

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

perte de maîtrise de l'objectif relatif à la QMC. La Bundesbank ne peut utiliser tous ses leviers d'actions indépendamment les uns des autres : lorsqu'il y a deux objectifs et un seul instrument, un équilibre doit être atteint. Si on tient compte des effets « secondaires » internationaux, des raisons pressantes poussent à ne pas tenter de mettre en œuvre le monétarisme dans un seul pays. Aux époques de turbulence, le jugement est un bien rare et précieux. Et les règles simples pourraient bien être le moyen le plus rapide d'aboutir à une

catastrophe. Dans ces conditions, la Bundesbank doit s'en tenir à sa démarche de réaction flexible, qui comprend le fait de conserver l'œil ouvert sur d'autres indices, afin de « réduire le risque de commettre une grave erreur ». Mais il faut stabiliser les anticipations en expliquant pourquoi ces développements sont — comme le disent fort justement Dornbusch et Fischer (1987) — « cohérents avec les objectifs ultimes de la politique économique ».

Achévé de rédiger le 19 octobre 1987.

RÉFÉRENCES

Aglietta, M. (1987), *Structures économiques et innovation financière*, *Revue d'Economie Financière*, vol. 1, n° 2.
Barou, Y/ Keiser B. (1984), *Les Grandes Economies*, Seuil, Paris.
Barro, R. (1984), *Macroeconomics*, John Wiley, New York et al.
Buscher, H.S./ Schroder W. (1983), *Instabilität der Geldhaltung stellt Geldmengenregel in Frage*, in *Wirtschaftsdienst*, 6/1983, pp. 309.
Dornbusch, R./ Fischer S. (1987), *Macroeconomics*, Mac Graw-Hill, New York et al.
Dudler, H.J. (1984), *Geldpolitik und ihre theoretischen Grundlagen*, Knapp, Frankfurt.
Duwendag, D. (1987), *Das Konzept der Deutschen Bundesbank, Zwischen Geldmengenzielen und zinspolitischer Flexibilität*, à publier dans : *Beihefte zu Kredit und Kapital*.

Friedmann, B.M. (1977), *The Inefficiency of Short-Run Monetary Targets for Monetary Policy*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2/1977.

Goldfinger, J. (1986), *La géofinance*, Seuil, Paris.
Kotz, H.H./ Simmert D.B. (1986), *Monetare Steuerung geht über die Korridore hinaus*, *Borsen-Zeitung* du 16 décembre 1986.

Neumann, M.J.N. (1983), *Stabilität von Geldnachfrage und Geldpolitik*, dans : *Wirtschaftsdienst* 8/1983, p. 415.

Schlesinger, H. (1987) : *Das Konzept der Deutschen Bundesbank*, à publier dans : *Beihefte zu Kredit und Kapital*.

Tobin, J. (1984), *Monetary Policy in an Uncertain World*, dans : J. Tobin (1987), *Policies for Prosperity*, *Wheat-sheaf*, Brighton.

102

ROYAUME-UNI

Christopher JOHNSON

Christopher Johnson a fait ses études à Magdalen College, Oxford, et est diplômé en philosophie, politique et économie. Journaliste au Times et au Financial Times, il en fut le correspondant à Paris, le rédacteur en chef avant de devenir l'un des directeurs de l'entreprise. Entré à la Lloyds Bank comme conseiller économique en 1977, il prend les fonctions de Chief Economic Adviser en septembre 1986. Il dirige la publication des revues économiques de la banque.

"Visiting professor" d'économie à l'Université de

Surrey, membre du conseil de la Royal Economic Society, Christopher Johnson est également conseiller du "Treasury Select Committee" de la chambre des Communes, président du Comité Exécutif de l'Institut des Etudes fiscales, et membre des comités Conjoncture économique et Europe de la confédération de l'Industrie Britannique. Auteur de *Anatomy of UK Finance (1977)* et *North Sea Energy Wealth (1979)*, son dernier livre *Measuring the Economy* sera publié au printemps 1988.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET BANCAIRE DEPUIS LA VICTOIRE DE MARGARET THATCHER AUX ÉLECTIONS DE JUIN

La politique monétaire de l'Angleterre se résume très simplement : le Monétarisme est mort ; vive le Thatchérisme. Le taux de change plutôt que les agrégats monétaires est devenu l'objectif de cette politique de pragmatisme ; précisons qu'il s'agit du taux sterling-DM ce qui fait rêver

les partisans de l'adhésion au mécanisme de taux de change du Système Monétaire Européen.

Grâce à un mélange de bonne chance et d'intervention bien jugée, on a pu maintenir la livre dans la bande DM2.90-3.00 depuis les accords du Louvre en février 1987. Dans la première moitié de 1987, avant la victoire de Mme Thatcher, la Banque d'Angleterre a été contrainte d'amasser une douzaine de milliards de dollars pour le compte des réserves officielles, qui ont atteint £35 milliards fin juin. Sans cela, la livre

C O N J O N C T U R E É T R A N G È R E

aurait bel et bien franchi la barrière psychologique de DM3.00.

Après les élections, la livre s'est trouvée essouffée ; le « mur d'argent » japonais n'avancé plus. Les marchés de devises commençaient à croire que le gouvernement avait un peu trop bien orchestré les bonnes nouvelles économiques pendant la période pré-électorale, et qu'il fallait prévoir quelques mauvaises surprises. Les chiffres du commerce extérieur et du crédit bancaire — contrepartie de la masse monétaire — publiés en juillet semblaient confirmer les pires craintes.

Les autorités changèrent de cap pour défendre la livre, en dépensant une modeste partie des réserves si rapidement accumulées. Sur la question d'une éventuelle « surchauffe », les commentateurs étaient divisés. Le Chancelier de l'Echiquier, M. Lawson, ne voulant pas prendre ce risque, a fait monter le taux de la Banque d'Angleterre de 9 à 10 pour cent — avertissement d'autant plus réussi que les marchés financiers ne l'attendaient pas.

Ce geste de fermeté avait des bases assez fragiles. En mai, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre avait reconnu que les autorités n'avaient qu'une influence limitée sur les taux d'intérêt, et se sentaient assez mal renseignées sur leurs effets sur l'économie. En particulier, les taux d'intérêt n'agissent presque plus comme frein sur la marche en avant du crédit et de la monnaie.

C'est pourquoi M. Lawson essaie depuis longtemps de persuader Mme Thatcher que le SME nous offre des bases plus solides pour la politique monétaire qu'un monétarisme style ancien dont le mécanisme a été rompu par les secousses de l'innovation et de la dérégulation. Le Trésor est en train de revoir la politique actuelle à l'égard du SME, que l'on peut caractériser comme « attentisme sans fin ». Pour les uns, la réussite de l'expérience stabilisation livre-DM justifie l'adhésion intégrale ; pour les autres, elle en évite la nécessité. Une maîtresse indulgente, après le mariage, peut se transformer en épouse acariâtre. En revanche, les remaniements du fonctionnement du SME amorcés à Bâle en septembre sont comme faits sur mesure pour apaiser les craintes anglaises d'une domination allemande.

Si Mme Thatcher continue à bouder le SME, ce sera dans la nostalgie d'une souveraineté économique, certes abusive et illusoire, mais apparemment confirmée par la performance actuelle de

l'économie elle-même. C'est une illusion qui est quand même plus difficile à maintenir dans la City après le « Big Bang » — la réforme des structures bancaires et boursières d'octobre 1986. Un des buts de la réforme était d'attirer les capitaux internationaux pour renforcer les maisons financières de la City dans la grande concurrence mondiale. L'arrivée des étrangers eux-mêmes — américains, japonais, européens — était prévue, mais pas leur prise de contrôle de tant de leurs concurrents anglais. Un an après le « Big Bang », la nouvelle législation bancaire entre en vigueur, laissant, comme avant, une discrétion énorme à la « Vieille Dame » de Threadneedle Street, comme on appelle la Banque d'Angleterre.

Les quatre grandes banques anglaises, comme la « Vieille Dame » elle-même, risquent d'être débordées par la rapidité de l'innovation financière, et la difficulté de la contrôler. Elles ont toutes voulu ajouter une rubrique nouvelle à leurs bénéfices traditionnels, menacés par la titrisation des prêts, en créant des équipes de marchands de titres — contrepartistes — au sein de leurs filiales banques d'affaires.

Après les pertes attendues de la période de rodage, la Barclays et la National Westminster gagnent modestement dans leurs opérations de titres, quitte à prendre des risques autrefois jugés inacceptables. La Midland a abandonné ses opérations de contrepartiste en actions (mais pas en obligations d'Etat), et la Lloyds — qui n'était jamais entrée dans le marché des actions — a quitté le champ des obligations d'Etat, aussi bien que des euro-obligations. Ni les bénéfices ni les pertes ne représentent plus qu'une part négligeable des résultats de l'exercice. Ce sont les banques d'investissement américaines et les maisons de courtage japonaises qui sont les mieux placées pour profiter d'une activité qui exige une clientèle d'échelle mondiale.

Les quatre grandes ont en plus été affaiblies par le besoin de suivre tout d'un coup l'exemple de la Citybank, en hissant de 5-10 à environ 30 pour cent leurs provisions contre les prêts déjà rééchelonnés aux pays en voie de développement. La Lloyds, étant donné ses liens traditionnels avec l'Amérique latine, y a dû consacrer un milliard de livres, ce qui entraînera un résultat négatif pour 1987. La Midland, également engagée à cause de son héritage de Crocker, a scandalisé les experts comptables en plaçant ses provisions « sous la

C O N J O N C T U R E É T R A N G È R E

ligne » dans le bilan, et non pas dans le compte des pertes et profits, qui montre toujours des bénéfiques. Elle n'a pas pour autant su éviter les rumeurs d'une OPA, qui ont tout au moins fait remonter le cours des actions après le choc des provisions.

Les OPA touchent plus fréquemment les banques d'affaires, plus nombreuses que les banques commerciales, et au capital encore souvent inadéquat. L'Union des Banques Suisses a renoncé en dernière minute à la prise de contrôle de Hill Samuel, Guinness Peat a essayé de repousser une offre nouvelle-zélandaise, et Morgan Grenfell, sa réputation ternie par une affaire de délit d'initié, donne lieu à bien des conjonctures.

La nouvelle loi bancaire contient un compromis subtil en ce qui concerne la protection des banques anglaises. Les investisseurs sont obligés de se déclarer au-delà de 5 pour cent des actions d'une banque, et, au-delà de 15 pour cent, doivent prouver leur aptitude à la Banque d'Angleterre. Seuls les cas jugés d'intérêt public pourraient être soumis par la Banque d'Angleterre aux autorités chargées de surveiller les fusions. On en déduit que la prise de contrôle d'une banque d'affaires, surtout par une grande banque d'un pays octroyant la réciprocité aux banques anglaises, ne serait pas bloquée. Seulement dans le cas d'une des quatre grandes serait-il question de l'intervention des autorités, et même alors ce n'est pas certain. La Midland a déjà pu vendre sa filiale écossaise, la Clydesdale, à la National Bank of Australia...

EUROPE 1992 : NOUVELLES PERSPECTIVES

La City de Londres, comme le patronat britannique, est en train de mesurer les possibilités découlant de la création d'un vrai marché intérieur en 1992, comme il est prévu par la Commission de la CEE. Les banques et les assurances anglaises croient, à tort ou à raison, jouir d'un avantage concurrentiel dans le domaine des services financiers. Mais la reconnaissance mutuelle des régimes de tutelle, qui existe d'ores et déjà, doit être complétée par leur harmonisation, faute de quoi les banques étrangères pourront dominer la place de Londres, sans que les banques anglaises aient le droit réciproque de vendre leurs produits dans les places européennes.

L'adhésion de l'Angleterre au SME comme membre à part entière apportera des avantages clairs pour la gestion de la politique économique et

monétaire. Qui plus est, elle témoignera de la bonne volonté de l'Angleterre pour l'intégration financière de l'Europe. L'aperçu de Jacques Rueff, « l'Europe se fera par la monnaie, ou ne se fera pas », est valable pour la finance comme pour la politique. Les banques anglaises sont peu capables d'affronter la concurrence des géants américains et japonais sans l'appui de leurs partenaires européens. Le marché commun des finances entraîne la coopération aussi bien que la concurrence.

L'an 1992 est bien éloigné dans les perspectives à court terme dont on accuse la City d'être obsédée. Pour l'instant, les grandes banques se dégagent des PVD, se trouvent incapables d'atteindre des seuils de rentabilité acceptables dans la plupart des pays industrialisés, et se tournent donc à la reconquête du marché national. Leurs réseaux d'agences, qui semblaient naguère un fardeau accablant, sont en train de se révéler comme des atouts qui manquent aux concurrents étrangers. Dans le marché de « détail », elles sont en concurrence avec les compagnies d'assurances et les sociétés hypothécaires, qui sont néanmoins plus fâcheusement réglementées que les banques.

Les banques avancent depuis cinq ans dans le domaine des hypothèses, traditionnellement réservé aux « building societies ». Depuis un an ou deux seulement, elles montent une campagne sérieuse dans le marché assurance-vie. Selon le nouveau principe dit « polarisation » du Securities and Investment Board, elles sont obligées de choisir entre deux rôles : celui d'assureur, ou celui de courtier. Les banques s'y sont opposées au nom de la concurrence et du service à leur clientèle, avec l'appui de l'Office of Fair Trading. Mais les pouvoirs publics ont soutenu le SIB, qui s'est chargé de protéger l'investisseur en évitant les conflits d'intérêt au sein des agences de banque.

La plupart des banques ont savamment contourné la polarisation en dotant leurs réseaux d'agences des fonctions d'assureur vendant les produits immobiliers, et leurs réseaux parallèles de services financiers — mais avec moins d'agences — des fonctions de courtier touchant la commission sur les produits de n'importe quel assureur, sauf la banque elle-même. Un système qui déplaît à tout le monde peut tout au moins se vanter d'être une solution de compromis entre les divers combattants.

Achévé de rédiger le 6 octobre 1987.