masse monétaire correspondait à 28 % du revenu national ; si ce coefficient avait encore prévalu en 1946, la masse monétaire aurait dû s'élever à £ 2,78 milliards alors qu'en réalité elle se chiffrait à £ 4,96 milliards ou 50 % du revenu national. La différence, soit environ £ 2 ½ milliards, représente l'excès de monnaie que devaient contenir les contrôles physiques.

[2] La baisse de l'intérêt était aussi considérée comme une manière de redistribuer le revenu national au détriment des capitalistes ; c'est l'« euthanasie du rentier » de Keynes.

[3] *Cf.* H. Dalton : *Principles of Public Finance*, 1954.

[4] Le public n'ayant pu être persuadé que le taux de 2 ½ % serait durable, il s'empressa de liquider son portefeuille pour matérialiser les bénéfices réalisés et se garantir contre une baisse future des cours. Le fait que, contrairement à 1932, la tendance naturelle de l'intérêt ait été à la hausse en 1945, a sérieusement handicapé le chancelier Dalton.

lisés par l'abondance des liquidités. Ainsi une quantité croissante de pouvoir d'achat passait dans le marché des biens, y alimentant la hausse des prix. L'expansion de la demande interne, amplifiée par l'élasticité de l'émission de monnaie, détournait vers la consommation un volume élevé de biens qui auraient dû prendre le chemin de l'exportation, et provoquait une augmentation rapide des importations ; l'aisance monétaire et le taux très bas de l'intérêt favorisaient des investissements excessifs, destinés surtout à satisfaire des besoins internes. La balance des paiements courants s'en ressentit bientôt, d'autant plus que le « cheap money » s'étant répandu dans toute la zone sterling, l'excès de la demande y était général. Le déficit de la balance des paiements anglaise passa de £ 298 millions en 1946 à £ 443 millions en 1947 [1], tandis que les réserves d'or et de dollars, déjà insuffisantes, baissèrent de $ 2696 millions en décembre 1946 à $ 2079 millions en décembre 1947 [2]. L'échec de la tentative de convertibilité de la livre, en juillet 1947, doit être en partie attribué à l'incapacité d'accumuler un volume adéquat de réserves de change, par suite des pressions inflationnistes encouragées par l'argent ultra bon marché. De 1932 à 1945, la politique de « cheap money » avait pu se dérouler dans une économie repliée sur elle-même ; l'équilibre de la balance des paiements avait été réalisé par la liquidation progressive de placements extérieurs, puis par l'aide étrangère. Après la guerre, l'Angleterre appauvrie dut équilibrer ses paiements extérieurs et rembourser ses dettes sur la base de sa production courante. La crise de la convertibilité vint lui rappeler avec brutalité que la stabilité de ses rapports avec le monde extérieur dépendait dans une large mesure de ses conditions économiques internes. La politique monétaire ne pouvait plus ignorer la balance des paiements.

Le chancelier Cripps donna une nouvelle orientation à la politique économique. L'« ultra cheap money » fut abandonné dans le marché à long terme et le taux monta sensiblement à partir de 1947. La Banque d'Angleterre continua néanmoins à stabiliser le taux des Bons du Trésor à ½ %, se privant toujours du contrôle de la masse monétaire.

Les restrictions d'importation et les contrôles sélectifs des avances bancaires furent renforcés, mais la lutte antiinflationniste s'engagea principalement au moyen de la fiscalité. Un surplus budgétaire substantiel devait provoquer une ponction dans la masse monétaire [3], tandis que par une judicieuse adaptation des impôts particuliers, tels que la « purchase tax » [4], la consommation

[1] Le déficit des paiements courants, qui aurait dû provoquer une contraction de la masse monétaire, fut compensé par l'émission de monnaie fraîche pour couvrir des dépenses publiques.

[2] A fin 1938, les réserves d'or se montaient à $ 3000 millions, équivalant à plus de 100 % de l'endettement extérieur britannique à court terme. En 1947, les réserves d'or et de dollars ne représentaient plus que 15 % de l'endettement à court terme. En 1938, la réserve d'or correspondait à une année d'importations ; en 1947, à deux mois d'importations.

[3] Les bonis budgétaires se sont élevés respectivement à £ 352 millions en 1948-49, à £ 62 millions en 1949-50 et à £ 248 millions en 1950-51. Ces surplus ont servi principalement à diminuer la dette flottante auprès du système bancaire, ce qui équivalait à une annulation de dépôts bancaires.

[4] La « purchase tax », introduite en 1940, a été l'un des principaux moyens fiscaux de lutte contre l'inflation. *Cf. Midland Bank Review*, « Purchase Tax, a means of revenue and an instrument of policy », novembre 1952.

privée était restreinte au profit d'épargnes publiques servant au financement des industries nationalisées ou d'autres investissements.

Jusqu'en 1950, cette méthode semble avoir atténué l'inflation, bien qu'elle n'ait pas pu éviter la dévaluation de la livre en 1949 et qu'en raison des difficultés de prévision, le budget se soit révélé un instrument peu aisé à manier. La balance des paiements courants fut équilibrée en 1948 et accusa un boni de £ 31 millions en 1949 et de £ 300 millions en 1950 ; les réserves d'or et de dollars s'élevèrent cette dernière année à $ 3300 millions représentant plus de 30 % de l'endettement extérieur à court terme.

Cependant la politique monétaire de soutien du taux à court terme annula en partie l'influence du budget, la Banque d'Angleterre assurant à l'économie une grande liquidité par le réescompte automatique à ½ % des Bons du Trésor, ce qui conférait à ces derniers un caractère monétaire prononcé. Les banques qui disposaient d'un important portefeuille de Bons du Trésor et qui ne craignaient pas de manquer de disponibilités, purent satisfaire sans peine la demande pressante de crédit ; de 1947 à 1950, les avances s'élevèrent de £ 1100 millions à £ 1600 millions malgré les contrôles sélectifs ; la liquidité bancaire de seconde ligne (« liquidity ratio »), qu'il ne faut pas confondre avec le coefficient d'encaisses (« cash ratio ») de 8 %, atteignit 39 % des dépôts au lieu des 30 % usuels, ce qui laissait une marge d'expansion du crédit encore substantielle.

La contradiction apparente entre les mesures fiscales et monétaires a, sans doute, été intentionnelle. Préoccupé du plein-emploi, le chancelier ne voulut pas d'une déflation ; il se serait efforcé, en combinant l'aisance monétaire à la rigueur budgétaire, de maintenir la demande globale toujours légèrement supérieure à l'offre, sans cependant lâcher la bride à l'inflation [1].

c) *Le retour à une politique monétaire active*

Dès juin 1950, la guerre de Corée bouleversa ce fragile équilibre ; la demande interne s'accrut rapidement durant 1951, par suite, entre autres, de la constitution de stocks. L'inflation réapparut, stimulée par la grande liquidité de l'économie [2] et par la hausse des prix des importations. Le coût de la vie monta brusquement ; la balance des paiements courants se détériora et accusa un déficit de £ 403 millions en 1951 ; les réserves d'or et de dollars déclinèrent de $ 3870 millions en juin 1951 à $ 1685 millions en juin 1952.

L'opposition générale à la réintroduction de contrôles physiques, leur inefficacité [3], ainsi que l'impossibilité d'obtenir des effets modérateurs d'une

[1] La politique de Cripps a été qualifiée de « disinflationary » pour bien souligner qu'il ne s'agissait pas de déflation.

[2] En 1950, la masse monétaire globale représentait 40 % du revenu national contre 28 % en 1938. Le volume des actifs liquides facilement transformables en monnaie (Bons du Trésor, fonds d'Etat à court terme) était aussi beaucoup plus grand qu'avant-guerre.

[3] Les restrictions d'importations peuvent rétablir temporairement l'équilibre de la balance des paiements courants, mais elles sont incapables de limiter la demande interne. Au contraire, en diminuant l'afflux de biens, elles sont en un sens un facteur d'inflation. La même remarque vaut pour le rationnement qui n'élimine pas la demande excédentaire, mais ne fait que la contenir.

fiscalité déjà très lourde [1], ne laissaient d'autre alternative au gouvernement, pour essayer d'enrayer la hausse des prix, et d'arrêter l'effondrement des réserves, que d'exercer un contrôle plus strict de la masse monétaire et de mettre fin au mécanisme de support des taux à court terme, qui avait assuré jusqu'alors une liquidité automatique à l'économie.

L'« Economic Survey » de 1955 a relevé que « le changement le plus significatif dans la politique monétaire, depuis le début de la guerre, eut lieu le 7 novembre 1951, lorsque des mesures furent prises pour conférer aux autorités un contrôle plus étendu sur le volume du crédit, afin de les aider à réaliser la « désinflation » requise par l'état de l'économie ». Le chancelier conservateur Butler porta le « Bank Rate » de 2 % à 2 ½ %, puis à 4 % en mars 1952. De novembre 1951 à juin 1952, le taux des Bons du Trésor s'éleva de ½ % à 2 % et celui des Consolidés de 3,90 % à 4 ½ %. La Banque d'Angleterre cessait donc, en principe, le soutien des taux à court terme à un niveau très bas.

A côté de la hausse du « Bank Rate », les autorités contractèrent directement les liquidités bancaires en consolidant (« funding ») une importante fraction des Bons du Trésor détenus par les banques ; la « liquidity ratio » fut abaissée de 39 % des dépôts à 33 %. Le chancelier adressa aussi une requête pressante aux banques pour qu'elles se montrent plus sévères dans l'octroi de crédits et qu'elles respectent mieux les priorités indiquées par le gouvernement, de manière à diminuer les prêts spéculatifs et à favoriser les industries d'exportation. La nouvelle politique monétaire était donc composite : le recours orthodoxe au « Bank Rate » était complété par une opération inhabituelle de « funding », et par le renforcement des contrôles qualitatifs des avances, dont avaient usé les chanceliers travaillistes [2].

Cette attaque sur différents fronts semble avoir été inspirée par le souci de ne pas élever trop les taux d'intérêt, afin de ne pas surcharger le budget, de ne pas alourdir le service de la dette extérieure [3] et probablement aussi par la crainte de déclencher une déflation cumulative difficile à arrêter. A 4 %, le « Bank Rate » n'était pas un taux de crise [4], d'autant plus qu'il n'était pas effectif, la Banque ayant introduit un taux spécial, dit « advances rate », applicable à des prêts à 7 jours contre garantie en Bons du Trésor, et qui fut successivement de 2 % et de 3 ½ %. En outre la Banque d'Angleterre, par des opérations d'« open market », stabilisa, aux environs de 2 %, le taux des Bons du Trésor sur le marché. Une différence aussi grande que 2 % entre ce taux et celui du « Bank Rate » était l'indice que le mécanisme de contrôle traditionnel n'était pas intégralement rétabli. Aussi, ne fut-ce qu'à de rares occasions que

[1] L'effet antiinflationniste du budget, même suréquilibré, était atténué par le volume même de la taxation (40 % du revenu national), qui décourageait les efforts et ralentissait la production. De toute manière, le rôle antiinflationniste du budget ne pouvait guère être important en période de réarmement et de grosses dépenses publiques.

[2] Pour le détail des mesures prises, *cf.* R.S. Sayers : « The development of British monetary policy, 1951 », Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, janvier-mars 1952, et « A second-year review of Mr. Butler's monetary policy », idem, avril-juin 1953.

[3] Le service de la dette extérieure s'est tout de même accru de £ 63 millions en 1952-53, en grande partie du fait de la hausse de l'intérêt.

[4] Le « Bank Rate » n'est jamais descendu au-dessous de 2 % ni monté au-dessus de 10 % ; on parle d'un taux de crise à partir de 6-7 %.

les « discount houses » durent recourir au réescompte auprès de la banque centrale.

L'action des autorités se caractérisa donc par une tentative de restreindre directement l'offre de crédit (availability of credit), par le « funding » et par les contrôles qualitatifs, plutôt que d'en limiter la demande par le renchérissement de l'intérêt (cost of credit). Comme il était cependant difficile de comprimer l'offre monétaire sans augmenter son coût, il fallait bien rendre plus flexible la structure des taux d'intérêt. On espérait aussi qu'une hausse modérée de l'intérêt contribuerait à freiner les investissements exagérés et à stimuler l'épargne. En tout cas, comme la hausse de l'intérêt entraînait une dépréciation des fonds d'Etat, on pouvait s'attendre à un resserrement de la liquidité dans l'économie, et surtout dans les banques, dont le portefeuille-titres dépassait 30 % des dépôts [1]. L'emploi du « Bank Rate » devait aussi exercer un effet psychologique sur les détenteurs étrangers de sterling, en leur montrant que la Grande-Bretagne ne laisserait pas se déprécier sa monnaie et qu'elle lutterait contre la spéculation, facteur permanent de l'épuisement des réserves et cause immédiate de la crise de la convertibilité de 1947 et de la dévaluation de 1949.

Les autorités anglaises ont tenté de ressaisir le contrôle de la monnaie, en préservant autant que possible le secteur public des conséquences de la hausse des taux d'intérêt et en reportant le poids des restrictions sur le secteur privé; elles se sont aussi efforcées de créer un climat psychologique de confiance.

Il est ardu d'isoler les effets de la nouvelle politique monétaire, d'une part en raison de la multiplicité des mesures prises, et d'autre part, parce que dès 1952, les prix internationaux ont évolué dans un sens favorable à la Grande-Bretagne, et que le stockage massif, qui avait déséquilibré la balance des paiements, a cessé. On doit, cependant, constater une baisse sensible des avances, qui sont tombées de £ 1953 millions en avril 1952 à £ 1749 millions en décembre de la même année, soit une baisse de £ 200 millions, ou 10 %, en huit mois, alors que de 1945 à 1951, les avances avaient augmenté de £ 1050 millions. Les contrôles qualitatifs et le « funding » ont, probablement, contribué autant, si ce n'est plus, que le taux d'intérêt lui-même à cette réduction [2]; les statistiques révèlent d'ailleurs une réorientation du crédit dans les différents secteurs de l'économie beaucoup plus conforme aux priorités fixées par le gouvernement.

Cette évolution satisfaisante a été pourtant en grande partie contrecarrée par la réapparition de déficits budgétaires [3], qui ont provoqué de nouvelles émissions de Bons du Trésor auprès du système bancaire ; en 1952, les dépôts ont finalement augmenté légèrement, tandis que la liquidité, malgré le « funding », remontait de 32 % en avril 1952 à 38 % en octobre, pour se maintenir

[1] Tant que le cours des fonds d'Etat était haut et stable, les banques pouvaient vendre des titres sans perte et utiliser les fonds correspondants à l'augmentation de leurs avances.

[2] Toutefois, le déclin des avances a été aussi la conséquence de la fin du stockage et de la baisse des prix mondiaux, qui sont dus pour une part à la hausse générale de l'intérêt et aux restrictions monétaires décrétées dans maints pays.

[3] Le déficit s'est monté à £ 436 millions en 1952-53, à £ 300 millions en 1953-54 et à £ 68 millions en 1954-55.

aux environs de 35 % en 1953 et 1954. Ainsi, tandis que sous le chancelier Cripps le « cheap money » compensait les effets déflationnistes du budget, sous Butler, c'est le budget qui a compensé l'action modérément déflationniste de la politique monétaire.

Bien que l'appréciation objective des mesures prises en 1952 soit difficile, il faut admettre que 1953 et 1954 ont été des années de lente normalisation. La balance des paiements courants a accusé des bonis de £ 242 millions en 1952, de £ 177 millions en 1953 et de £ 205 millions en 1954. Les réserves d'or et de dollars ont passé de $ 1685 millions en juin 1952 à $ 3017 millions en juin 1954 [1]. Prix et salaires sont demeurés relativement stables et le gouvernement put alléger la fiscalité et éliminer la plupart des contrôles physiques subsistants.

Le « Bank Rate » fut ramené à 3 ½ % le 17 septembre 1953 et à 3 % le 13 mai 1954, l'« advances rate » disparaissant. L'amélioration de la situation ressort de ce que le rapport entre la masse monétaire et le revenu national est descendu de 40 % en 1950 à 32 % en 1954, ce qui se compare aux 28 % de 1938 et indique une résorption assez considérable des liquidités excédentaires. Le cours de la livre s'est maintenu au-dessus de la parité de $ 2.80, tandis que le disagio du sterling transférable dans les marchés libres tombait de 12 % en 1952 à 3 % en 1953. En 1952, le chômage a passé de 280.000 personnes à 460.000, mais ce dernier chiffre ne représentait que 2 % de la population active ; en 1953-54, ce coefficient est revenu à 1 %, qui est un minimum pour assurer l'élasticité de l'offre de main-d'œuvre.

L'équilibre fut de courte durée ; dès la seconde moitié de 1954, la demande tendit à dépasser de nouveau l'offre ; durant 1955, bien que la production ait progressé de 5 %, le volume des investissements fixes s'accrut de 7 ½ % et les stocks augmentèrent de plus de £ 200 millions, alors qu'ils avaient plutôt décliné en 1953-54. Les revenus personnels nominaux se gonflèrent à raison de 8 % et les dépenses des consommateurs furent de 6 ½ % plus élevées qu'en 1954. Les rémunérations ayant augmenté plus rapidement que la production, l'indice du coût de la vie monta de plus de 5 %. La demande fut si considérable, qu'elle ne put être satisfaite par la production et par les importations additionnelles (+ 15 % en valeur), ce qui provoqua un allongement général des délais de livraison. Le « boom » des investissements fut tel, que l'autofinancement se révéla insuffisant : l'industrie dut procéder à de grosses émissions sur le marché des capitaux [2]. La pénurie de main-d'œuvre fut sérieuse et les salaires haussèrent en Grande-Bretagne plus vite que chez ses concurrents. La situation fut aggravée par le budget d'élection d'avril 1955, qui relâcha par trop la contrainte fiscale. Durant le premier semestre de 1955, les avances bancaires augmentèrent de £ 290 millions, financées par des ventes de titres dans le marché ; le montant des dépôts ne varia donc pas de façon marquée, mais par

[1] L'amélioration des réserves est due pour une part à l'afflux de capitaux étrangers à Londres. Notons que le boni de la balance des paiements a facilité l'aisance monétaire parce que le Trésor a été obligé de se procurer auprès du système bancaire une partie du sterling nécessaire à l'achat des devises.

[2] Selon les statistiques de la *Midland Bank Review* (février 1956, p. 15), les émissions d'argent frais ont atteint £ 567 millions en 1955, chiffre jamais enregistré auparavant. Sur ce montant, £ 295 millions provenaient des entreprises nationalisées.

contre la vitesse de circulation, mesurée par le mouvement des clearings s'accéléra notablement.

La balance des paiements courants s'aggrava une fois de plus. En 1955, le volume des importations crût de 11 ½ % contre 5 % seulement pour les exportations, les achats dans la zone dollar étant substantiels (+ 36 % en valeur). Le déficit commercial, qui avait été de £ 50 millions en moyenne par mois en 1954, atteignit £ 76 millions en 1955. Compte tenu d'une dégradation des paiements invisibles, due en partie à la hausse de l'intérêt sur les dettes extérieures, la balance des paiements courants passa d'un boni de $ 448 millions en 1954 à un déficit de $ 372 millions en 1955. Le cours de la livre dut être soutenu, car la spéculation prit de grandes proportions surtout après que les autorités anglaises eurent suggéré l'éventualité d'un cours flexible pour le sterling. A fin 1955, les réserves centrales avaient diminué de $ 897 millions par rapport à juin 1954 et n'étaient plus que de $ 2120 millions, représentant trois mois d'importations seulement.

De sévères mesures furent prises en 1955 et 1956 pour modérer la demande interne, en particulier celle provenant des investissements. Le 27 janvier 1955, le Bank Rate monta à 3 ½ %, le 24 février à 4 ½ % et le 16 février 1956 à 5 ½ %, soit au niveau le plus haut depuis 1932. Toute la structure des taux d'intérêt, y compris ceux fixés par le gouvernement (Public Works Loan Board), s'adapta en conséquence, surtout dans le marché à court terme où les taux dépassèrent pour la première fois l'intérêt à long terme. Conjointement, le contrôle sur les ventes à tempérament fut rétabli. En juillet 1955, le chancelier adressa une requête aux banques pour qu'elles procèdent à une réduction effective de leurs avances (« a positive and significant reduction in advances »), demande qui fut réitérée en juillet 1956. Le Capital Issues Committee reçut des instructions en vue d'une sélection plus sévère des nouvelles émissions dans le marché des capitaux.

Ces dispositions monétaires destinées à ralentir les investissements, le stockage et la consommation, furent complétées par un budget extraordinaire d'octobre 1955 : les taux de « purchase tax », ainsi que les impôts sur les bénéfices distribués par les sociétés, furent haussés. Les autorités locales, qui pouvaient se procurer des fonds auprès du Trésor, furent invitées à s'adresser dorénavant au marché des capitaux afin de restreindre l'émission de Bons du Trésor. Le budget de 1956-57 du chancelier Macmillan, appelé le « savings budget », entreprit de réduire les dépenses publiques (suppression de subsides, économies d'administration), de ralentir les investissements privés par la suppression d'exemptions fiscales à l'industrie (disparition des « initial allowances » introduites précédemment pour encourager les investissements), et surtout de stimuler l'épargne individuelle au moyen de l'allocation d'un taux d'intérêt plus élevé sur les épargnes officielles (« national savings »), ainsi que par l'émission d'un emprunt à lots (« premium savings bonds »). En outre, au contraire des précédents, le budget global devait être équilibré.

De cette brève énumération des principales mesures adoptées [1], il ressort

[1] Pour le détail, *cf. Midland Bank Review :* « Monetary Survey 1955-56 », mai 1956, et *Monthly Review of the Federal Reserve Bank of New York*, novembre 1956.

clairement que la politique monétaire orthodoxe n'a pas été considérée comme suffisante pour rétablir l'équilibre. Elle a été intégrée dans un plan d'ensemble incluant l'emploi de la fiscalité et la réintroduction de contrôles directs (restriction des ventes à tempérament). On ne cherche pas à ralentir le rythme des investissements par le seul taux d'intérêt, mais on utilise aussi l'impôt et les restrictions qualitatives appliquées par les banques sur le marché à court terme et par le Capital Issues Committee sur le marché à long terme. L'aspect intéressant de la nouvelle politique est l'effort fait pour encourager l'épargne ; à cet effet, on compte sur l'attrait de taux d'intérêt plus élevés, mais aussi sur des techniques inhabituelles (emprunts à lots) et sur des mesures fiscales (exemption d'impôt jusqu'à concurrence d'un montant maximum sur certaines formes d'épargne). En situation de plein-emploi, un développement non-inflationniste des investissements, de même que l'augmentation des exportations, reposent sur un volume croissant d'épargnes ; les difficultés anglaises d'après guerre ont été dues pour beaucoup à la carence des épargnes.

Avant que les événements de Suez ne viennent poser de nouveaux problèmes, il a été possible de déceler un léger renversement de tendance dans l'économie britannique : le stockage, les ventes à tempérament, la production de biens de consommation de longue durée, certains investissements, se sont ralentis, tandis que la campagne en faveur de l'épargne commençait à porter quelques fruits. Un volume plus grand de ressources a pu être consacré aux exportations, grâce au meilleur équilibre entre l'offre et la demande internes ; pendant le premier semestre de 1956, la balance des paiements courants s'est redressée. En juin, les réserves d'or et de dollars avaient augmenté de $ 265 millions, un tiers de la perte subie en 1955 ayant été ainsi compensé [1]. Ceci ne signifie pas cependant que la pression inflationniste ait disparu en Angleterre ; l'évolution des dépôts bancaires et des avances a été, à cet égard, peu satisfaisante. En novembre 1956, les dépôts se chiffraient à £ 6355 millions, soit à peine £ 50 millions de moins qu'en novembre 1955 ; les avances ne se sont contractées que de £ 32 millions de janvier à novembre, tandis que les actifs liquides, et en particulier les Bons du Trésor, se sont accrus à concurrence de £ 70 millions durant la même période, portant la « liquidity ratio » bancaire de 33 % en mars à 36 ½ % en novembre. Les banques seraient ainsi en mesure de procéder à une nouvelle expansion du crédit.

Le succès mitigé obtenu sur le plan monétaire est, pour beaucoup, la conséquence du maintien des dépenses publiques à un niveau élevé. Les emprunts du Trésor auprès du système bancaire ont aussi été provoqués, en cours d'année, par l'amélioration de la balance extérieure : plutôt que de se procurer sur le marché des capitaux les livres sterling nécessaires à l'achat des devises offertes, les autorités ont préféré créer des dépôts additionnels, afin de ne pas susciter une hausse plus accentuée du taux à long terme. On voit combien le problème monétaire contemporain est lié aux finances publiques, à la gestion de la dette nationale et à l'attitude du Trésor en ce qui concerne les taux d'intérêt.

[1] En novembre 1956, les réserves d'or et de dollars ont décliné de £ 279 millions par suite des affaires d'Egypte et de la nouvelle vague de spéculation sur le sterling. En fin de mois, les réserves ne se montaient plus qu'à $ 1965 millions.

d) *Conclusions*

Que tirer de l'expérience anglaise en matière de politique monétaire ? L'examen des diverses phases parcourues ci-dessus suggère, d'une part des arguments justifiant l'emploi de la politique monétaire traditionnelle, et d'autre part des doutes quant aux prétentions d'une telle politique de vouloir, à elle seule, assurer l'équilibre de l'économie, tant sur le plan interne qu'externe.

Voyons tout d'abord quelques-uns des arguments que l'on peut avancer en faveur de la politique monétaire [1]. Le premier est que le marché, malgré ses imperfections, demeure le meilleur système économique. Les contrôles physiques, tels que le rationnement, les subventions, les licences et permis, se sont révélés peu efficaces, sauf en période troublée, quand les autorités ont pu compter sur le civisme du public. Ces méthodes de direction n'ont jamais pu rendre les mêmes services que le mécanisme des prix. L'abandon des contrôles physiques n'implique cependant pas que l'Etat doive s'abstenir de toute intervention dans l'économie. Le maintien de l'ordre social exige que les autorités prennent des dispositions pour prévenir et combattre les crises économiques. Il est naturel que l'Etat use à cet effet des deux principaux moyens dont il dispose pour influencer le cours des choses : le budget et la monnaie. Reste à savoir lequel des deux convient le mieux ?

Un second argument tend à montrer que les méthodes budgétaires, utilisées par le chancelier Cripps tout spécialement, ne peuvent pas être considérées comme un substitut à la politique monétaire. Le caractère foncièrement politique du budget, son annualité, la méconnaissance de l'incidence économique des dépenses et des recettes fiscales, les difficultés de prévision budgétaire en raison des déficiences de la comptabilité nationale, ont fait des finances publiques un instrument d'action économique assez lourd et lent, peu adaptable aux circonstances changeantes, et qui peut parfois être dangereux, lorsque les prévisions se révèlent erronées et que les mesures prises portent à faux. La politique monétaire est beaucoup plus souple et plus rapide. Un budget cyclique, même habilement conçu, ne peut se passer d'elle. Inversement, il va de soi que le budget doit appuyer l'action de la politique monétaire. On a vu que les autorités anglaises ont alternativement atténué les effets déflationnistes du budget par l'aisance monétaire, et la rigueur de la politique monétaire par un adoucissement de la fiscalité. En 1955, budget et monnaie ont été, en revanche, employés conjointement pour comprimer l'excès de demande.

Le troisième argument est que les années d'après-guerre ont condamné la théorie de l'intérêt bas en toutes circonstances, qui aboutit à l'abandon de tout contrôle sur la masse monétaire. Le « cheap money » a été un facteur d'inflation et il a contribué à rendre inefficaces tant les contrôles physiques que les contrôles sélectifs des avances. Autant l'argent à bon marché et l'abondance monétaire

[1] Le plus ardent défenseur de la politique monétaire a été l'*Economist* ; voir en particulier : « Interest rates at work », 16 juillet 1956, p. 239, « By hard money alone », 16 juillet 1956, p. 198, « Monetary policy now », 7 juillet 1956, p. 49, « Money's role », 8 décembre 1956, p. 897. Voir aussi le *Banker*.

sont désirables en période de dépression, autant ils ne le sont plus en période de « boom ». Le volume de monnaie et le taux d'intérêt doivent être adaptés aux fluctuations de la conjoncture.

Ainsi, la politique monétaire est nécessaire, parce que ni les contrôles physiques, ni le budget ne peuvent contribuer au maintien de l'équilibre économique si les autorités n'ont pas la maîtrise, au moins partielle, de la monnaie et du taux d'intérêt. Ceci ne veut pas dire toutefois que la politique monétaire soit la panacée. Elle a ses limitations ; le « Bank Rate » et l'« open market » n'ont plus la même efficacité d'antan.

Tout d'abord, la politique monétaire ne peut plus fonctionner, en Angleterre, sur le modèle de celle d'avant 1914, qui dépendait si grandement des mouvements internationaux de capitaux à court terme. Londres a perdu sa suprématie financière : du plus grand créancier du monde, il en est devenu le plus grand débiteur ; ses exportations de capitaux ont été relativement faibles ces dernières années. La hausse du « Bank Rate » n'a plus pour effet de retenir à la Cité un flux abondant de fonds britanniques et, étant donné le statut incertain de la livre, il est non moins difficile d'attirer des capitaux étrangers. Ceci n'est d'ailleurs même pas souhaitable, puisque les intérêts débiteurs augmentent le déséquilibre de la balance des paiements. De toute manière le « hot money » présente de réels dangers, qui se sont manifestés en 1947, en 1949 et en 1955 [1]. Il semble donc que les autorités anglaises ne manipuleront pas le taux d'escompte dans le but de susciter d'importants mouvements de capitaux à court terme. Une coopération monétaire internationale plus poussée, si elle se réalise, rendrait naturellement de telles méthodes peu désirables.

Une seconde limitation du « Bank Rate » vient de ce qu'il n'est plus possible de l'utiliser pour provoquer une déflation du type de 1925, non seulement parce que le plein-emploi reste l'un des objectifs fondamentaux du programme gouvernemental, mais aussi du fait de la résistance politique des Trade Unions. Au pire, la dévaluation de la monnaie sera préférée à un chômage massif. Il convient de noter ici que les variations du taux de l'escompte n'ont pas entraîné, après guerre, de profondes répercussions sur le niveau de l'emploi, ce qui tend à prouver que la technique peut être mieux dosée. Actuellement, alors que le « Bank Rate » est à 5 ½ %, la proportion de la population active qui est inoccupée dépasse à peine 1 %, et il s'agit essentiellement de chômage temporaire consécutif à des transferts indispensables de main-d'œuvre. Il serait d'ailleurs souhaitable, pour la Grande-Bretagne, que ce coefficient s'élevât plus pendant quelque temps, de manière à obtenir une répartition plus économique de la force de travail.

Une troisième limitation résulte d'une transformation radicale du marché monétaire par suite du rôle qu'y joue le Trésor. En effet, plus des 80 % des actifs traités à court terme sont des « Treasury Bills ». Ceci a d'importantes

[1] Les capitaux étrangers ont sans doute afflué à Londres lors de hausses du « Bank Rate » ; cependant, à cause du manque de confiance dans la livre, ces capitaux s'assurent généralement de leur rapatriement à brève échéance au moyen d'opérations de change à terme. Il en résulte pratiquement que les réserves anglaises ne bénéficient pas de cet afflux. Bien plus, le disagio du sterling à terme peut être si grand qu'il annule tout l'avantage des taux d'intérêt élevés ; en ce cas, les mouvements de capitaux ralentissent ou cessent.

conséquences : autrefois, la hausse du taux de l'escompte causait une contraction des effets de change offerts sur le marché. Tel n'est plus le cas, car les effets de change ont considérablement diminué d'importance et l'émission de Bons du Trésor est indépendante du taux de l'intérêt (ce qui est déterminant, c'est la disparité entre les recettes et les dépenses courantes de l'Etat). La hausse du « Bank Rate » ne suscite donc pas une diminution immédiate de la demande de crédit dans le marché monétaire. Mais il y a plus. Le Trésor a un évident avantage à réduire autant que possible la charge d'intérêt qu'il doit supporter. Comme il domine le marché monétaire, il est enclin à user de son influence pour maintenir une certaine abondance monétaire et des taux bas. Tant en 1932, que pendant la guerre ou en 1945, cette considération a été avancée pour légitimer le « cheap money » ; de 1952 à 1955, une technique habile s'est efforcée de limiter les effets de la hausse de l'intérêt sur les finances publiques. Ainsi l'importance de la dette nationale, et surtout de la dette à court terme, constitue un frein à l'emploi du « Bank Rate » dans le sens de la hausse.

La prééminence du Bon du Trésor complique aussi singulièrement le contrôle du crédit bancaire par la méthode traditionnelle. La hausse du taux de l'escompte avait autrefois pour but de restreindre l'accès au crédit de la banque centrale et d'exercer, conjointement avec l'« open market », une pression sur les encaisses des banques. Comme les établissements de crédit ont actuellement plus d'un tiers de leurs disponibilités placées en Bons du Trésor, il leur est très facile de se procurer des encaisses en ne renouvelant pas leur portefeuille de Bons à l'échéance. Ils peuvent ainsi obliger le Trésor à recourir à la banque d'émission et à créer de la monnaie additionnelle. C'est la raison pour laquelle ce n'est plus, de nos jours, le coefficient d'encaisses de 8 % (« cash ratio ») qui est important pour le contrôle du crédit, mais la liquidité de seconde ligne (« liquidity ratio »), qui comprend non seulement les encaisses, mais aussi les actifs liquides, tels que les Bons du Trésor. Traditionnellement, les banques ont considéré qu'il était prudent d'avoir un coefficient de liquidité minimum de 30 % environ ; ces dernières années, ce pourcentage a été toutefois sensiblement supérieur à ce chiffre. Cette « surliquidité » bancaire a obligé les autorités à consolider par des « fundings » une partie de la dette flottante aux mains des banques, afin de réinstaurer la « liquidity ratio » aux environs de son minimum usuel. Comme les consolidations provoquent la hausse de l'intérêt, le Trésor ne s'est engagé qu'avec réticence dans cette voie, étant peu soucieux de contracter des dettes à long terme en période de taux élevés. Aussi, le problème de la liquidité bancaire n'a-t-il pas encore été résolu [1].

La quatrième limitation à la mise en œuvre de la politique monétaire découle de ce que l'intérêt ne joue pas dans l'économie un rôle aussi essentiel qu'on le croyait autrefois. Si la période de 1932 à 1938 a fourni la preuve que la baisse de l'intérêt n'était pas un stimulant suffisant pour une économie déprimée, l'expérience depuis 1952 semble indiquer que quelques points de hausse, en période de « boom », n'exerçaient qu'une action insuffisante de frei-

[1] Ce fait a incité plusieurs commentateurs à préconiser la fixation de « liquidity ratios » officielles, modifiables à volonté par les autorités. *Cf.* E.V. MORGAN : « The case for high short rates », *The Banker*, juillet 1956, p. 400.

nage, tant que les perspectives de profits demeuraient très élevées. Les investissements à long terme sont les plus sensibles aux variations de l'intérêt, mais dans une économie où les investissements publics sont très importants, cette élasticité est atténuée ; en raison de l'importance des amortissements annuels, les investissements à court terme et à moyen terme sont peu touchés par les fluctuations usuelles du taux de l'intérêt. Ces circonstances expliquent pourquoi les autorités anglaises ont décidé de restreindre directement les programmes des entreprises nationalisées et pourquoi elles prennent beaucoup de soin pour améliorer l'information statistique sur les investissements en cours, afin d'amener le marché lui-même à ne pas se lancer dans des plans concurrents trop ambitieux et dangereux.

En revanche, l'intérêt continue d'avoir des répercussions assez marquées sur le stockage, tout au moins lorsqu'il y a hausse du taux [1]. Quant à l'épargne, elle n'est que peu affectée par l'intérêt, car elle dépend surtout du revenu et des habitudes de dépenses ; cependant, une politique monétaire conjoncturelle, en augmentant la confiance dans la stabilité de la valeur de la monnaie, peut contribuer à encourager l'épargne ; apparemment, cela a été le cas, dans une certaine mesure, en Grande-Bretagne ces dernières années. L'intérêt se répercute sur la consommation d'une manière détournée : en suscitant des gains ou des pertes en bourse, le rythme des dépenses est, soit accéléré, soit ralenti.

L'incidence de l'intérêt est, à vrai dire, encore mal connue ; elle n'est ni inexistante, comme l'affirment certaines écoles, ni déterminante, ainsi que le prétendent d'autres. L'intérêt n'est pas le régulateur par excellence de l'économie ; inversément, on ne le réduit pas impunément à un niveau bas quand il y a pénurie de capital réel. Le contrôle de la monnaie est indissociable de l'intérêt, qui est à la fois un moyen d'obtenir ce contrôle et une conséquence de celui-ci.

En conclusion, la politique monétaire du « Bank Rate » et de l'« open market » a encore sa place dans une économie moderne, bien que son champ d'action soit plus restreint qu'autrefois. A ce propos, le gouverneur de la Banque d'Angleterre a remarqué que « l'expérience récente prouvait qu'il serait peu sage de ne pas faire usage de ces instruments, mais qu'il serait peu sage aussi de les émousser en leur conférant plus de responsabilité qu'ils ne peuvent effectivement assumer [2]. La politique monétaire doit être naturellement coordonnée avec le budget et avec les opérations d'administration de la dette nationale. Son caractère global peut être nuancé par le recours aux contrôles sélectifs du crédit, qui impliquent une collaboration étroite entre les banques privées et la banque centrale ; le prestige de cette dernière devrait lui permettre d'obtenir du système bancaire, par la persuasion, qu'il adapte ses opérations aux impératifs de l'intérêt général. La politique monétaire n'exclut nullement certaines interventions directes, en particulier en matière de ventes à tempérament et de crédits à la bourse. Enfin, ainsi que le souligne

[1] Cet effet sur les stocks a été reconnu par des auteurs très critiques de la politique monétaire orthodoxe. *Cf.* H.G. Johnson : « The revival of monetary policy in Britain », *The Three Banks Review*, juin 1956, p. 18.

[2] *The Banker*, novembre 1955, p. 298.

le rapport de la B.R.I. [1], l'efficacité de la politique monétaire dépend encore, à notre époque de grandes organisations économiques, de la collaboration des syndicats et des associations patronales ; il y a certainement là un terrain à défricher, bien que l'obtention de résultats positifs éventuels dans ce domaine ne saurait dispenser les autorités d'affiner leurs méthodes de politique monétaire et budgétaire.

[1] Banque des Règlements Internationaux, *Rapport annuel*, juin 1956, p. 85.