



**HAL**  
open science

# Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973

Eric Monnet

► **To cite this version:**

Eric Monnet. Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973. *Économie et finance quantitative* [q-fin]. Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, 2012. Français. NNT: . tel-03138235

**HAL Id: tel-03138235**

**<https://hal.science/tel-03138235v1>**

Submitted on 11 Feb 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**ÉCOLE DES HAUTES ÉTUDES EN SCIENCES  
SOCIALES**

**ÉCOLE D'ÉCONOMIE DE PARIS**

**T H È S E**

pour obtenir le titre de

**Docteur en Sciences économiques**

de l'École des hautes études en sciences sociales

Eric MONNET

**Politique monétaire et politique du crédit en  
France pendant les Trente Glorieuses  
1945-1973**

Thèse dirigée par Pierre-Cyrille HAUTCOEUR

Présentée et soutenue publiquement le 19 septembre 2012

**Jury :**

- |                          |   |   |
|--------------------------|---|---|
| Antoine D'AUTUME         | - | Professeur à l'Université Paris 1, chaire École d'économie de Paris |
| Michael BORDO            | - | Professeur à l'Université Rutgers, associé au NBER                  |
| Pierre-Cyrille HAUTCOEUR | - | Directeur d'études à l'EHESS, associé à l'École d'économie de Paris |
| Benoît MOJON             | - | Directeur des Études monétaires et financières, Banque de France    |
| Romain RANCIÈRE          | - | Professeur à l'École d'économie de Paris                            |
| Mary O'SULLIVAN          | - | Professeure à l'Université de Genève                                |
| Gilles SAINT-PAUL        | - | Professeur à l'École d'économie de Toulouse                         |



“How can Casper both glide through walls and grab a falling towel? How can mind stuff both elude all physical measurement and control the body? A ghost in the machine is of no help in our theories unless it is a ghost that can move things around - like a noisy poltergeist who can tip over a lamp or slam a door - but anything that can move a physical thing is itself a physical thing (although perhaps a strange and heretofore unstudied kind of physical thing).”

Daniel Dennett, *Consciousness Explained*, 1991, p. 35.



## Remerciements

Je tiens avant tout à remercier Pierre-Cyrille Hautcoeur qui pendant ces quatre années a fait bien plus que diriger mes recherches. Je n'aurais pas pu espérer un plus fort soutien. Ses critiques toujours si constructives, sa disponibilité et sa confiance ont su amoindrir les difficultés et m'ouvrir de nombreuses voies. Nos échanges fréquents ont constitué pour moi un véritable apprentissage et ses travaux comme son approche de l'histoire et de l'économie n'ont cessé de m'inspirer. Je lui suis particulièrement reconnaissant de m'avoir transmis l'idée que le devoir de l'historien économiste est aussi de s'affranchir des carcans intellectuels.

Je remercie également Michael Bordo et Benoît Mojon qui ont accepté d'être les rapporteurs de cette thèse, ainsi que Mary O'Sullivan, Antoine d'Autume, Romain Rancière et Gilles Saint-Paul qui ont accepté d'être membres du jury.

Un remerciement spécial et amical va à Eugene White qui m'a accueilli dans son cours d'histoire financière en 2007 puis à nouveau quelques années plus tard en 2012 à Rutgers University. Sa générosité comme sa rigueur intellectuelle sont pour moi un modèle. J'aimais l'entendre répéter que l'analyse économique ne commence qu'une fois le constat effectué que « there is no such thing as free market ».

Lors de mon séjour à Rutgers, j'ai pu séjourner dans le bureau de Michael Bordo, alors en visite à Stanford. Je le remercie de la confiance qu'il m'a ainsi accordée et, plus généralement, de l'aide qu'il m'a apportée à de nombreuses reprises au cours de ces quatre années.

Mon parcours et ma vision de l'économie doivent énormément à Xavier Ragot et Romain Rancière. Je les remercie pour leurs encouragements, leur soutien et le temps qu'ils ont toujours bien voulu me consacrer. C'est grâce à eux que cette thèse d'histoire n'a pas délaissé les enjeux macroéconomiques plus généraux et les problèmes actuels de la politique monétaire.

Ce travail est le fruit d'une multiplicité de discussions et de confrontations au point qu'il m'a souvent semblé être l'aboutissement d'une réflexion collective.

Je ne peux rendre justice à tous ceux qu'ils l'ont fait avancer.

Plusieurs personnes ont suscité des réflexions qui m'ont conduit à modifier mon approche et m'ont inspiré de nouvelles pistes de recherches : Jean-Laurent Rosenthal m'a ainsi poussé à reformuler la problématique de l'allocation des ressources dans une économie dirigée, Jean-Pascal Bénassy m'a éclairé sur les enjeux macroéconomiques d'un ajustement par les quantités plutôt que par les prix, Arnaud Fossier m'a permis de prendre la mesure de l'importance du droit pour une institution, Michael Bordo a pointé ma négligence des contrôles de capitaux, Guillaume Bazot m'a guidé dans les méandres de la littérature théorique sur les banques, Olivier Feiertag m'a suggéré de réinterroger la place de la France dans la coopération entre banques centrales et Michel Margairaz m'a montré enfin quel anachronisme malheureux ce pouvait être que de discuter du crédit après la guerre sans se référer à la nation.

Pour leurs critiques, leurs suggestions, leur invitation, leurs encouragements je souhaite également remercier Laurent Bach, Patrice Baubeau, Luca Benati, Julien Brault, Christophe Chamley, Jérémie Cohen-Setton, Chris Colvin, Guillaume Daudin, Claude Diebolt, Vincent Duchaussoy, Nicolas Dromel, Martin Eichenbaum, Barry Eichengreen, Prize Fishback, Marc Flandreau, Oscar Goldenblum, Raphael Godefroy, Jean-Yves Grenier, Joost Jonker, Jean-Olivier Hayrault, Jean Imbs, Christopher Meissner, Matthias Morys, Thomas Piketty, Gilles Postel-Vinay, Laure Quenouelle-Corre, Stefano Ugolini, Albrecht Ritschl, Angelo Riva, Hugh Rockoff, Christina Romer, Moritz Schularick, Richard Sylla, Kostas Tsatsaronis et Richard Werner.

Enfin, une pensée particulière va à ceux qui ont pris le temps de relire rigoureusement une partie de cette thèse à divers moments de son évolution et ainsi de confirmer que le diable se loge effectivement dans les détails (y compris orthographiques...). Merci donc à Guillaume Bazot, Vincent Bignon, Jean-Edouard Colliard, Camille Debras, Michel Margairaz, Sophie Osotimehin, Hugh Rockoff, Jean-Laurent Rosenthal, Mehdi Senouci, Pierre Sicsic, Antoine Zéo et en particulier à Pierre-Cyrille Hautcoeur et Juliette Roussin qui ont bien voulu accomplir

cette tâche à plusieurs reprises.

Un historien est bien peu de choses sans le travail des archivistes. Plus encore que de la gratitude, c'est de l'admiration que j'éprouve envers Frédérik Grelard, archiviste de la Banque de France, dont les suggestions et les orientations m'ont souvent fait penser - non sans un certain embarras - qu'il avait beaucoup mieux cerné mon sujet que moi. Je tiens à remercier Fabrice Reuzé et l'ensemble des membres du service des archives de la Banque de France pour leur aide et leur disponibilité. A la Banque des Règlements Internationaux de Bâle, l'aide d'Edward Atkinson fut particulièrement précieuse.

Au cours des trois premières années de mon doctorat, j'ai eu la chance de réaliser les travaux dirigés de macroéconomie dans le Master 1 APE de l'École d'Économie de Paris. Ce fut une expérience exigeante et formatrice qui a considérablement approfondi mes connaissances en théorie macroéconomique et en économétrie. Je souhaite ainsi témoigner ma reconnaissance aux professeurs qui m'ont permis d'apprendre en enseignant, Yann Algan, Jean Imbs, Christian Haefke, Laura Mayoral, Xavier Ragot, Romain Rancière, Pontus Rendhal, Gilles Saint-Paul, ainsi qu'à Jérôme Pouyet, directeur du Master, pour sa disponibilité et son écoute. Je sais aussi gré à tous les étudiants qui ont fréquenté mes TDs de leur curiosité et leur juste remise en question des évidences.

Arrivé à ce qui marque officiellement la fin des études, je ne peux m'empêcher d'avoir une pensée pour Alain Sand qui me poussa presque contre mon gré à m'inscrire en licence d'économétrie, lors de mon entrée à l'École normale supérieure de Lyon. Par un fait étrange et qui reste inexpliqué, j'ai fini par préférer ce type d'abstraction aux cours de philosophie.

Je remercie également toutes les institutions qui ont bien voulu soutenir financièrement et matériellement mes recherches et les personnes qui ont rendu possible ces aides : l'EHESS, la Fondation Thiers, la Mission Historique de la Banque de France, la Caisse de dépôts et consignations et l'Université de Rutgers. J'ajoute qu'elles ne sont en rien responsables des conclusions et opinions avancées dans cette thèse.

A Jourdan, l'aide et la disponibilité de Cécile Alrivie, Rachida Amidez, France Artois, Mounia el Adlani, Béatrice Havet, Marie-Christine Paoletti, Marie Philippon, Sylvain Riffé Stern, Bénédicte Sabatier, José Sastre, ont été essentielles en plus d'être toujours agréables. A Rutgers, je remercie Donna Ghilino pour avoir facilité mon séjour et les derniers mois de la rédaction.

Le séminaire sur les méthodes en histoire économique organisé à PSE en 2011 a été pour moi un lieu particulièrement important de réflexion et j'espère que nous aurons l'occasion de continuer cette entreprise. Je remercie en particulier Clément Dherbécourt et tous ceux qui y ont bien voulu participer à l'aventure, ainsi que Jérôme Bourdieu, Jean-Yves Grenier, Pierre-Cyrille Hautcoeur et Gilles Postel-Vinay pour l'avoir encouragée.

Cette thèse a été réalisée en grande partie dans l'atmosphère privilégiée du campus Jourdan, rythmée par les discussions de tout ordre, les matchs de foot, les nombreux séminaires, les aménagements de bureau et les réparations collectives de cafetières ou imprimantes défectueuses. Outre ceux déjà mentionnés, je dois à Thomas Breda, Julia Cagé, Clément Imbert, Lucie Gadenne, Julien Grenet, Adrien Lorenceau, Annie Loeser, Yanos Zylberberg, Mouhamadou Sy, Hamidreza Tabarraei, Mathias Lé, Marc Sangnier, Luke Haywood, Hélène Blake, Gabriel Zucman, Clémentine Garrouste, Andrew Clark, Luc Arrondel, Matteo Mogliani, Alexandre de Cornière, d'avoir rendu le travail de ces quatre années particulièrement agréable. Une mention spéciale revient à François Keslair et à son *Rock family trees*.

Mes amis de la revue Tracés savent très bien ce que nous avons construit ensemble et tout ce que j'ai acquis à leur contact et grâce à eux. Contrairement à ce que pourraient laisser croire les apparences, leur influence parcourt cette thèse de bout en bout, à commencer bien sûr par le fait de n'être pas uniquement une thèse d'économie.

William, Jérémie, Julien, Alex, je ne vous oublie pas évidemment !

Enfin, je remercie ma famille, mes grands-parents pour m'avoir donné le goût de l'histoire et du travail, mes parents pour leur aide si précieuse et leurs conseils avisés, mon frère pour me faire toujours autant rire.

Et le dernier mot est naturellement pour Juliette dont l'apport à ce travail, comme à tant d'autres choses, est absolument inestimable.

## **Avertissement**

Cette thèse est divisée en 6 chapitres. L'introduction générale constitue le « Chapitre 1 ».

Les chapitres suivants sont des articles pouvant être lus indépendamment. Pour cette raison, nous avons parfois conservé l'appellation de “article” ou “paper” au sein du texte. Nous avons dans la mesure du possible essayé d'éviter les répétitions entre les chapitres, tout en faisant en sorte qu'ils conservent leur cohérence interne. En particulier, les données générales et graphiques utiles à plusieurs chapitres ont été regroupés dans l'annexe du « Chapitre 2 ». La bibliographie est commune à l'ensemble des articles. Les sources primaires et statistiques utilisées sont quant à elles précisées à la fin de chaque chapitre.



FIGURE 1 – Sources : coupures de presse 1970.

# Table des matières

<b>1 Introduction : politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses, 1945-1973.</b>	<b>1</b>
1.1 Un réexamen du rôle de la Banque de France pendant les Trente Glorieuses . . . . .	6
1.2 Une politique sans taux . . . . .	9
1.3 La politique du crédit : réglementation bancaire, allocation et lutte contre l'inflation . . . . .	15
1.4 Perspectives sur les Trente Glorieuses, la stagflation et Bretton Woods.	18
1.5 Sources et archives . . . . .	22
1.6 Vocabulaire . . . . .	26
1.7 Plan . . . . .	28
<b>2 Instituer le crédit. La politique de la Banque de France de la Libération aux années 1970.</b>	<b>31</b>
2.1 Analyses institutionnelles de la politique monétaire . . . . .	39
2.2 Le crédit avant 1945 . . . . .	47
2.2.1 La « socialisation du crédit » avant la guerre et le tournant du Front populaire . . . . .	47
2.2.2 Les lois bancaires de 1941 et le tournant vichyste . . . . .	52
2.3 L'institution du crédit à la Libération. La mise en place du système de 1945 à la fin des années 1950. . . . .	55
2.3.1 Instituer le crédit sur le plan juridique . . . . .	55
2.3.2 Le crédit comme bien public, ou la dimension « collective » de l'institution . . . . .	65
2.3.3 Le contrôle du crédit et de l'inflation . . . . .	79
2.4 Évolution de l'institution et progressive désinstitutionalisation : la libéralisation ambiguë des années 1960-1970 . . . . .	97
2.4.1 Évolutions sans remise en cause du cadre juridique . . . . .	99



2.4.2	La montée des oppositions et la progressive disparition de la dimension collective . . . . .	107
2.4.3	Des tentatives de libéralisation à la perte de contrôle de l'inflation . . . . .	126
2.5	Désinstitutionnalisation et désencastrement du crédit . . . . .	146
2.6	ANNEXE 1 : Statistiques générales sur l'économie française, le crédit et la Banque de France, 1945-1974. . . . .	148
2.6.1	Financement des crédits et rôle de la Banque de France . . .	152
2.7	ANNEXE 2 : La Banque de France et le financement direct du Trésor pendant les Trente Glorieuses (ou comment comprendre la loi de 1973). . . . .	155
2.8	ANNEXE 3 : Décision de caractère général . . . . .	170
2.9	ANNEXE 4 : Archives et sources statistiques . . . . .	171

**3 Monetary policy without interest rates. Quantitative controls in France 1948-1973. 173**

3.1	Quantitative instruments for monetary policy . . . . .	180
3.1.1	Direct controls on credit or on money? Theoretical insights. . . . .	180
3.1.2	The case for credit controls . . . . .	188
3.1.3	How the Banque de France combined quantitative instruments . . . . .	190
3.2	The narrative approach in practice . . . . .	194
3.3	Definition of restrictive episodes of monetary policy . . . . .	199
3.3.1	Six restrictive episodes . . . . .	200
3.4	Converting the episodes into dummies . . . . .	211
3.4.1	Endogeneity of the dummy . . . . .	211
3.4.2	Structural identification. . . . .	213
3.5	Impact of monetary policy on the economy . . . . .	216
3.5.1	A graphical view . . . . .	216
3.5.2	Econometric estimations . . . . .	219
3.5.3	Comparisons with other measures of monetary policy . . . . .	229
3.5.4	The duration of restrictive episodes and the "timing problem" . . . . .	232
3.6	Conclusion . . . . .	233

3.7	APPENDIX 1 : Sources and data . . . . .	237
3.8	APPENDIX 2 : Credit controls in the Bernanke-Blinder model . . .	238
3.9	APPENDIX 3 : Accounting for non linearities . . . . .	241
3.10	APPENDIX 4 : Further results (credit and international variables) .	243
<b>4</b>	<b>The prices vs. quantities trade-off in monetary policy. An interpretation of credit controls.</b>	<b>247</b>
4.1	Set up of the model . . . . .	255
4.1.1	The banks . . . . .	257
4.1.2	The central bank . . . . .	259
4.1.3	Timing . . . . .	260
4.2	The stance of monetary policy is exogenous . . . . .	261
4.2.1	Restrictive monetary policy . . . . .	261
4.2.2	Expansionary policy . . . . .	268
4.3	The stance of monetary policy is endogenous . . . . .	271
4.4	Is the central bank a monopolist or a planner? . . . . .	275
4.4.1	The central bank's loss function . . . . .	276
4.4.2	Maximizing banks' surplus . . . . .	279
4.4.3	Second-best equilibrium and rents . . . . .	281
4.5	Introducing the possibility of default . . . . .	282
4.6	An interpretation of French postwar monetary policy . . . . .	284
4.6.1	Assessing empirically the quantities vs. prices tradeoff . . . .	286
4.6.2	The political economy of central banking . . . . .	289
4.6.3	Quantitative controls and financial repression . . . . .	291
4.7	Conclusion . . . . .	293
<b>5</b>	<b>Une coopération à la française. La France, le dollar et le système de Bretton Woods, 1960-1965.</b>	<b>297</b>
5.1	Les difficiles débuts de la coopération internationale et la genèse de la position française . . . . .	301
5.2	Le scepticisme de la Banque de France envers le <i>Gold Pool</i> . . . .	305
5.3	Pour une unité de réserves commune . . . . .	310

5.4	La politique monétaire française comme modèle ? . . . . .	313
5.5	Épilogue . . . . .	318
5.6	ANNEXE 1 : Archives . . . . .	322
<b>6</b>	<b>Financing a planned economy. Institutions and credit allocation in the French Golden age of growth (1954-1974).</b>	<b>323</b>
6.1	The “nationalization of credit” . . . . .	330
6.2	Priority to medium and long term credit : the <i>crédit d’investissement</i> .	335
6.2.1	The maturity of loans in theory . . . . .	336
6.2.2	When the state intervenes . . . . .	339
6.3	Instruments and criteria of credit selectivity . . . . .	340
6.3.1	The instruments of intervention . . . . .	340
6.3.2	Objectives of credit selectivity. . . . .	347
6.3.3	Data sources . . . . .	348
6.4	The allocation of credit . . . . .	351
6.4.1	The marginal product of capital and credit allocation . . . . .	351
6.4.2	Convergence ? . . . . .	356
6.4.3	Credit within sectors . . . . .	357
6.5	The effects of credit development on growth . . . . .	364
6.6	Financial development across sectors . . . . .	370
6.7	Before 1954 and after 1974 . . . . .	372
6.8	Conclusion . . . . .	374
6.9	APPENDIX 1 : Cereals . . . . .	377
6.10	APPENDIX 2 : Sectoral characteristics and evolution of loans ma- turity . . . . .	379
<b>7</b>	<b>Conclusion</b>	<b>385</b>

# Introduction : politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses, 1945-1973.

---

Le projet initial de la présente thèse était de réaliser une étude historique de l'évolution des canaux de transmission de la politique monétaire française au cours du XXe siècle. Une telle entreprise nécessitait de comprendre les instruments et les objectifs de la Banque centrale autant que le fonctionnement et les institutions du système financier. Rapidement, nous nous sommes heurtés à un obstacle important : la période qui s'étend de la fin de la Seconde guerre mondiale aux années 1970 semblait avoir disparu des radars de l'histoire monétaire et financière quantitative<sup>1</sup>. Les mécanismes du bimétallisme puis de l'étalon-or avant 1914, ainsi

---

1. Il existe bien évidemment, et heureusement, des travaux sur cette période dont nous rendons compte par la suite mais aucun n'adopte une perspective quantitative liant systématiquement la politique monétaire au système financier. Le seul ouvrage couvrant l'ensemble de la période est celui de Michael Loriaux (1991) mais il ne repose pas sur des sources primaires et ne fournit pas une analyse quantitative. Les histoires monétaires du XXe siècle réalisées par Michelle Saint-Marc (1982) et Jean-Pierre Patat et Michel Lutfalla (1986) abordent très peu les questions politiques et ne réalisent pas non plus d'évaluation quantitative des politiques de la Banque de France. Les thèses de Michel Margairaz (1992), Laure Quenouelle-Corre (2000) et Olivier Feiertag (2006) fournissent des analyses très précises et exhaustives de différents moments de la Banque de France (avant 1959) et du ministère des Finances en adoptant une optique d'histoire de l'administration tout en reliant ces problématiques aux évolutions du système financier. Enfin,

que les crises de l'entre-deux guerres ont déjà donné lieu à une abondante littérature historique. Quant aux études empiriques actuelles, elles utilisent la plupart du temps des données commençant à la fin des années 1970 et font porter leurs analyses sur ce qu'on a pris l'habitude de nommer la « Grande Inflation » et la « Grande Modération »<sup>2</sup>. Au contraire, les questions monétaires et financières de la France des Trente Glorieuses et du système de Bretton Woods ont reçu peu d'attention et ne pouvaient donc être abordées à partir d'une littérature secondaire et de bases de données déjà constituées. Face à cet état de fait, deux voies étaient envisageables. La première, empruntée par plusieurs études récentes d'histoire financière (Battilossi 2000, Eichengreen et James 2003, Bordo et Meissner 2006) met en regard le début et la fin du XXe siècle à partir de travaux déjà effectués et s'attache à relever les similarités économiques de ces deux périodes caractérisées par un haut degré de libéralisation financière ou à comparer la crise de 1929 et la crise actuelle (Almunia et al. 2010, Kumhof et Rancière 2011). L'autre possibilité était de se concentrer sur la période 1945-1975 qui va de la fin de la Seconde guerre mondiale à la crise stagflationniste, ce que nous avons fait ici.

Isoler cette période s'est aussi rapidement révélé être une nécessité méthodologique. Il ne suffit pas d'étendre des séries statistiques là où elles manquent pour insérer les Trente Glorieuses dans une histoire monétaire et financière du XXe

---

les travaux déjà anciens de Claire Andrieu (1984), Sylviane Guillaumont-Jeanneney (1968, 1991) et Jacques Mélitz (1991) présentaient une vue d'ensemble de la politique de la Banque de France à cette période sans toutefois effectuer une analyse quantitative de l'impact de la politique monétaire et de la politique du crédit. Les analyses de Guillaumont-Jeanneney et Mélitz ne reposent pas sur un travail d'archives. Andrieu (1984) utilisait uniquement les archives du Conseil national du crédit dans les années 1950 et n'abordait donc pas la politique conjoncturelle de contrôle de la monnaie et des prix.

2. Sur la politique de la Banque de France au XIXe siècle, voir notamment Plessis (1985), Nishimura (1995), Redish (1995), Flandreau (2004) et Leclercq (2010). Pour l'entre-deux-guerres, les ouvrages de Jeanneney (1976), Blancheton (1999), Mouré (2002) et Baubeau (2004). Concernant les études utilisant des données à partir des années 1970, voir notamment Sterdyniak et Vasseur (1985), Artus (1987), Bruneau et De Bandt (1999), Mojon (1998), et, dans une perspective internationale, Sims (1992), Clarida, Gali et Gertler (1998) et Benati et Goodhart (2010).

siècle, il faut également développer un appareil théorique et empirique adapté, capable d'en faire ressortir la spécificité profonde.

En France comme dans la plupart des pays de l'OCDE, les années 1980 ont en effet été marquées par des changements forts, au sein de la théorie et de la politique économique, dans la façon de concevoir l'État, le rôle du marché, ou la fonction des banques centrales. En rupture avec le passé immédiat, un nouveau cadre de pensée s'est imposé qui a radicalement modifié les fondements des politiques économiques.

De même que le système économique et politique mis en place à la Libération se comprend comme une réaction aux échecs de l'entre-deux guerres, de même une grande partie des politiques et des théories que nous connaissons aujourd'hui se sont construites dans une remise en cause des principes établis en 1945 dont la faillite avait semblé manifeste dans les années 1970. Aussi nécessaire que cette remise en cause eût été, il appartient à l'historien d'en comprendre aussi les ressorts stratégiques - politiques et institutionnels - et de ne pas en reprendre aveuglement la rhétorique et les arguments.

L'analyse des trois décennies de l'après-guerre s'expose à un double risque d'anachronisme. Un premier écueil consisterait à plaquer sur l'économie française des Trente Glorieuses un cadre théorique développé ultérieurement, pour déplorer son incapacité à correspondre à ce cadre avant les années 1980. Un second écueil, particulièrement tentant en temps de crise économique, serait à l'inverse de tirer de leur contexte certaines mesures politiques plus ou moins caractéristiques des Trente Glorieuses pour y voir la clé des réussites passées et la solution toute trouvée aux difficultés du présent.

Un point de vue est toujours historiquement situé ; et les questionnements qui suivent, inspirés de méthodes et de problématiques actuelles, n'échappent pas à la règle. Cette thèse entend toutefois proposer une interprétation de la politique monétaire et financière des Trente Glorieuses qui évite les écueils mentionnés ci-dessus en rendant compte le plus fidèlement possible des principes, des objectifs et des résultats de cette politique. C'est seulement en cessant de voir dans chaque réforme d'après-guerre l'annonce de ce que l'on a appelé ensuite le « néolibéralisme » ou, au contraire, de décrire l'évolution des politiques depuis la guerre de manière

téléologique, comme un apprentissage rationnel ayant systématiquement abouti à l'adoption des meilleures pratiques, que l'on parviendra à extraire la période de la bataille idéologique dont elle est l'enjeu depuis des années, pour l'étudier comme telle.

Le fait que cette période ait déjà été abondamment étudiée sous d'autres angles constitue paradoxalement une difficulté supplémentaire de l'analyse de la politique monétaire et financière française de 1945 au années 1970. On tend en effet naturellement à ramener l'inconnu au connu<sup>3</sup>. Ainsi l'histoire politique - très développée en France sur cette période - a privilégié l'analyse des gouvernements et des administrations de la IVe et Ve République ainsi que l'étude de la politique étrangère française dans le contexte de la Guerre froide et de la construction européenne. La science politique - notamment américaine - s'est beaucoup intéressée à la planification française et à la politique industrielle, en faisant souvent de la France l'exemple d'un État fort capable, au moins pendant cette période, de dompter les caprices des marchés financiers. Quant à l'histoire économique internationale sur les banques centrales après 1945, elle s'est concentrée jusqu'à présent sur les États-Unis et l'Angleterre. La mauvaise connaissance du rôle de la Banque de France après 1945 conduit donc fréquemment les historiens et les économistes à penser que sa gestion de la monnaie est entièrement soumise aux impératifs budgétaires ou à la politique étrangère du gouvernement, et à considérer ses interventions sur le marché du crédit comme une simple application du Plan. Tout aussi fréquente et tentante est l'idée que pays européens se seraient contentés d'imiter les pratiques de la Réserve fédérale américaine ou de la Banque d'Angleterre au sein du régime de Bretton Woods, et qu'il suffirait donc d'étudier la politique de celles-ci pour se faire une idée générale de la politique de la Banque de France à cette époque.

Notre travail montre que ces présupposés ne résistent pas à l'analyse et qu'il faut comprendre la politique monétaire française des décennies de l'après-guerre - comme d'ailleurs celles de ses voisins européens - dans un cadre profondément national. La convergence dans les pratiques des banques centrales qui s'est opérée

---

3. Les références aux travaux mentionnés ici seront longuement développées dans le chapitre 2.

depuis les années 1980 a été immense et rapide (Friedman 1999, Siklos 2002, Cukierman 2008) et il faut en prendre toute la mesure pour saisir à quel point ces dernières évoluaient auparavant dans un environnement différent<sup>4</sup>. Nous verrons également que les politiques de la Banque de France répondaient à une logique propre et ne peuvent être considérées comme étant simplement mises au service de la politique budgétaire et de la politique étrangère, même s'il existait à certains moments une forte coordination entre ces différentes politiques. Au sein du cadre national, la répartition des pouvoirs de décision, les attributions juridiques, les délimitations administratives et les rapports de forces sont si complexes que le fait de savoir que la Banque de France n'était pas indépendante nous renseigne somme toute assez peu sur la place qu'elle occupait réellement.

Pour rendre compte de la complexité et des multiples dimensions de la politique de la Banque de France de 1945 aux années 1970, nous avons choisi d'adopter une approche elle-même multiple. Cette thèse n'est donc ni une monographie sur la Banque de France ou l'histoire chronologique de la politique monétaire, ni l'application d'une méthode ou d'un modèle unique à cette histoire. Elle est au contraire une tentative d'appliquer à un même objet des méthodes et des analyses diverses, issues de la discipline économique et d'autres disciplines. En nous servant de l'économie et des autres sciences sociales comme d'une boîte à outils et en

---

4. Ainsi une grande partie de la littérature actuelle sur l'évolution des politiques monétaires depuis 1945 se concentre sur l'histoire de la Fed et s'intéresse, sans toujours toutefois en avoir conscience, à des problématiques qui ne font sens que dans le contexte américain. Aux Etats-Unis, malgré le tournant initié par Volcker en 1979, et certaines politiques comme *regulation Q*, *operation twist* ou la politique de réserves de 1980-1982, la politique monétaire a toujours été menée avec des instruments relativement similaires et conventionnels. La Fed a également un statut juridique stable depuis 1945. Nous verrons que ce n'est pas le cas en France et qu'il est en particulier impossible de trouver une mesure de la politique monétaire continue de 1945 à la création de l'euro. Notre propos ne revient pas à critiquer les approches économétriques de Sargent (1999), Orphanides (2003), Cogley et Sargent (2005), Sims et Zha (2006) ou Primiceri (2006), mais à souligner qu'elles ne peuvent être directement appliquées au contexte des institutions et des politiques françaises. Nous verrons en particulier que ni le taux d'intérêt, ni la courbe de Phillips ne peuvent représenter la politique de la Banque de France depuis 1945 de manière adéquate



faisant se côtoyer l'histoire des idées économiques, l'histoire politique, l'analyse institutionnelle, la modélisation formelle et l'analyse quantitative, nous avons voulu éclairer le mieux possible la spécificité de la politique de la Banque de France.

Les chapitres sont construits à partir d'articles indépendants les uns des autres, mais nous avons cherché à en assurer la cohérence, afin que le lecteur puisse appréhender dans sa globalité le rôle de la politique monétaire et de la politique du crédit dans l'économie française.

L'autre parti-pris méthodologique de cette thèse, qui découle largement du précédent, concerne l'usage des archives. Tout en partant d'hypothèses de travail formulées à partir de la théorie économique ou de l'histoire des banques centrales, nous avons dans l'ensemble préféré la méthode inductive à l'approche déductive et cherché ensuite à affiner nos interprétations à la lumière des informations que nous ont livrées les archives de la Banque. Notre objectif premier est de comprendre ce qui a pu motiver les décisions de la Banque de France et les évolutions institutionnelles de la politique monétaire et ainsi d'en évaluer les effets sur l'économie. Nous ne voulions pas nous servir de l'histoire de cette période comme d'une « expérience naturelle » ou d'un champ de test de diverses théories économiques. Cela nous a notamment entraîné à proposer une mesure et une modélisation des instruments de la politique monétaire qui n'ont pas d'équivalent dans les études actuelles sur la politique monétaire française, mais qui nous semblaient indispensables pour comprendre les spécificités de l'action de la Banque de France.

## **1.1 Un réexamen du rôle de la Banque de France pendant les Trente Glorieuses**

La contribution principale de cette thèse est de montrer que la Banque de France a joué un rôle décisif au sein de l'économie française pendant les Trente Glorieuses. Si l'on restreint cette période aux vingt-cinq années allant de 1948 à 1973, la France a connu une croissance élevée, un taux d'inflation relativement

modéré, un taux de chômage bas et un développement du crédit très important<sup>5</sup>. Les explications habituelles de ces performances laissent peu de place à la politique monétaire. On se suffit souvent de l'argument selon lequel elles ont été garanties par la croissance de rattrapage et la stabilité du système de Bretton Woods, supposant implicitement que ces deux facteurs étaient indépendants de l'action de la Banque de France. Également répandue est l'idée que l'inflation modérée et la croissance sont survenues en dépit de l'action de la Banque centrale, qui aurait principalement consisté à financer de manière inflationniste le gouvernement par des avances directes et à imposer de surcroît des contraintes au système bancaire et financier<sup>6</sup>.

Cette vision négative du rôle de la Banque centrale doit être reconsidérée. Nous montrons tout d'abord, à l'aide des archives et d'estimations économétriques, que le niveau des prix a été maintenu en moyenne à un niveau raisonnable, car la lutte contre l'inflation fut en réalité une des priorités de la Banque de France jusqu'au début des années 1970. Cette dernière a souvent dû imposer ses vues faces aux gouvernements successifs et aux divers groupes d'intérêts qui n'étaient pas prêts à supporter les coûts d'une stabilisation des prix. A partir du début des années 1970

---

5. L'annexe du chapitre 2 présente ces statistiques générales.

6. La vision généralement admise selon laquelle la politique monétaire pendant les trois décennies suivant la Seconde guerre mondiale a été passive et a consisté à accompagner les déficits budgétaires est particulièrement bien exprimée par Pierre Siklos dans sa très complète description de l'évolution du rôle des banques centrales depuis 1945 : « Dans une période où l'accent était mis sur le rôle de la politique budgétaire, la politique monétaire était conçue comme fournissant de manière passive les ingrédients nécessaires pour atteindre le bien-être économique général. Cela était dû à la chute de l'étalon-or ainsi qu'à la faillite de la coopération internationale entre banques centrales et des réponses gouvernementales en réponse à la Grande dépression des années 1930. Mais de l'activisme budgétaire découla l'inflation. En outre, l'adoption d'un système quasi-fixe de changes suite à la conférence de Bretton Woods signifiait que la politique monétaire intérieure était subordonnée à la politique des États-Unis, et dans une moindre mesure à la politique allemande, au moins pour les pays d'Europe continentale. » (Siklos 2002, p.12-13. Nous traduisons.) Nous montrons dans les chapitres suivants que l'analyse de la politique monétaire française jusqu'au début des années 1970 implique de reconsidérer cette vision, tant sur le lien entre politique budgétaire, politique monétaire et inflation que sur l'autonomie de la politique monétaire vis-à-vis des États-Unis.

se développe au contraire l'idée que l'inflation n'est plus un phénomène monétaire et que les instruments de la Banque centrale ne sont plus adaptés.

Nous montrons ensuite comment la Banque centrale a soutenu le développement du crédit bancaire et a ainsi favorisé l'intermédiation financière et la croissance des Trente Glorieuses. Le rôle de la Banque de France, comme pièce essentielle de ce que l'on appelait à l'époque la « nationalisation du crédit », est indispensable pour comprendre pourquoi la France a connu la plus forte croissance de son histoire alors que le système bancaire était extrêmement contrôlé et que la capitalisation boursière en pourcentage du PIB diminuait<sup>7</sup>. Les performances des Trente Glorieuses dans le domaine monétaire et financier s'expliquent avant tout par un ensemble de politiques.

Cette conclusion ne signifie pas que les politiques mises en place étaient sans imperfections ou « optimales », ni même qu'un autre système n'aurait pas pu conduire à des performances similaires. Elle signifie encore moins que ces politiques seraient transposables telles quelles dans un autre pays ou une autre période. Elle vise simplement à mettre en valeur le fonctionnement d'une banque centrale qui a mené pendant plusieurs décennies une politique que l'on qualifierait aujourd'hui pudiquement de « non conventionnelle ».

La politique de la Banque de France se caractérise en effet par deux traits distinctifs au cours de la période. Le premier est que cette politique ne s'effectuait délibérément pas au moyen des taux d'intérêt. Le second est que politique monétaire, politique du crédit et réglementation bancaire y étaient confondues. Une grande partie de notre travail a consisté à expliquer ces deux caractéristiques et à tenter d'en comprendre les fondements théoriques ou idéologiques. Il a souvent été nécessaire pour ce faire de s'écarter des cadres explicatifs traditionnels.

---

7. Après une hausse au cours des années 1950, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB diminue entre 1961 et 1979 (cf. chapitre 6). La période 1962-1972 est la décennie où la croissance moyenne a été la plus élevée de l'histoire française.

## 1.2 Une politique sans taux

La politique de la Banque de France à partir de 1948 se fonde sur un contrôle direct des quantités de crédit ou de monnaie. La caractéristique principale d'un tel choix réside dans le fait que cette politique permet de déconnecter le taux d'intérêt - c'est à dire le prix - des quantités. Contrairement à ce que l'on observe dans un modèle macroéconomique standard où la baisse de la quantité de monnaie entraîne la hausse du taux d'intérêt, une Banque centrale désirant maîtriser l'inflation peut choisir de rationner la quantité de monnaie ou de crédit sans élever son taux directeur (et en limitant également les taux pratiqués par les banques). Dans le cadre d'une politique expansionniste, la Banque centrale n'a alors pas besoin de baisser ses taux, elle peut se suffire de mettre à disposition plus de liquidités auprès du secteur bancaire.

Ainsi la Banque centrale peut alterner une politique monétaire restrictive et une politique expansionniste en faisant varier les quantités mais sans faire varier - ou dans des proportions minimales - son taux directeur. Théoriquement, la quantité de monnaie ou de crédit peut donc correspondre à plusieurs valeurs de taux nominaux ou réels. Dans tous les cas, le taux d'intérêt n'est pas un prix d'équilibre (c'est un taux *non-market-clearing*), c'est-à-dire que l'offre et la demande s'ajustent grâce à l'égalisation directe des quantités et non par un mécanisme d'élasticité de la demande et de l'offre au prix. Cette thèse de la non équivalence entre le taux de la Banque centrale et la quantité de monnaie repose sur la notion de déséquilibre et diffère donc de l'argument devenu classique de Milton Friedman (1968), selon lequel on peut observer à court terme une hausse du taux d'intérêt nominal de la monnaie lorsque la quantité de celle-ci augmente en raison des anticipations d'inflation.

On comprend aisément pourquoi il est essentiel pour l'économiste ou l'historien de savoir reconnaître un tel choix lorsqu'il est effectué par une Banque centrale. En effet, si l'on s'attache seulement au taux d'intérêt, comme le font la plupart des modèles théoriques ou économétriques actuels, on interprétera à tort un taux d'intérêt bas et stable comme le signe d'une politique expansionniste alors

même que la Banque centrale peut au contraire avoir décidé de mener une politique restrictive.

Pourquoi une Banque centrale choisit-elle une politique sans taux d'intérêt d'équilibre ? Les raisons traditionnellement invoquées reposent sur l'idée qu'elle y est forcée, soit parce que l'économie est dans une trappe à liquidité, soit parce que le gouvernement lui impose de maintenir un taux d'intérêt bas afin de pousser les agents et les banques à acheter des bons du Trésor. Il est indéniable que la seconde raison explique en partie la politique de la Banque de France pendant les Trente Glorieuses ; elle ne nous paraît pas suffisante néanmoins. Trois autres explications doivent en effet être avancées. Tout d'abord, la Banque peut fixer un taux d'intérêt bas et répartir ensuite la quantité de crédit que doivent recevoir les différentes banques ou les différents secteurs de l'économie en fonction de priorités définies en amont. Cette technique fut de fait utilisée par la Banque de France qui restreignait la quantité de certains types de crédit. Ainsi elle put faire en sorte que les crédits à l'exportation ou les crédits au logement, par exemple, ne soient pas soumis au même régime que les autres. Mais la Banque n'effectuait cette sélection que pour une petite partie des crédits, et elle aurait pu tout aussi bien la réaliser en fixant plusieurs taux d'intérêt. Pour le reste des crédits, notre argument est donc, deuxièmement, que la Banque utilisait un taux d'intérêt plus bas que le taux d'équilibre afin d'inciter les banques à prêter aux firmes en leur garantissant un refinancement à bas coût au réescompte, même lorsque la quantité globale du crédit était limitée. Lorsque la Banque centrale voulait réduire la quantité de crédit dans l'économie, elle imposait des limites quantitatives à une grande partie des banques tout en évitant que certaines d'entre elles soient exclues du réescompte par un taux d'intérêt trop élevé. Dans une économie avec imperfections d'information, les banques craignent de ne pas avoir accès au réescompte de la Banque centrale et, pour cette raison, n'investissent pas dans un coût fixe nécessaire pour prêter aux entreprises. Cet argument sera développé longuement dans le chapitre 4. Il se fonde sur l'idée que le taux d'escompte sert à inciter les banques à prêter (et à se refinancer à la Banque centrale) alors que le contrôle des quantités permet quant à lui de réguler l'inflation. Il permet de comprendre la logique des plafonds

de réescompte et de la limitation directe des encours bancaires (*l'encadrement du crédit*). Il montre que la déconnexion entre le prix et la quantité de crédit pouvait donc résulter d'une politique volontariste de la Banque centrale ayant pour but d'inciter les banques à prêter aux entreprises à se refinancer auprès d'elle. Ainsi se maintenait un équilibre où les banques continuaient à être fortement endettées auprès de la Banque de France et où cette dernière développait un grand nombre d'instruments afin de contrôler directement la quantité de monnaie et de crédit dans l'économie<sup>8</sup>.

Une troisième explication, que l'on trouve expressément avancée par les responsables de la Banque de France, en particulier au cours des années 1960, est que la déconnexion entre prix et quantités permettait à la Banque centrale de mener une politique restrictive sans augmenter le taux d'intérêt et, donc, sans attirer des flux de capitaux qui auraient déséquilibré la balance des paiements. Cette politique évitait donc d'imposer des contrôles à l'entrée des capitaux lorsque la balance des paiements était en excédent.

Ces trois arguments montrent que le choix de maintenir un taux d'intérêt plus bas que le taux d'équilibre n'est pas seulement un moyen de financer le gou-

---

8. Une notion régulièrement employée pour désigner l'économie française de cette période est celle « d'économie d'endettement ». Un ensemble de théories s'est développé en France à partir de la fin des années 1970 autour de cette notion, notamment à la Banque de France (d'où le nom parfois utilisé « d'école de la Banque de France »). L'histoire en a été faite notamment par Goux (1990), Loriaux (1991) et Feiertag (2006a, 2006b). Nous n'avons pas voulu reprendre *a priori* cette catégorisation pour deux raisons. Tout d'abord, le terme a été utilisé de manière très politique et circonstancielle. Il reflète l'état des débats en France au début des années 1980 plus qu'il n'informe rétrospectivement sur les politiques des Trente Glorieuses. Ensuite, c'est une notion assez imprécise qui, à partir d'une réflexion sur le lien entre la Banque centrale et les banques, a finalement servi à caractériser l'ensemble du système financier. Sa pertinence pour analyser l'économie française a été contestée (Cobham et Serre 2002). Nous n'entrerons pas ici dans ce débat mais nous avons constaté que les théories de « l'économie d'endettement » étaient insuffisantes pour expliquer pleinement et précisément les mécanismes de la politique monétaire française avant le milieu des années 1970, en particulier l'absence du rôle des taux d'intérêt. Néanmoins, nous discuterons régulièrement au cours des chapitres suivants dans quelle mesure nos analyses rejoignent ou au contraire diffèrent des hypothèses ou conclusions des travaux regroupés habituellement sous l'étiquette « d'économie d'endettement ».

vernement à moindre coût, mais un moyen de favoriser le développement du crédit bancaire et de garantir l'autonomie de la politique monétaire vis-à-vis des marchés financiers internationaux.

Pour qu'une telle politique soit possible, encore faut-il que la Banque centrale puisse réellement contrôler l'inflation à partir des quantités de monnaie et de crédit. Nous verrons que jusqu'au début des années 1970, la Banque de France est convaincue que le contrôle de la monnaie et de l'inflation peut se faire principalement à partir du contrôle direct du crédit bancaire. Mais elle est également consciente du fait que rationner le crédit peut pousser les banques qui ne sont plus en mesure de prêter à transformer certains actifs illiquides en actifs liquides. Le contrôle du crédit s'accompagne donc d'un contrôle de la liquidité des actifs bancaires.

Une politique monétaire quantitative nécessite donc de combiner contrôle du crédit et contrôle des liquidités. Elle requiert également d'adapter sans cesse les instruments de contrôle à l'évolution de la composition des bilans bancaires afin qu'ils demeurent efficaces et ne soient pas contournés par les banques. La Banque de France était donc lancée dans une sorte de course-poursuite avec les banques afin que des instruments de régulation bancaire puissent à chaque fois être des moyens suffisants de contrôle monétaire. Les contrôles de capitaux venaient renforcer la maîtrise de la composition des bilans bancaires.

Ainsi se précise la nature de la politique de la Banque de France pendant les Trente Glorieuses. Celle-ci favorisait le développement du crédit en permettant largement aux banques de réescompter leurs effets et en maintenant un taux d'intérêt bas. Puis, lorsque l'inflation guettait (ou avait déjà atteint un niveau élevé...), elle rationnait directement la quantité de crédit dans l'économie tout en conservant un taux d'intérêt quasi-stable. Une fois le niveau des prix stabilisé, la Banque ouvrait alors à nouveau les vannes du crédit, jusqu'à ce que s'avère nécessaire la prochaine contraction. Nous avons ainsi décompté six épisodes de contraction monétaire entre 1948 et 1973.

La complexité du choix des instruments de contrôle quantitatif fait qu'il est difficile de mesurer les effets de la politique de la Banque de France. Les

taux d'intérêt ne peuvent évidemment pas être utilisés comme un indicateur de l'orientation de la politique monétaire. Les agrégats de crédit et de monnaie ne reflètent pas l'ensemble des dispositions prises. Quant aux instruments de contrôle quantitatif, ils sont sans cesse renouvelés afin de garantir l'efficacité des mesures. Il est par conséquent impossible d'obtenir une série statistique continue reflétant l'orientation de la politique de la Banque centrale.

Afin de contourner ce problème, nous nous sommes tournés vers une approche dite « narrative » (Friedman et Schwartz 1963, Romer et Romer 1989) qui consiste à identifier les moments de politique restrictive en se fondant, non pas sur des séries statistiques, mais sur les intentions connues et les décisions des banquiers centraux. C'est donc à partir des discussions restituées dans les archives et de la compréhension la plus précise possible des divers instruments utilisés que nous pouvons déterminer si la politique monétaire était ou non restrictive, et tenter ainsi d'en construire une mesure adéquate.

En combinant une telle mesure avec des techniques standard d'économétrie des séries temporelles, nous montrons que la politique de la Banque de France avait un impact important sur le cycle économique et réussissait ainsi à maîtriser l'inflation. Si, comme la plupart des études actuelles, nous avons utilisé le taux d'intérêt comme mesure de la politique monétaire, il nous aurait été au contraire impossible de conclure à un quelconque effet de la politique de la Banque de France pendant les Trente Glorieuses. Ne pas prendre en compte le fait que ce taux n'était pas un prix d'équilibre expose donc bien à commettre une erreur d'interprétation majeure sur la politique monétaire de cette période.

Une politique reposant sur le contrôle des quantités a trois autres manifestations qui sont tout autant essentielles pour comprendre l'action de la Banque de France.

Tout d'abord, le fait que le taux d'intérêt de la Banque centrale ne soit pas un taux d'équilibre (et que les taux des dépôts et des prêts soient régulés en conséquence) l'empêche de jouer un rôle macroéconomique pour égaliser l'épargne et l'investissement. C'est l'argument classique de Shaw (1973) et McKinnon (1973, 1993) sur la « répression financière ». La faible rémunération de l'épargne qui



découle des taux trop bas peut entraîner un faible développement des dépôts et des crédits. Mais si la Banque centrale continue à refinancer les banques - les incitant ainsi à transformer les dépôts en crédit à long terme - et à maintenir un taux d'intérêt réel légèrement positif, alors ces politiques de répression financière peuvent paradoxalement conduire à un développement financier. C'est ce qui s'est passé en France pendant les Trente Glorieuses. Dans tous les cas, c'est bien la capacité de la Banque centrale à maîtriser l'inflation qui rend cette politique soutenable.

On peut par ailleurs se demander comment l'allocation du crédit parvient à fonctionner au niveau microéconomique, étant donné que les taux d'intérêt ne jouent aucun rôle dans cette allocation au niveau macroéconomique. Dans la relation entre la banque et l'emprunteur, il est probable que la sélection ne se fasse pas non plus par les taux d'intérêt, étant donné leur faible niveau général. Deuxièmement donc, le gouvernement et la Banque centrale acquièrent un rôle supplémentaire consistant à orienter les crédits en désignant les secteurs ou les firmes prioritaires et à diffuser des informations permettant aux banquiers de procéder à la sélection des emprunteurs. C'est bien ce type d'intervention des pouvoirs publics dans l'allocation du crédit qui caractérisait la politique du crédit au sein du système « dirigiste » français.

Finalement, une politique par les quantités, notamment parce qu'elle repose sur des régimes spéciaux d'exemptions et sur une sélection à l'escompte qui ne passe pas par les taux, crée nécessairement des rentes de situation pour certaines banques ou entreprises, qui bénéficient de crédits auxquels elles n'auraient probablement pas eu accès si les taux étaient à leur valeur d'équilibre. Sur le plan politique, la Banque centrale doit donc endosser la responsabilité des rentes qu'elle engendre. Nous verrons que, tant que celles-ci sont considérées comme génératrices d'externalités positives pour la société, la politique par les quantités se maintient. Mais quand ces rentes en viennent à être perçues comme inefficaces et contraires à l'intérêt général, alors la légitimité des contrôles quantitatifs de la Banque centrale se trouve mise en cause. Ainsi, la libéralisation du système financier français, amorcée à la fin des années 1970, et accomplie au milieu des années 1980, fut paradoxalement motivée

par des arguments sensiblement similaires à ceux qu'on invoquait en 1945 pour mettre en place la « nationalisation du crédit » : la politique monétaire servait l'intérêt des banques au mépris de la croissance et de l'investissement.

### **1.3 La politique du crédit : réglementation bancaire, allocation et lutte contre l'inflation**

Le type de politique décrit précédemment n'a pu exister que dans un cadre légal et idéologique bien différent de celui que nous connaissons aujourd'hui en Europe. Tout d'abord, la Banque centrale devait disposer des capacités juridiques d'employer certaines mesures de réglementation bancaires (sur le contrôle du crédit et de la liquidité) comme des instruments de politique monétaire conjoncturelle. Elle devait donc non seulement avoir le pouvoir de contrôler les banques, mais aussi bénéficier d'une flexibilité suffisante sur ce contrôle afin que les décisions de restriction quantitative puissent être prises rapidement et indépendamment sans faire l'objet d'un vote au parlement ou d'un décret ministériel. Deuxièmement, la Banque centrale devait jouir d'une légitimité suffisante pour que ses interventions dans la sélection des crédits, qui reviennent à donner une priorité - une rente - à certains secteurs ou certaines banques (et influent donc également indirectement sur la concurrence), soient considérées comme œuvrant au service de l'intérêt général et de la croissance.

Un tel cadre idéologique fut à l'origine de la loi du 2 décembre 1945 « relative à la nationalisation de la Banque de France, des grandes banques de dépôts et à l'organisation du crédit », que les contemporains désignèrent comme « loi de nationalisation du crédit ». La loi, dont on retient souvent principalement la nationalisation du capital de la Banque, confère par ailleurs à celle-ci des pouvoirs importants en matière de contrôle de banques et d'intervention dans l'allocation du crédit. Nous verrons dans le chapitre suivant que la loi de 1945 trouve son origine dans les théories développées par les mouvements socialistes et planistes des années 1930 et reprises par le Conseil national de la résistance en 1944. Mais elle s'inscrit

également dans une double continuité institutionnelle. Elle poursuit d'abord l'intervention directe de la Banque de France dans le secteur bancaire au moyen du réescompte, pratique courante en France depuis le XIXe siècle. Elle reprend ensuite certains des instruments juridiques - en particulier les lois bancaires - établis sous le régime de Vichy qui permettaient à l'État d'asseoir son contrôle sur les banques et l'industrie. La rupture idéologique avec le régime précédent ne s'accompagne donc nullement d'une rupture institutionnelle forte ici : tout en modifiant le fonctionnement des institutions qu'elles empruntent à Vichy, les nouvelles politiques définies en 1945 partagent son rejet des politiques de l'entre-deux-guerres, accusées d'avoir favorisé la poursuite par les banques et les marchés financiers français de buts contraires à l'intérêt général.

Les nouvelles attributions de la Banque de France donnent naissance à une politique mêlant réglementation bancaire, intervention dans l'allocation du crédit et régulation de la quantité globale de monnaie et de crédit. Ainsi, ce que l'on a l'habitude aujourd'hui de nommer « politique monétaire » fait à l'époque partie intégrante d'une « politique du crédit ». Nous verrons combien il est indispensable de tenir compte de ce cadre juridique et idéologique pour comprendre, non seulement les moyens d'intervention dont dispose la Banque, mais également sa conception de la monnaie et de la lutte contre l'inflation. Contrairement aux idées reçues sur cette période, la politique de la Banque de France avait très peu à voir avec le keynésianisme, en tout cas avec la théorie monétaire de Keynes et de ses émules britanniques, prompts à privilégier la politique budgétaire. Sauf à défendre l'idée que le « keynésianisme » est un concept très général recouvrant toute forme d'intervention de l'État dans l'économie, il est impossible de comprendre les spécificités du lien entre la Banque de France et le système bancaire et financier au prisme des théories keynésiennes traditionnelles. Assimiler la politique de la Banque de France aux principes keynésiens empêcherait en outre de saisir les incompréhensions mutuelles et les différends profonds qui marquèrent les échanges de la France avec les États-Unis et l'Angleterre au sujet des questions monétaires, comme nous le verrons dans les chapitres 2 et 5. Ces remarques permettent enfin de mieux comprendre pourquoi la référence directe aux idées monétaires et budgétaires key-

nésiennes n'apparaît pas en France avant la fin des années 1960 et pourquoi celle-ci prit en partie la forme d'un plaidoyer pour une libéralisation du système bancaire et financier et pour un changement radical des moyens d'intervention de la Banque de France.

La Banque de France fut donc une pièce maîtresse d'un système dirigiste caractérisé par une forte intervention de l'État dans l'allocation du crédit et la production industrielle. Son rôle premier fut d'abord de rendre le crédit disponible en grande quantité tout en maîtrisant l'évolution afin que l'inflation ne sape pas le fonctionnement du système. Son second rôle fut d'influencer l'allocation des crédits afin de faire en sorte que les secteurs jugés utiles à la croissance reçussent en priorité les financements nécessaires aux investissements.

Il est extrêmement difficile de rendre compte précisément du rôle de la Banque de France dans l'allocation du crédit : d'une part, la Banque de France adresse une grande part de ses recommandations aux banques par des canaux informels multiples ; d'autre part, la coordination de la Banque avec le gouvernement, le Commissariat général du Plan, ou les « organismes spécialisés » se fait également par des moyens divers, dont nous n'avons que des traces très incomplètes dans les archives. Le propre d'une économie « dirigiste » ou « concertée », pour reprendre le vocabulaire de l'époque, est de concevoir l'intervention de l'État comme prenant la forme d'une coordination entre les différentes parties, privées ou publiques, et non comme le décret d'un planificateur tout puissant qui pourrait définir de façon isolée la quantité de crédit ou d'investissement nécessaire à chaque entreprise ou chaque secteur.

Nous décrivons dans les chapitres 2 et 6 la manière dont la Banque de France pouvait intervenir directement ou indirectement dans l'allocation du crédit. Il apparaît tout d'abord que ces interventions étaient, au quotidien, peu liées au Plan qui émettait des directives beaucoup trop générales pour permettre une sélection des crédits au niveau des banques ou des firmes. Il apparaît ensuite que l'intervention de la Banque ne peut être justement estimée si l'on s'attache uniquement au volume de ses prêts aux banques ou au gouvernement.

La démarche que nous avons suivie dans le chapitre 6 a dès lors consisté à éva-

luer l'ensemble de l'allocation des crédits dans l'économie dirigiste française, sans pouvoir isoler quantitativement le rôle exact de la Banque de France. Pour mener à bien cette entreprise, le fait que les banques, en raison des contrôles stricts auxquels elles étaient soumises, aient été tenues de déclarer mensuellement à la Banque de France le montant de leur encours de crédit à chaque secteur de l'économie nous a été d'un secours précieux. Ces statistiques distinguaient entre le crédit à court terme et les crédits à moyen et long terme. En recueillant par ailleurs les déclarations fiscales des entreprises regroupées au Ministère des Finances de 1954 à 1974, nous avons ainsi pu lier les montants d'encours de crédits aux autres caractéristiques de ces secteurs (investissement, chiffre d'affaires, nombre d'entreprises, employés).

Le résultat principal qui ressort de cette analyse est que le crédit à moyen et long terme (c'est à dire supérieur à 2 ans) a été le moteur de la croissance française pendant les Trente Glorieuses. Le montant de ces crédits était bien positivement corrélé au rendement marginal du capital au niveau sectoriel, comme le prédit la théorie économique. Nous trouvons également, à partir d'estimations économétriques, que ces crédits ont eu un impact causal positif sur la croissance des investissements et du chiffre d'affaire.

Ces résultats sont cohérents avec l'accent mis par les politiques de l'après-guerre sur le développement du crédit à moyen et long terme. La Banque de France y prit activement part en réescomptant les crédits à moyen terme (jusqu'à 5 ans, voire 7 ans pour certains secteurs), ce qui encouragea les banques et les organismes spécialisés de crédit à prêter à plus long terme qu'avant la guerre. L'allocation du crédit, appuyée par l'intervention de l'État, fut en mesure de favoriser la croissance.

## **1.4 Perspectives sur les Trente Glorieuses, la stagflation et Bretton Woods.**

Les conclusions de cette étude sur la politique du crédit remettent en cause l'idée selon laquelle la croissance des Trente Glorieuses s'expliquerait uniquement

par un phénomène de rattrapage qui se serait, pour ainsi dire, effectué naturellement, et où les facteurs financiers auraient joué un rôle mineur. Nous rejoignons ici les conclusions d'Alexander Gerschenkron (1962) qui a montré pour la fin du XIXe siècle combien les institutions financières sont essentielles au rattrapage et comment les États ont joué un rôle fondamental dans leur création (*substitution of prerequisites*). Tout comme ce que Gerschenkron observait pour les pays européens de la fin du XIXe, le nouveau rôle de l'État en France après 1945 s'affirme au sein d'une idéologie et d'une pensée théorique profondément nationales servant à justifier ces interventions. C'est ce constat qui a motivé l'analyse du chapitre suivant sur les valeurs et les normes sociales au fondement de la nouvelle politique du crédit après la Seconde guerre mondiale. Comme le remarquait encore Gerschenkron, il est essentiel de comprendre comment la remise en cause de l'allocation par le marché n'est pas contradictoire avec des politiques visant à développer le capitalisme et la force du secteur bancaire.

Notre propos se situe également dans la droite ligne de l'étude de Barry Eichengreen (2006) sur le « capitalisme coordonné » de l'Europe de l'Ouest après la Seconde guerre mondiale qui a montré comment les différentes institutions mises en place par ces pays ont toutes été d'indispensables moteurs de la croissance. Alors qu'Eichengreen concentre principalement son analyse sur le marché du travail et les politiques industrielles, nous apportons une vision complémentaire, et ici exclusivement française, sur la politique financière et la politique monétaire. Nous insistons en particulier sur la coordination institutionnelle très forte qui existait entre la lutte contre l'inflation, l'allocation du crédit, la réglementation bancaire et le financement du gouvernement.

Comprendre pourquoi certaines politiques ont apporté des résultats positifs pendant les Trente Glorieuses permet également de jeter un regard nouveau sur l'évolution de l'économie française par la suite. Contrairement à ce que l'on pense parfois, la Grande Inflation des années 1970 n'est pas l'aboutissement logique des politiques inflationnistes des Trente Glorieuses. Elle résulte au contraire d'un changement de vision survenu au tournant des années 1970 et qui a conduit la Banque de France et le gouvernement à refuser de mener des politiques anti-inflationnistes

aussi restrictives que lors des deux décennies précédentes. Les archives utilisées dans cette thèse ont montré comment la politique de la Banque de France se modifie profondément au milieu des années 1970. Au cours des années 1960, la limitation directe des encours bancaires (encadrement du crédit) est utilisée de manière conjoncturelle, temporaire, et très restrictive. Les dirigeants de la Banque de France précisent clairement que l'utilisation permanente d'une telle technique nuirait à son efficacité et risquerait de conduire à la création de « rentes de situation » et à la « sclérose » du système bancaire français (cf. chapitres 2 et 3). De 1973 à 1987, l'encadrement du crédit fut au contraire utilisé de manière permanente et moins restrictive qu'auparavant, à l'encontre des préconisations des années précédentes. Nous étudierons ce changement de vision en tentant d'en envisager les causes et les effets. La libéralisation du système financier français au début des années 1980 n'est pas la conséquence accidentelle d'un choc venu de l'extérieur, mais résulte de ce que la politique du crédit a fini par avoir des effets directement contraires aux objectifs qui la définissaient initialement.

De même que la croissance de rattrapage, la stabilité du système monétaire international de Bretton Woods est souvent invoquée comme une explication mécanique des performances des pays occidentaux de 1945 à 1971. Il est certes indéniable que les changes fixes ont facilité la coordination entre pays, mais on sait pourtant que les accords de Bretton Woods avaient de nombreuses failles qui rendaient le système intrinsèquement instable (Triffin 1960, Bordo 1993).

Notre approche se concentrant sur la politique intérieure de la Banque de France, nous n'avons pas pu ici mener une analyse exhaustive de la place de la France au sein du système monétaire international. La politique des changes et notamment le fonctionnement de l'Union européenne des paiements appellerait un traitement différent. Mais l'exemple de la politique monétaire française suggère que la stabilité du système monétaire international s'est maintenue car les pays européens prenaient les mesures nécessaires à la stabilisation de leur balance des paiements. Encore une fois, les résultats économiques ne sont pas le fruit d'un hasard heureux ou d'ajustements naturels mais bien de politiques délibérées. Le cas français montre que les dévaluations, les contrôles de capitaux et la déconnexion

entre les taux d'intérêt et le contrôle par les quantités pouvait garantir une très forte autonomie de la politique monétaire au sein de Bretton Woods. La France conduisit donc régulièrement une politique monétaire restrictive pour résoudre ses problèmes de balance des paiements, mais le moment de cette politique n'avait pas à être déterminé par le cycle économique des autres pays. L'incompatibilité entre les revendications démocratiques nationales et le régime de changes fixes, qui avait été fatale à l'étalon-or (Polanyi 1944, Eichengreen 1992, Mundell 2000), avait ainsi bel et bien disparu sous Bretton Woods.

A plusieurs reprises, la France a dénoncé, sur la scène internationale (au Fonds monétaire international, à la Banque des règlements internationaux notamment), l'instabilité fondamentale du système de Bretton Woods et plaidé pour la définition de règles de fonctionnement plus strictes, sans jamais mettre en cause pour autant l'autonomie nationale des politiques. Dès qu'elle fut en position de force, et notamment qu'elle eut stabilisé durablement sa balance des paiements au début des années 1960, la France tenta d'imposer ses vues auprès de ses alliés. Les politiques et haut-fonctionnaires français étaient convaincus qu'une dévaluation du dollar, des politiques monétaires rigoureuses et une meilleure coopération entre banques centrales étaient indispensable à la survie du système international. Comme nous le verrons dans le chapitre 5, la position française était non seulement influencée par les expériences de l'entre-deux-guerres mais s'appuyait également sur sa politique monétaire intérieure. La France s'opposa au cours des années 1960 frontalement aux politiques monétaires des États-Unis et de l'Angleterre. Certes, elle cherchait par-là à profiter des faiblesses de ses alliés pour tenter de s'imposer comme la grande puissance diplomatique qu'elle ne pouvait plus être, mais ces débats reflétaient également des différences de fond avec les anglo-saxons sur la politique monétaire et sur la coordination entre banques centrales. Seule une analyse des politiques intérieures peut ainsi permettre de comprendre la stabilité du système monétaire international et les enjeux de la coordination entre banques centrales.



## 1.5 Sources et archives

Ce travail de thèse repose en majeure partie sur la consultation des archives de la Banque de France (dorénavant **ABF**). Lorsqu'il s'est avéré nécessaire de consulter des sources autres afin de comprendre les débats internes ou les décisions de la Banque, nous avons eu recours à des documents du Ministère des Finances, du Commissariat général du plan, du Conseil économique et social ou de diverses commissions constituées sur la demande d'un ministère ou de l'Assemblée nationale. Mais les sources extérieures à la Banque de France que nous avons utilisées sont principalement de la « littérature grise », c'est à dire des rapports ou des publications officielles, et non des documents de travail ou des discussions internes à ces diverses administrations. La seule exception fut la consultation des archives de la Banque des règlements internationaux (BRI), incluant notamment les discussions du G10. La politique de la Banque de France était en effet principalement tournée vers les questions nationales : les renseignements sur la coopération internationale entre banques centrales présents dans les archives de la Banque sont la plupart du temps soit très techniques (transactions financières entre banques centrales) soit assez elliptiques (au sein du Conseil général). Il était peu fait état au sein de la Banque des discussions avec le gouvernement au sujet des questions internationales. Les archives de la BRI et du G10 étaient ainsi d'indispensables compléments pour comprendre la nature du discours porté par la France au sein des discussions monétaires internationales. Le même constat vaut pour les projets de construction monétaire européenne, dont nous ne parlerons pas ici, et qui ont déjà été longuement étudiés par les historiens<sup>9</sup>.

Le choix des sources a donc privilégié le point de vue de la Banque de France. Ce parti-pris se justifie car notre objectif premier était d'analyser avant tout les instruments de ses interventions ainsi que leurs motivations. En dépit du manque d'indépendance de la Banque vis-à-vis du gouvernement, il nous a semblé que les archives de celle-ci contenaient assez d'informations pour comprendre les objectifs de la politique monétaire. Les désaccords ou accords avec le gouvernement, même

---

9. Voir notamment Bozo (2000), Milward (2000), Warlouzet (2011).

lorsqu'ils ne sont pas rendus publics, apparaissent clairement dans les archives, et sont en particulier exprimés au Conseil général. Lorsqu'une politique était suggérée, voire imposée, par les ministres, elle donnait toujours lieu à des discussions au sein de la Banque. Nous verrons que cette situation change en partie au début des années 1970, quand le gouvernement acquiert de plus en plus de pouvoirs sur la politique monétaire. A la fin de 1972, pour la première fois, des mesures de politique monétaire ont été prises sur ordre du gouvernement sans susciter de débat au sein de la Banque de France<sup>10</sup>. Nous avons également pu bénéficier du fait que les archives du Ministère des Finances sur cette période ont été déjà bien étudiées par les historiens (Margairaz 1991, Quennouëlle-Corre 2000), et une littérature secondaire importante existe sur les politiques économiques des différents gouvernements.

Les « procès-verbaux du Conseil général » (PVCG) qui se réunissait chaque jeudi et au sein duquel étaient prises les décisions touchant à l'ensemble des activités de la Banque ont constitué une de nos sources principales. Ces procès-verbaux n'étaient jamais rendus publics et les membres s'y exprimaient librement. Ils sont en outre assez complets, puisque l'ensemble des débats, des chiffres présentés et des textes votés y figurent. Les PVCG ont l'avantage d'être réguliers et continus, et ils constituent donc un bon point de départ pour retracer les décisions prises par la Banque de France. Ils permettent en particulier de suivre la politique conjoncturelle de la Banque, c'est à dire de dater précisément les décisions de rendre la politique plus ou moins restrictive. Mais ils sont très insuffisants pour comprendre d'une part les rapports de la Banque centrale avec les banques, et d'autre part la genèse des réformes monétaires et financières au cours de cette période. Les grandes réformes (sur le réescompte à moyen-terme, le marché monétaire, les plafonds d'escompte, les réserves obligatoires par exemple) étaient pensées et préparées, parfois pendant plusieurs années, au sein des différents services de la Banque de France. De même que pour les relations quotidiennes avec les banques, nous avons donc trouvé la

---

10. Une étude approfondie de la fin des années 1970 et du début des années 1980, que nous ne réaliserons pas ici, aurait donc sans doute nécessité de faire un usage plus systématique des archives du Ministère des Finances

plupart des renseignements nécessaires à la compréhension des réformes dans les archives des différents services : la Direction générale du crédit, la Direction générale de l'escompte, la Direction du marché monétaire, la Direction des analyses statistiques et monétaires ainsi que les rapports des succursales. Nous avons pu constater que les relations entre ces services étaient fréquentes. Le fonds d'archives du Conseil national du crédit nous a permis quant à lui de prendre connaissance des délibérations de ce conseil aux réunions irrégulières et dont l'importance apparaîtra dans le chapitre 2. Il contient également un suivi précis de la législation bancaire. Enfin, le fonds de la Direction générale des services étrangers a permis d'éclairer la nature des transactions entre la Banque de France et les autres banques centrales, et notamment le « pool de l'or » qui fera l'objet du chapitre 5. D'une manière générale, la consultation de ces différents fonds d'archives s'est avérée indispensable pour comprendre le fonctionnement des divers instruments utilisés par la Banque pour lutter contre l'inflation et influencer l'allocation du crédit. De tels renseignements techniques sont absents des PVCG.

Il faut attendre 1970 pour que la Banque de France acquiert un service de recherche économique (le « Service d'études économétriques et de recherche » ou SEER), qui fit progressivement de la prévision une pratique courante et instaura des liens importants avec la recherche universitaire (française et anglo-saxonne). Il prend véritablement son essor à partir du milieu des années 1970. Nous avons donc également pu utiliser les archives de ce service pour analyser la fin de notre période. Mais pour la majeure partie des Trente Glorieuses, les prévisions du personnel de la Banque ne sont pas disponibles et n'étaient pas fondées sur des modèles statistiques. L'apparition de ce service de recherche pose un problème supplémentaire pour l'historien car il devient alors difficile de savoir dans quelle mesure les travaux réalisés en son sein représentaient les opinions de l'ensemble de la Banque de France et s'ils influençaient réellement les décisions politiques. Lorsque nous rendons compte de certains travaux du SEER (en particulier sur le ciblage de la masse monétaire), nous ne supposons pas qu'ils reflètent l'opinion de la direction de la Banque de France sauf si les arguments sont repris dans d'autres services ou au Conseil général.

Une des principales et paradoxales difficultés de l'histoire contemporaine tient à l'abondance de ses sources. Procéder à une lecture systématique et exhaustive des archives des différents services de la Banque de France qui contiennent notamment l'ensemble des correspondances et des transactions effectuées avec les banques était une tâche vaine et impossible. Nous nous sommes concentrés ici sur les choix politiques, dans le but de comprendre les objectifs des politiques conjoncturelles, les réformes des instruments d'intervention de la Banque et les grandes lignes directrices de la politique du crédit.

Nous avons enfin choisi de ne pas recourir à l'histoire orale et de ne pas réaliser d'entretiens formels avec des acteurs de cette période. Outre que ce type de sources est à la merci des faiblesses de la mémoire humaine, et que l'histoire des Trente glorieuse est particulièrement connue pour faire l'objet de réécritures héroïques (Gaïti, 2002), il nous semble que l'histoire orale est surtout bien adaptée et nécessaire à l'étude du fonctionnement des organisations et des administrations. Dans le cas de la politique conjoncturelle, les archives suffisent pour identifier assez clairement les parties et les idées en présence. Il faut également préciser que l'utilisation d'entretiens aurait créé une forte asymétrie entre le début et la fin de notre période d'étude, la majorité des responsables de la politique monétaire de la première moitié des Trente Glorieuses étant aujourd'hui décédés<sup>11</sup>.

Les sources permettant de comprendre les tenants et aboutissants de la politique monétaire sont certes abondantes, mais elles frappent aussi souvent par la maigreur des informations qu'elles contiennent. Il ne faut pas s'attendre à trouver dans les archives de la Banque des justifications complètes et parfaitement articulées des décisions prises, de même qu'il n'est pas toujours possible de déterminer ce qui a été à l'origine d'une idée ou d'une réforme. Il est encore moins fréquent de tomber sur une évaluation satisfaisante et suffisamment neutre des conséquences

---

11. Cela ne nous a pas empêché de pouvoir profiter des discussions avec certains responsables de l'époque qui ont pu parfois nous orienter vers des sources utiles. Les séminaires ou conférences organisés par la Mission Historique de la Banque de France et les séminaires du Comité des Archives orales du Ministère des Finances nous ont permis en particulier d'écouter ou de nous entretenir informellement avec André de Lattre, Robert Raymond, Claude Pierre-Brossolette, Jacques de Larosière, Edmond Malinvaud, Michel Lutfalla, Pierre Cortesse.

des réformes ou des politiques adoptées.

Notre volonté d'utiliser les archives qualitatives tient à la conviction qu'il n'est pas toujours possible d'inférer de séries statistiques les objectifs et les intentions des politiques et qu'il est en revanche certainement impossible d'expliquer les pratiques uniquement à partir d'un cadre juridique. Pour comprendre une politique, on ne peut donc pas se passer de l'analyse des processus de décision et de leur contexte historique et institutionnel. Mais rendre compte des décisions concernant la politique monétaire sans recourir à la théorie économique et à l'analyse quantitative serait inversement une entreprise également fort risquée. La théorie permet de reconstituer la logique des décisions, d'en proposer une interprétation et d'envisager les divers effets possibles. L'analyse quantitative permet quant à elle de tenter de mesurer ces effets, sans prendre pour argent comptant les déclarations des acteurs. Elle peut jouer sur différentes temporalités (court terme, long terme) et différentes échelles (équilibre partiel, équilibre général) qui n'étaient pas maîtrisées ou connues au moment où les décisions ont été prises.

Nous avons pour cette raison voulu combiner l'analyse qualitative, la théorie économique et les méthodes quantitatives afin de formuler nos interprétations. Les analyses quantitatives ont été facilitées par la qualité des statistiques construites par le Service central des risques pour le compte du Conseil national du crédit. La volonté de la Banque de France de contrôler le volume général de crédit et de monnaie et l'allocation du crédit, l'a poussé à recueillir des données dont la précision et l'étendue sont tout à fait remarquables. Peu de banques centrales à cette époque construisaient des statistiques aussi complètes.

## 1.6 Vocabulaire

Une partie du vocabulaire utilisé à la Banque de France pendant les Trente Glorieuses n'a plus cours aujourd'hui et n'avait pas nécessairement d'équivalent dans les pays étrangers. Dans les chapitres écrits en langue anglaise, nous avons essayé dans la mesure du possible de proposer des traductions ou des équivalents, tout en mentionnant systématiquement le terme original. Certains termes encore

employés aujourd'hui avaient quant à eux une acception particulière pendant cette période, différente de leur acception actuelle. Il n'est donc pas inutile de présenter en introduction les quelques mots essentiels du vocabulaire de la Banque pendant cette période. Les mots plus techniques et circonstanciés, ainsi que les différents services de la Banque seront définis et présentés dans le corps des chapitres.

Précisions tout d'abord que lorsque les membres de la Banque parlent de *crédits*, il s'agit toujours d'*encours* et jamais de *flux*.

L'expression *encadrement du crédit* désigne une limitation directe de la croissance des encours, c'est à dire que les établissements de crédit ne peuvent augmenter leurs encours au delà d'un certain pourcentage sur une période donnée. Le terme date seulement du milieu des années 1960, mais il a ensuite qualifié rétrospectivement la mesure introduite en France en 1958.

La notion de *liquidité* est employée parfois de manière très générale, désignant la monnaie, le crédit ou le refinancement des banques. Mais dans la plupart des cas, elle désigne bien la capacité d'un actif à être échangé. La Banque distingue donc le contrôle du crédit qui affecte directement le montant que les banques peuvent prêter et le contrôle de la liquidité qui vise à immobiliser directement certains actifs bancaires et donc à jouer sur la composition des bilans des banques.

Le mot de *transformation*, clé de voûte de la plupart des discussions sur le système bancaire français, désigne l'utilisation par les banques des dépôts à court terme pour octroyer des crédits à long terme.

Après 1945, la Banque de France emploie indifféremment les termes d'*escompte* et de *réescompte* pour désigner son rachat d'effets de commerce (déjà escomptés) détenus par les banques avant leur échéance. Mais l'*escompte direct*, c'est à dire réalisé auprès d'entreprises et non de banques, continue à être pratiqué dans les succursales, même s'il a perdu de son importance par rapport à la situation d'avant-guerre. Un effet *réescomptable* est également dit *mobilisable*. La Banque étend après 1945 sa faculté de réescompte à certains crédits à moyen termes qui sont donc nommés *crédits à moyen terme mobilisables*. Le service du réescompte est aussi quelquefois qualifié d'*endos*, et les commissions applicables au réescompte de *commissions d'endos*.

Le terme d'*impasse*, utilisé en France entre 1949 et 1969, désignait la somme du déficit budgétaire et des charges financières du Trésor.

Les expressions *marché monétaire* et *open market* furent utilisées sans distinction même si, nous le verrons, le marché monétaire français était très différent de l'*open market* anglais à cette époque. Les banques et institutions de crédit peuvent échanger sur ce marché où la Banque de France a le droit d'intervenir depuis 1938 en achetant, vendant ou prenant en pension des effets publics et certains types d'effets privés. La Banque nomme les effets qu'elle emploie sur ce marché les *effets négociables*.

Enfin, à la Banque de France comme dans le reste de l'administration française, on emploie souvent les expressions *économie dirigée*, *économie concertée* ou *économie planifiée* pour désigner le système économique français de cette période caractérisé par une forte intervention de l'État dans l'économie. La *sélectivité du crédit* qualifiait quant à elle l'ensemble des interventions de l'État dans l'allocation du crédit, y compris celles de la Banque de France.

## 1.7 Plan

Le deuxième chapitre de cette thèse présente une analyse institutionnelle de la politique de la Banque de France de 1945 au années 1970. Son but est de caractériser l'ensemble des interventions de la Banque dans le domaine du crédit et de comprendre le cadre juridique et idéologique dans lequel elles prirent place. Les annexes de ce chapitre incluent les principales statistiques macroéconomiques et financières de la France des Trente Glorieuses ainsi qu'une description et une évaluation quantitative des financements de la Banque de France au gouvernement.

Le troisième chapitre propose une analyse quantitative des politiques restrictives mises en place par la Banque pour combattre l'inflation. Nous employons la méthode dite « narrative » pour construire une mesure de ces politiques et estimer ensuite économétriquement leurs effets. Cet article constitue la principale contribution de cette thèse. Il va à l'encontre de l'idée selon laquelle la politique monétaire aurait été passive pendant les Trente Glorieuses et montre au contraire qu'elle a été

le principal déterminant du cycle économique. En réalisant la première application économétrique de l'approche narrative à une politique monétaire quantitative sans taux d'intérêt, il montre en outre comment cette méthode est à même d'éclairer la situation de nombreuses autres banques centrales ayant utilisé de tels instruments non conventionnels.

Le quatrième chapitre présente un modèle en équilibre partiel de l'interaction entre la Banque centrale et les banques afin d'expliquer pourquoi la première choisit de contrôler les quantités en fixant le taux d'intérêt sous sa valeur d'équilibre. Contrairement à l'argument classique de la répression financière il montre comment une telle politique n'est pas nécessairement justifiée par les besoins de financement du gouvernement mais a pour but d'encourager le développement du crédit bancaire. Cette analyse complète le modèle macroéconomique simple présenté dans le chapitre précédent. Nous montrons ensuite comment ces résultats théoriques peuvent expliquer la politique de la Banque de France. Ce modèle d'une politique monétaire comme solution de second rang (*second best equilibrium*) appliquée à la Banque centrale les analyses traditionnelles du dilemme entre contrôle des quantités et contrôles des prix en théorie de l'organisation industrielle. Ses conclusions ne se résument donc pas à l'analyse de la politique de la Banque de France pendant les Trente Glorieuses et peuvent décrire plus généralement le dilemme auquel font face toutes les banques centrales qui font reposer leur politique sur un refinancement direct des banques.

Le cinquième chapitre est une étude de la position française au sein de la coopération entre banques centrales au début des années 1960. Il permet de comprendre les enjeux du « gold pool » (consortium de l'or) et de replacer la politique étrangère du général de Gaulle dans le contexte des débats monétaires. Il montre comment les vaines tentatives de la Banque de France d'imposer des nouvelles « règles du jeu » au niveau international doivent être comprises en fonction de ses propres conceptions et pratiques monétaires qui entrèrent en conflit avec les visions et intérêts anglais et américains.

Enfin, le sixième chapitre cherche à caractériser l'intervention de l'État dans l'allocation du crédit au cours des Trente Glorieuses et à évaluer l'importance du



développement du crédit pour la croissance de l'économie française. Il montre ainsi comment fonctionne le lien entre finance et croissance dans une économie dirigiste. L'analyse empirique repose sur une base de données inédite permettant d'étudier l'allocation du crédit entre 49 secteurs de l'économie de 1954 à 1974. Sa conclusion principale est que le crédit à moyen et long terme (dont le développement était activement soutenu par le gouvernement et la Banque de France) a été le moteur de la croissance française des Trente Glorieuses.

# Instituer le crédit. La politique de la Banque de France de la Libération aux années 1970.

---

« What planning was really about was faith in the state. In many countries this reflected a well-founded awareness, enhanced by the experience of war, that in the absence of any other agency of regulation or distribution, only the state now stood between the individual and destitution. But contemporary enthusiasm for an interventionist state went beyond desperation or self-interest. »

Tony Judt, *Postwar : A History of Europe since 1945*,  
2006, p.69

Le rôle de la Banque de France dans l'économie française pendant les Trente Glorieuses est souvent considéré comme mineur en raison de l'absence d'indépendance de la Banque et de l'idée répandue selon laquelle cette dernière n'aurait pas su, ou voulu, contenir l'inflation. A maints égards, ce jugement procède d'une réinterprétation de l'histoire à l'aune des transformations ultérieures des objectifs et de la fonction des banques centrales survenues dans les années 1980 et 1990. Ainsi les économistes tendent souvent à considérer le maniement des taux d'intérêt et l'indépendance vis-à-vis du gouvernement comme les critères principaux permettant d'appréhender le rôle de la politique monétaire et de juger de

son efficacité. Ce cadre de pensée ne permet pas de rendre compte de l'action de la Banque de France pendant les trois décennies qui ont suivi la fin de la Seconde Guerre mondiale. La politique monétaire qui se met en place dans l'immédiat d'après-guerre se caractérise par le fait qu'elle se confond en grande partie avec une politique du crédit. Rendre compte du fonctionnement et des objectifs de ces politiques nécessite donc de comprendre comment est pensé le crédit et comment l'intervention publique procède à sa gestion et à son organisation par le biais de la Banque centrale. Le trait distinctif de cette période est donc que les interventions de la Banque de France combinent plusieurs aspects que l'on a l'habitude de penser séparément : la régulation de la quantité de crédit tout d'abord, qui se veut également une régulation de la masse monétaire et de l'inflation, et l'action sur l'allocation du crédit ensuite. Cette dernière se rapproche à la fois de la politique industrielle en ce qu'elle octroie une subvention à certains secteurs ou activités, et constitue également une politique de régulation bancaire et financière définissant les règles de la concurrence et ayant pour but de prévenir les troubles financiers. Lorsque le terme général de « politique du crédit » est employé à la Banque, il englobe donc ce que les contemporains appellent par ailleurs, tout en les distinguant, « réglementation bancaire », « politique monétaire » et « sélectivité (ou discrimination) du crédit ».

La Banque de France - notamment par le biais du Conseil National du Crédit créé en 1945 - se retrouve donc au confluent de ces trois types d'intervention sur le crédit qu'elle exécute et dont elle détermine en partie les principes. Ces attributions sont définies dans la loi sur « la nationalisation de la Banque de France et l'organisation du crédit » du 2 décembre 1945, qui ne sera pas fondamentalement modifiée avant 1984. Ainsi le crédit, comme la Banque centrale, sont au cœur du fonctionnement de l'économie et du rôle de l'État de 1945 au milieu des années 1980 lorsque prend place la libéralisation progressive des marchés financiers. Notre propos entend donc étudier comment la politique de la Banque de France pour réguler le crédit doit se comprendre dans un contexte juridique et idéologique particulier.

Le but de cet article est de comprendre comment s'établit et évolue

« l'organisation du crédit » dans une perspective institutionnelle. Nous nous attachons en particulier à observer les fondements juridiques de l'intervention sur le marché du crédit d'une part, les normes sociales qui définissent le rôle du crédit dans l'économie et la légitimité de l'intervention de l'État d'autre part, et enfin, les mesures de contrôle du crédit qui visent à contenir l'inflation. Cette dernière catégorie comprend ce que l'on entend habituellement par la politique monétaire et correspond dans la France des Trente glorieuses à l'ensemble des mesures d'auto-contrôle imposées par la puissance publique afin que l'institution du crédit établie en 1945 puisse subsister sans être condamnée par l'instabilité des prix<sup>1</sup>.

Notre approche permet en particulier de souligner que les différents sens de « contrôle du crédit » ou « politique du crédit » étaient profondément complémentaires puisque les restrictions imposées pour combattre l'inflation prenaient principalement la forme de changement dans la régulation bancaire et visaient à respecter, voir à approfondir les mesures de sélectivité du crédit. Cette complémentarité fait que le contrôle de l'inflation n'était pas vu par la Banque de France ou le Conseil national du crédit comme une menace vis-à-vis de la croissance du crédit et de la production mais comme sa condition *sine qua non*. Limiter l'inflation devait permettre de sauvegarder le système dirigiste de l'après-guerre et notamment la légitimité de l'intervention de l'État dans l'allocation du crédit. Nous verrons que cette vision propre à la Banque centrale n'était cependant pas toujours partagée par les gouvernements et les banques.

L'approche institutionnaliste permet donc de comprendre le contexte social et intellectuel de la politique de la Banque de France et ainsi d'en saisir la spécificité - mélange de convictions interventionnistes et de rigueur monétaire - qui ne correspond pas aux théories économiques habituellement convoquées pour décrire cette période, notamment le keynésianisme. Nous verrons en effet que la doctrine

---

1. Dans un optique de théorie des jeux, cela revient à étudier conjointement les règles formelles ou juridiques de l'institution, les normes ou croyances collectives, et l'ensemble des stratégies de contrôle et de « menace crédible » développées par les acteurs afin de ne pas dévier de l'équilibre. Dans une perspective plus sociologique, cela revient à étudier les différentes manières dont le crédit est institué et à s'attacher aux diverses procédures d'institution, qu'elles soient juridiques ou sociales.

de la Banque de France selon laquelle la masse monétaire et l'inflation doivent être contrôlées par un contrôle quantitatif et sélectif du crédit se fonde avant tout sur les caractéristiques propres au marché du crédit français de l'époque et diverge ainsi fortement des recommandations des économistes keynésiens selon lesquels la politique monétaire doit reposer sur l'*open market* et s'effacer derrière la politique budgétaire. La libéralisation du système de crédit français, amorcée à la fin des années 1960 et visant à donner un rôle effectif aux taux d'intérêt, prend quant à elle paradoxalement des accents keynésiens et aboutit à la remise en cause d'une théorie monétaire de l'inflation.

Le propos de cet article est ainsi proche de plusieurs travaux récents qui ont étudié l'évolution des croyances des membres de la *Federal Reserve* (Fed) et de la *Bank of England* après 1945<sup>2</sup>. Mais la spécificité du système français est telle qu'il est indispensable de replacer l'évolution de ces croyances, et des normes, dans le contexte plus général de l'intervention de la Banque de France dans l'allocation du crédit et de ne pas se contenter de les rattacher à des théories monétaires établies dans des contextes forts divers.

Une analyse en termes d'institutions permet également d'étudier l'évolution de ce que la littérature sur la « diversité du capitalisme » (*varieties of capitalism*) nomme la cohérence ou la complémentarité institutionnelle (Hall et Soskice 2001, Amable 2005). Il s'agit dans ce cas à la fois des complémentarités entre les différentes composantes de l'institution du crédit que nous avons définies (i.e. entre la

---

2. En particulier De Long (1997), Mayer (1999), Romer et Romer (2002), Bordo et Eichengreen (2008), Meltzer (2010) pour les Etats-Unis et Batini et Nelson (2005) et Capie (2010) pour l'Angleterre. Une partie de ces études s'est principalement concentrée sur la question du rôle de la politique monétaire dans la Grande inflation (*Great Inflation*) des années 1970. Dans le cas des Etats-Unis, elles s'accordent sur le fait que la Fed s'est tournée peu à peu, à la fin des années 1960, vers une politique de lutte contre l'inflation moins agressive soit en raison de la croyance en une cause non monétaire de l'inflation ou soit en raison de l'idée qu'une inflation plus forte permettait d'atteindre un niveau supérieur d'emploi et de production (i.e sous estimation du NAIRU). Elles divergent toutefois sur les raisons de ces changements : influence du gouvernement (Bordo et Eichengreen 2008, Meltzer 2010), influences théoriques (De Long 1997, Mayer 1999, Romer et Romer 2002), apprentissage rationnel (Primiceri 2006) etc.

politique monétaire et les normes juridiques et sociales) et entre la politique du crédit et les autres types de politique (budgétaire, industrielle, financière). De ce point de vue, nos conclusions sur la politique de la Banque de France rejoignent celles proposées notamment par Peter Hall (1986), Michael Loriaux (1991) et Barry Eichengreen (2006)<sup>3</sup> qui pointent, dans d'autres domaines économiques, la force des complémentarités et de la cohérence institutionnelle au cours des années 1950 et 1960 puis leur progressive disparition par la suite. On ne peut pas comprendre la Grande Inflation des années 1970 puis la libéralisation financière qui prit place dans les années 1980 sans étudier en quoi les changements institutionnels du début des années 1970 entrent en rupture avec les principes des deux décennies précédentes.

Relativement aux années précédentes, la politique du crédit des années 1970 voit en effet se développer les contradictions : certains débats et de nouveaux instruments de politique monétaire tendent à remettre en cause la sélectivité du crédit tandis que d'autres la renforcent. En outre, les théories expliquant l'inflation par des causes extérieures - autre que la croissance de la monnaie et du crédit - se multiplient, remettant en partie en cause la fonction de la politique monétaire dans le contrôle du crédit. La libéralisation du système financier français au début des années 1980 ne peut quant à elle pas être interprétée uniquement comme la conséquence inéluctable de chocs extérieurs ; elle fut avant tout une réponse aux contradictions internes apparues au cours des années 1970. Elle remet conjointement en cause les différents sens du terme « contrôle du crédit » et modifia l'organisation du système bancaire et des marchés financiers autant que les instruments d'intervention de la Banque de France.<sup>4</sup>

Dans la lignée d'une vaste littérature sur le changement institutionnel (Greif

---

3. Analysant principalement la politique industrielle et la politique des salaires, Peter Hall conclut ainsi que l'Etat français présente à la fin des années 1970 l'image d'un « Etat divisé contre lui-même [...] qui présente de nombreux conflits d'intérêts entre les classes sociales ou entre des sous-groupes à l'intérieur de ces dernières. » (1986, p.76).

4. La libéralisation a pour conséquences le développement des marchés financiers soutenu par la dette publique (O'Sullivan 2007) et une réallocation du crédit entraînant une baisse de la concentration et l'arrêt du financement des firmes les moins performantes (Bertrand, Thesmar, Schoar 2007). Sur ces réformes, voir également Guillaumont Jeanneney (1986), Saint Etienne (1987) et Méritz (1990).

2006, Hall et Thelen 2009, Mahoney et Thelen 2009), le but de cet article est donc également de montrer comment se met en place la remise en cause des principes fondateurs d'une institution, provoquant une désinstitutionalisation et amorçant ainsi un changement radical.

### *Les différents moments de la politique du crédit*

Entre 1945 et le milieu des années 1970, deux grandes périodes doivent être distinguées autour de la rupture de 1958. Chacune se divise également en deux sous-périodes.

Tout d'abord, de 1945 à 1948, les grands principes proclamés par le Conseil National de la Résistance et les planistes s'ancrent dans le droit et s'ajustent à la réalité et aux contraintes économiques. Cet ajustement des normes aboutit à un fort interventionnisme étatique sur le marché du crédit qui se double d'une prise de conscience des dangers inflationnistes et du refus d'organiser une allocation purement autoritaire du crédit. Si certains principes sont issus des mouvements socialistes et planistes des années 1930 exprimés dans le programme du Conseil national de la Résistance, le système qui se met en place ne rompt pas totalement avec le régime de Vichy : il s'appuie notamment sur la réglementation bancaire de 1941 et reprend certaines mesures qui visaient à développer une politique du crédit dans le cadre d'une politique d'investissement et de production devant permettre la reconstruction économique. Ce compromis entre continuité et nouveaux principes débouche sur un important consensus autour de la nécessité de l'intervention de l'État.

La décennie qui suit, jusqu'à 1958, marque l'accomplissement de ces politiques et notamment un plus grand engagement de la Banque de France dans le financement de l'économie à la suite de la fin du Plan Marshall. Les remises en cause de l'interventionnisme étatique dans le domaine du crédit sont rares : elles prennent surtout la forme de réticences du gouvernement et de certains banquiers face au contrôle de l'inflation.

A partir de la fin de l'année 1958, la politique gaulliste prône des avancées libérales et une « débudgétisation » qui se manifestent surtout, en ce qui concerne

le crédit, par une volonté de donner plus de place aux banques et aux marchés financiers dans le financement de l'économie. Concernant la Banque de France, ce désengagement en volume entraîne surtout la baisse de son activité de refinancements des banques et du Trésor. Mais la diminution du rôle de l'État dans le financement direct de l'économie n'entraîne cependant pas de remise en cause immédiate de la légitimité de l'intervention publique dans l'allocation du crédit, et encore moins la capacité de la Banque de France à contrôler le crédit pour lutter contre l'inflation. La politique du crédit est ainsi exclue des réformes, dites « libérales », du début de la Ve République.

On observe toutefois à partir de la fin des années 1960 une volonté de déconnecter les interventions de la Banque centrale sur le contrôle monétaire de la sélectivité du crédit. Plusieurs réformes et rapports en appellent alors à la « neutralité » de la politique monétaire, en voulant privilégier des instruments indirects tels que l'*open market* et les réserves obligatoires plutôt que les ratios de trésorerie et le contrôle direct du crédit. Ce mouvement, qui atteint son apogée en 1971 sous l'impulsion du Gouverneur Wormser, ne se fait pas sans difficultés et ne fut jamais pleinement accompli.

Faute d'être pleinement assumées par l'ensemble de la Banque et de reposer sur un nouveau consensus, les propositions de libéralisation apparaissent mal adaptées au système français. Elles aboutissent dans les années 1970 à un système de plus en plus hybride d'intervention dans lequel l'intervention de l'État dans la sélectivité des crédits s'accroît paradoxalement, notamment par la multiplication de régimes spéciaux. Parallèlement au ciblage de la masse monétaire et aux mesures visant à « libéraliser l'épargne », la part des crédits à taux préférentiels augmente et le recours à l'*open market* finalement diminue. Le terme de « sélectivité du crédit » qui désignait à l'origine la capacité de l'État d'intervenir judicieusement afin de subvenir au besoin de l'économie et de casser les rentes de situation héritées du passé devient alors lui-même synonyme de création de rentes et d'inefficacité économique.

Cet article s'arrête donc au milieu des années 1970 quand se mettent en place de nouveaux instruments de politique monétaire et s'élèvent des critiques



qui ne cesseront de se faire entendre jusqu'au début des années 1980, lorsque le système est finalement libéralisé par le gouvernement socialiste<sup>5</sup>. Même si nous faisons référence aux évolutions futures de certaines lois ou mesures, la rupture du début des années 1980 n'est pas l'objet de cet article et mériterait de plus amples analyses.

La dimension internationale de la politique monétaire de cette période, pourtant fondamentale à bien des égards<sup>6</sup>, est également laissée de côté ici. Ce choix, dicté en partie par notre approche, se justifie également par le fait que la politique du crédit avait pour but d'isoler l'économie française des chocs et contraintes extérieurs et d'accompagner les priorités économiques définies par le gouvernement ; elle opérait donc d'abord au niveau national.

Ce premier chapitre de la thèse présente dans une première partie une brève discussion justifiant le choix d'une approche institutionnaliste pour aborder la politique du crédit de la Banque de France. Une deuxième partie présente les origines économiques, juridiques et idéologiques des politiques dirigistes qui se mettent en place en 1945. La troisième partie étudie l'organisation du crédit de 1945 à 1958 et la quatrième prolonge l'analyse jusqu'aux réformes des années 1970. Chacune présente tour à tour l'évolution des trois dimensions de l'institution du crédit que nous avons mises en avant : le cadre juridique, les normes sociales et les mesures de lutte contre l'inflation (auto-contrôle).

---

5. François Mitterrand apporta en moins de quatre ans une double rupture aux politiques précédentes et ses réformes mériteraient ainsi une analyse particulière que nous ne pouvons réaliser ici. La première rupture suit directement l'élection du candidat socialiste et consiste en une nouvelle vague de nationalisations bancaires et une lutte contre la Banque de France pour imposer une plus forte soumission de la politique monétaire à la politique budgétaire (Feiertag 2001, Duchaussoy 2011). La seconde, plus fondamentale et aux conséquences plus durables, s'accomplit entre 1984 et 1987 et aboutit à la remise en cause presque totale des principes de la politique du crédit issus de 1945. De manière symbolique, la partie « Direction du crédit » de la loi de 1945 qui définissait le rôle de la Banque de France est abrogée en janvier 1984 et le Conseil National du Crédit, organisation cruciale au sein de la Banque, est ainsi démantelé.

6. Les enjeux internationaux de la politique monétaire de cette période sont notamment abordés dans Loriaux (1991), Feiertag (1995), Lynch (1997), Warlouzet (2010) ainsi que dans le chapitre 5 de cette thèse.

Les annexes statistiques de ce chapitre présentent les principaux indicateurs économiques de cette période (croissance, prix, masse monétaire, crédit, chômage etc.) ainsi que le détail des financements de la Banque de France à l'économie. Nous nous y référerons couramment au cours de ce chapitre ainsi que dans les suivants. L'annexe 2 propose en particulier une estimation des financements directs accordés par la Banque au gouvernement. Une telle série n'avait jamais été publiée auparavant : elle nécessite de prendre en compte la partie « cachée » de ces financements qui n'apparaît pas dans le bilan de la Banque avant 1973.

## 2.1 Analyses institutionnelles de la politique monétaire

Soumettre la politique monétaire à une analyse institutionnelle est une démarche qui a déjà montré sa pertinence et sa fertilité, en ce qu'elle permet de ne pas réduire l'action des banques centrales à la simple gestion automatique de la quantité de monnaie en circulation ou à une « fonction de réaction ». On peut ainsi identifier, en une typologie sommaire, trois approches institutionnelles qui renvoient chacune à des méthodes et des travaux parfois très différents : la première s'attache à montrer que l'impact de la politique monétaire dépend des caractéristiques institutionnelles exogènes de l'autorité monétaire légitime et accorde notamment beaucoup d'importance aux effets de l'indépendance des banques centrales (Alesina et Summers 1993, Hall et Franzese 1998, Iversen 1999, Acemoglu et al. 2008, Cukierman 2008). La deuxième s'intéresse à la question de l'émergence de la souveraineté monétaire en tant qu'institution (Aglietta 1992, Aglietta et Orléan 2002, Broz 1998, 2009). La troisième choisit quant à elle d'étudier les banques centrales comme des organisations, notamment en faisant appel au néo-institutionnalisme ou à la théorie des contrats (McNamara 2002, Gersbach et Hahn 2004, Broz et Grossman 2004), à l'histoire (Feiertag 2007) ou à la sociologie des organisations (Abolafia 2004, 2010)<sup>7</sup>. Ces trois approches, parfois complémentaires, proposent

---

7. Pour un aperçu des travaux récents, issus notamment des sciences politiques, voir (Bernhard, Broz, et Clark 2003)

des définitions différentes des « institutions », mais elles ont en commun de comprendre la politique monétaire dans le cadre d'une organisation aux contours bien délimités - la Banque centrale - et, hormis la deuxième<sup>8</sup>, de laisser au second plan la question de ce qui est véritablement institué. La deuxième approche met au contraire en valeur le fait que la politique monétaire peut instituer la souveraineté nationale, notamment en unifiant les pratiques monétaires.

L'approche que nous proposons ici considère l'« institution » dans un sens plus large, comme *le fait d'instituer*, et définit ce qui est institué par diverses procédures juridiques et politiques. Nous partons en effet de la définition ancienne et simple du verbe « instituer » (*établir quelque chose, donner un commencement ou donner une fonction à quelque chose*) pour nous intéresser d'abord aux *manières d'instituer*. La question que nous posons est donc la suivante : quels sens et quelles fonctions sont donnés au crédit par la société et comment est-il organisé ? Comprendre le rôle de la Banque centrale pendant les Trente Glorieuses nécessite tout d'abord d'apporter des réponses à cette question et donc de considérer cette dernière comme seulement un élément de l'institution du crédit.

Notre approche s'inspire en grande partie de la démarche de l'historien du droit Yan Thomas<sup>9</sup> en ce qu'elle veut d'abord montrer comment le droit fonc-

---

8. La seconde approche, en effet, s'attache bien à étudier comment s'institue la Banque centrale, ou plus généralement la souveraineté monétaire.

9. En particulier dans Thomas (1993), (1991). Le titre de ce chapitre « Instituer le crédit » renvoie directement aux titres choisis par Yan Thomas pour ces études du droit romain : « Instituer la nature », « Instituer la cité ». Pour une présentation générale de la démarche de cet auteur, voir (Thévenin 2009). La démarche d'histoire du droit prônée par Yan Thomas - que nous avons tenté de suivre dans ce chapitre - est parfaitement résumée dans la phrase suivante : « L'opération juridique n'est pas dans l'impensable et impossible imposition de la loi aux faits, mais dans le remodelage qui qualifie ces derniers pour le jugement pratique de valeur qu'elle ordonne. Cette opération peut s'analyser d'un point de vue nominaliste : les faits ne reçoivent pas le nom qui convient à leur nature, mais celui qui convient au traitement qu'on veut leur faire subir. Mais elle peut s'analyser aussi du point de vue de l'effectivité des opérations juridiques, du point de vue plastique des formes qu'elles suscitent, indépendamment même de l'imposition du droit sur le mode de la contrainte : la qualification juridique met en forme la vie sociale, elle y découpe et y singularise des entités ou des relations comme la personne, les biens, la propriété, le contrat, le travail, la représentation, etc., toutes formes nécessaires aux opérations pratiques

tionne comme une possibilité d'organiser le monde social. Aussi prêterons-nous une attention particulière aux agencements juridiques et aux solutions que les agents peuvent trouver dans le droit, sans présupposer que le droit détermine les pratiques. La «loi du 2 décembre 1945 relative à la nationalisation de la Banque de France, des grandes Banques et de l'organisation du crédit » (qu'il est d'usage de nommer « loi de nationalisation du crédit ») constituera ainsi la matrice de notre propos en ce qu'elle implique effectivement de penser le rôle de la Banque centrale au sein de « l'organisation du crédit ».

Ainsi notre analyse institutionnelle de la politique monétaire n'est pas une analyse de la Banque centrale en tant qu'organisation mais une remise en perspective de cette politique dans le cadre plus général constitué par ce que l'on nommait pendant cette période « l'organisation du crédit ». L'attachement au droit ne présuppose pas qu'il y ait des règles clairement définies et identifiables et qui auraient un effet exogène sur l'économie. Le droit est à la fois la fixation de normes sociales et l'objet d'une réinterprétation par les acteurs. Tout fait social est un processus institué de manière endogène dans une interaction permanente entre les règles et les pratiques des individus<sup>10</sup>. Dire que quelque chose est institué (le « crédit », dans cet article) c'est analyser les procédures qui lui donnent un sens social. Ainsi nous verrons comment les principes et critères qui doivent guider l'allocation du crédit sont discutés au sein de la Banque de France et comment la conception que les acteurs se font du crédit et de son contrôle dépend de valeurs différentes sur le rôle de l'État et de la nation, sur la nature de la monnaie, sur la notion de rentabilité économique et sur le rôle des banques au sein de l'économie.

La littérature sur l'institutionnalisme est immense et les termes ou les concepts diffèrent largement entre disciplines. Il ne s'agit pas ici d'effectuer une synthèse théorique mais d'emprunter certains concepts aux analyses institutionnelles afin d'éclairer au mieux les spécificités de la politique du crédit. Toutefois, notre propos est plus proche des analyses économiques qui considèrent une institution comme un ensemble de stratégies (Aoki, 1996, 2007 ou Greif 2006) plutôt que comme un

---

et changeantes du droit, et par là devenues réalité. » (Thomas, 2002, p.1426).

10. Ce parti pris a été précédemment formulé dans Fossier et Monnet (2009).

ensemble de règles (North 1990), puisque nous accordons une importance particulière à la coordination des croyances ou des actions. Nous ne supposons pas *a priori* de forme de rationalité des acteurs, mais nous concevons tout de même que les institutions sont le fruit d'une rencontre d'acteurs qui poursuivent leur intérêt, y compris dans l'élaboration et l'interprétation des lois. Ainsi, notre approche entre dans le cadre des travaux regroupés sous l'étiquette de « variétés du capitalisme » dont elle partage les caractéristiques de centralité des acteurs (*actor-centered*) et de rationalité large (*broadly-rationalist*) ainsi que l'idée que les institutions ne sont pas seulement ce qui permet les actions mais également l'objet ou la cible des actions (Crouch 2005, Hall et Thelen 2007). Une telle approche nous a notamment poussé à rechercher quels groupes sociaux ou quels acteurs défendent - ou au contraire critiquent - l'institution, et à étudier les diverses formes de la politique du crédit au cours du temps comme des équilibres qui font coïncider certains intérêts. Il est notamment essentiel de voir comment des intérêts peuvent s'accorder tout en attribuant un sens différent à l'institution. Ainsi la politique du crédit au cours des Trente Glorieuses est parcourue par une tension constante entre ceux qui la considère comme le fruit de la nécessité de la reconstruction d'après-guerre et ceux qui y voient l'avènement d'idéaux socialistes ou d'un mode original - proprement français - de capitalisme. Les premiers ne cessent de réclamer à termes un retour aux forces du marché quand les seconds revendiquent un ensemble de principes constituants de l'institution que les réformes devraient respecter. A maints égards, les traits communs de la politique du crédit au cours de cette période semblent souvent reposer sur la coïncidence d'intérêts économiques et politiques plutôt que sur une unité théorique totalement cohérente. Les acteurs s'accordent essentiellement sur le fait que la politique du crédit doit être « au service des intérêts de la nation ». Cette déclaration de principes laisse souvent une marge importante d'interprétation en termes économiques, mais montre que c'est bien la nation qui constitue le ciment de la politique du crédit.

Nous dégageons dans le propos qui suit trois dimensions - ou trois composantes - de cette institutionnalisation qui serviront de grille d'analyse à l'évolution de la politique du crédit de la fin de la Seconde guerre mondiale au milieu des

années 1980. La première composante est juridique : les principes s'ancrent dans le droit qui fonctionne alors comme une « condition de possibilité » de l'institution. Intervient une deuxième composante constituée des normes sociales ou des croyances qui guident les actions : en particulier une institution ne peut exister que s'il y a des croyances partagées sur les règles du jeu<sup>11</sup>. Celles-ci ne sont pas exogènes aux individus et évoluent en fonction de l'observation des comportements des autres acteurs. Les critères de justice, d'efficacité économique, de nation en sont des exemples. Eichengreen et Temin (2000) et Mouré (2002) ont également montré comment les principes de l'étalon-or avaient fonctionné comme une norme, voire une idéologie, guidant les actions de la Banque de France pendant l'entre-deux-guerres. Dans le cas de la politique du crédit, nous verrons que les principales normes sont celles qui tendent à définir le crédit comme un bien public et lui donnent ainsi un sens social tout autant qu'économique ; le crédit étant ainsi appelé à servir la nation, voire la « collectivité des travailleurs ». Mais un accord collectif peut tout à fait englober des désaccords en tachant de les surmonter.

Enfin, une troisième composante de l'institution concerne sa capacité de « contrôle », ou « d'auto-contrainte », qui est essentielle à son maintien. En effet tout processus d'institutionnalisation engendre un ensemble de contraintes plus ou moins formelles qui empêchent un délitement de l'institution<sup>12</sup>. Les par-

---

11. Il nous semble que, prise dans un sens large, cette seconde composante est développée par de nombreuses approches en sciences sociales, même si elles ne partagent pas les mêmes présupposés méthodologiques. L'action collective peut en effet tout aussi bien être expliquée par une analyse économique en termes de choix rationnel et de réponse optimale (Olson 1982, Aoki 2007), qu'en terme de sociologie des problèmes publiques (comment sont définis et émergent les problèmes publiques ? (Gusfield 2008), ou dans une approche holiste proche de la théorie de la régulation (Bessis 2009). Selon Bessis l'institution peut être considérée à chaque instant comme une « réalisation du collectif », au sens où elle ne peut exister et se maintenir que si elle est soutenue par une mobilisation et des représentations collectives. Aoki (2007) développe quant à lui un modèle de théorie des jeux où l'institution est alors définie comme « un ensemble de régularités représenté par des règles connues de chaque agent et incorporées dans les croyances sur la manière dont le jeu va être joué » ( p.7).

12. Là encore, cette capacité de contrôle ou d'auto contrainte est présente dans de nombreuses analyses institutionnalistes fondées sur des méthodes ou présupposés différentes. Dans un cadre de théorie des contrats et de définition de l'institution comme un équilibre, Avner Greif et David

ties prenantes de l'institution identifient un problème (aléa moral, asymétries d'information par exemple) qui pourrait contrevenir au maintien de celle-ci et décident ainsi de mettre en place des contrôles (interdictions, aides directes etc.) ayant pour but d'apporter une solution à ce problème. Dans cet article, nous interprétons les divers moyens de lutte contre l'inflation comme la dimension de contrôle ou d'auto-contrainte de l'institution du crédit. Il fut en effet reconnu dès 1944, et plus généralement dès 1948, que le danger principal menaçant l'« organisation du crédit » mise en place après la guerre était celui de l'inflation et que cela nécessitait donc d'instaurer des mécanismes limitant les crédits et la création monétaire. La politique du crédit avait en effet pour but principal de faire en sorte que les entreprises ne manquent pas de financement ; la mise à disposition par le Trésor et la Banque de France de nombreuses facilités de crédit devait donc se faire à condition que celles-ci aboutissent à une production réelle et non à une hausse incontrôlée des prix. La lutte contre l'inflation constitue donc en quelque sorte « l'auto-limitation » de l'institution du crédit. Il nous paraît alors particulièrement intéressant d'étudier comment celle-ci s'inscrit dans le cadre juridique et comment elle respecte, voire renforce, les normes sociales de l'institution.

Ces trois éléments sont bien sûr imbriqués et leurs frontières pourront paraître poreuses et superficielles. Les instruments de lutte contre l'inflation, par exemple, sont aussi quelquefois des éléments juridiques qui agissent comme de nouvelles conditions de possibilités pour l'institution. Mais l'important est que chacune de ces composantes pourrait théoriquement être considérée comme isolée ; l'articulation ou les recoupements entre ces composantes deviennent alors eux même des objets d'études.

Dans un article récent, Roland Bénabou et Jean Tirole (2011), construisent un modèle dans lequel ils distinguent également trois composantes institutionnelles : les valeurs personnelles ou sociales (*values*), les incitations explicites (*laws*), et les sanctions ou récompenses (*norms*). Sans constituer ni un test ni une application de

---

Laitin, par exemple, analysent les conditions de maintien d'une institution en termes de quasi-paramètres (Greif et Laitin 2004). Les analyses de Michel Foucault sur les institutions comme la prison ou, plus tard, en termes de biopolitique, mettent également en avant les capacités des institutions de créer leur propre mode de contrôle.

leur théorie qui se fonde quant à elle clairement sur une hypothèse forte de rationalité, notre article permet toutefois d'envisager comment cette distinction peut être fructueuse pour une analyse empirique<sup>13</sup>. Leur analyse rejoint en particulier un problème souvent négligé en économie, et largement débattu en sciences politiques et sociologie, sur la fonction du droit (Swedberg 2003, Edelman 2004) : les lois ont-elle seulement un pouvoir coercitif (Kelsen 1967, Posner 1974) ou obéit-on à la loi également car celle-ci reflète des principes auxquels on adhère ou qui peuvent influencer nos préférences ? Les juristes Sunstein (1987), Lessig (1998), Anderson et Pildes (2000) ont ainsi mis en avant une « fonction expressive du droit »<sup>14</sup>, c'est à dire la faculté de la loi d'exprimer des principes. Bénabou et Tirole (2011) incorporent cette fonction en montrant comment le droit peut fonctionner comme un signal envoyé à la société (agents en information imparfaites) sur les valeurs ou croyances communes. Les acteurs obéissent non pas seulement car ils ne peuvent échapper à la loi mais aussi car celle-ci évoque des principes qui guident leur action.

Un autre enjeu des analyses juridiques concerne la capacité des individus à interpréter le droit de plusieurs manières. Alors qu'un courant de l'analyse économique pense la relation entre le droit et les pratiques comme directe et mono-causale (Djankov et al. 2003), de nombreuses analyses en histoire économique ont montré comment le droit est sans cesse un élément de controverses et d'interprétations et comment un même ensemble de lois, voire un même code juridique, peut donner lieu à des pratiques différentes au cours du temps (Rosenthal et Lamoreaux 2005, Musacchio 2008, 2010, Lemercier 2008). Ces analyses méritent d'être rapprochées de celles sur la fonction expressive du droit : on peut en effet se demander si l'adaptation des pratiques à un même ensemble de lois peut par exemple découler de la modification des normes ou de la charge symbolique associées à cette loi. Dans les pages suivantes, nous étudions donc constamment si la composante juridique de « l'organisation du crédit » exprime ou reflète les normes sociales et comment ces interactions et l'écart entre le droit et les pratiques sociales

---

13. Ce que Bénabou et Tirole appellent *values* est ce que nous appelons « normes » ou « valeurs communes », et ce qu'ils appellent *norms* est ce que nous appelons la capacité d'auto-contrôle ou d'auto-limitation de l'institution.

14. Voir Adler (2000) pour une revue critique.



évoluent au cours du temps.

Le cadre juridique définit les parties en présence et répartit le pouvoir entre elles ; ainsi les lois bancaires de 1941 et la loi sur la nationalisation du crédit de 1945 établissent clairement ce que sont les banques et qui les contrôle. La loi de 1945 constitua la condition de possibilité de l'exercice de politique de la Banque de France jusqu'en 1984, mais elle n'est pas l'expression univoque de normes sociales, pas plus qu'elle ne détermine mécaniquement des pratiques<sup>15</sup>. Nous verrons ainsi comment le sens attribué à la loi de 1945, ainsi qu'au Conseil national du crédit qu'elle avait créé, diverge fortement au cours du temps et selon les acteurs. Lorsque les propositions de réforme du système apparaissent dans les années 1960, les pourfendeurs de l'institution ne voient dans la loi de 1945 qu'un ensemble de règles juridiques suffisamment ouvertes pour acclimater un système financier différent, alors que les défenseurs du rôle de la Banque de France dans l'allocation du crédit en appellent aux grands principes qui selon eux fondent la loi et l'existence du CNC. Selon ces derniers, la loi de 1945 a une forte fonction symbolique ou expressive qui dépasse largement le stricte cadre juridique.

Distinguer des composantes institutionnelles permet enfin d'analyser la cohérence d'une institution et les complémentarités institutionnelles dans une optique proche de celles développées dans la littérature de *varieties of capitalism* (Crouch 2005, Hall et Thelen 2009). Dans la typologie établie ci-dessus, une question particulièrement importante concerne la cohérence entre les moyens de lutte contre l'inflation et les valeurs ou normes collectives de l'institution. Une seconde question importante a trait aux complémentarités qui peuvent exister entre une institution, comme l'institution du crédit, et les autres institutions avec lesquelles elle interagit, comme la politique budgétaire ou industrielle.

Dans les deux cas, complémentarité et cohérence sont définies comme le fait que

---

15. Afin de mettre en valeur ces diverses interprétations des acteurs et les valeurs qui les sous-tendent, cet article utilise une méthode propre à la sociologie pragmatique visant à étudier les acteurs en « situation d'épreuve » (Boltanski et Thevenot 1991), c'est à dire dans les moments de conflit où ceux-ci invoquent les valeurs, les justifications qu'ils pensent devoir guider leur pratique. Ainsi nous utilisons à plusieurs reprises des débats dans des assemblées ou des commentaires sur des rapports où s'expriment des avis contraires.

deux composantes n'entrent pas en conflit et que chacune pallient les défaillances éventuelles de l'autre. Un conflit typique serait que le contrôle institutionnel se fasse hors du cadre juridique ou à l'encontre des valeurs prônées par l'institution. Une autre possibilité serait que les acteurs pensent que les conséquences de l'institution entrent en conflit avec ses principes ou ses normes, ou avec les intérêts de certains. Le conflit est ainsi moteur du changement institutionnel. Suivant Aoki, cela revient à étudier comment « la viabilité d'une institution d'un domaine [dépend] de la manière dont elle s'ajuste à une institution d'un autre domaine, et réciproquement » (2007, p. 288)

Nous verrons comment ces différents types de conflit surviennent dans les années 1970 à propos de l'institution du crédit.

## **2.2 Le crédit avant 1945**

### **2.2.1 La « socialisation du crédit » avant la guerre et le tournant du Front populaire**

Quoique les manières d'instituer le crédit comme les instances chargées de son institution se modifient profondément après la Seconde Guerre mondiale, les prémisses du nouveau système interventionniste sont présentes avant la guerre. Comme l'ont notamment montré les travaux de Claire Andrieu (1996), Bertrand Blancheton (2001), Patrice Baubeau (2004), Olivier Feiertag (2006b) et Michel Margairaz (1991, 2009a)<sup>16</sup>, l'intervention de l'État sur le marché du crédit s'est

---

16. Plusieurs travaux d'importance ont également étudié la mise en place des lois, normes, politiques et techniques bancaires instituant le crédit en France au XVIIIe et XIXe siècle : Bertrand Gille (1959) sur le crédit dans la première moitié du XIXe siècle, Laurence Fontaine (2008) à propos du crédit aux particuliers sous l'ancien-régime, Philip Hoffman, Jean-Laurent Rosenthal et Gilles Postel-Vinay (2001) pour le crédit privé notarié à Paris, de la mi XVIIe siècle à la mi XIXe siècle, et Patrice Baubeau (2004) sur le système de l'escompte jusqu'à la Seconde Guerre mondiale. Cette dernière étude en particulier montre bien l'étroite imbrication de la politique monétaire et de l'institution du système de l'escompte.

accrue à la suite de la Première Guerre mondiale et prend une nouvelle dimension avec le Front populaire.

Au cours du XIXe siècle, la Banque de France s'est peu à peu imposée comme un acteur essentiel du marché du crédit. D'un système du crédit encore fondé largement sur des relations personnelles et décentralisées au début du XIXe siècle, on passe ainsi progressivement à un système plus harmonisé, symbolisé par l'escompte et sa supervision par la Banque de France, notamment à travers le rôle des succursales (Lescure et Plessis 1999, Baubeau 2004, Bazot 2010).

Le rôle de l'État s'accroît également avec la création des établissements publics ou semi-publics de crédit. La Première Guerre mondiale donne naissance au Crédit populaire en 1917, au Crédit national en 1919, chargé d'assurer des financements à long terme, et à la Caisse nationale de Crédit agricole en 1920, venant ainsi se ranger aux côtés de la Caisse des dépôts et consignations et du Crédit foncier créés respectivement en 1816 et 1852, pour constituer un ensemble d'établissements de crédit non bancaires spécialisés dans certains types de financement. La création de la Caisse nationale des marchés de l'État, le 19 août 1936, participe également à ce mouvement d'intervention publique sur le marché du crédit qui prend toujours plus la forme d'une segmentation du marché. De nouveaux moyens de crédit sont établis dans un cadre juridique qui leur donne une fonction claire et précise : « populaire », « foncier » etc. La création de ces établissements « publics » ou « semi-publics de crédit »<sup>17</sup>, contrairement à l'émergence de nouvelles banques ou de prêteurs individuels, conduit en effet à chaque fois à une innovation ou à une extension juridique et financière des possibilités de crédit : par exemple, la Caisse nationale des marchés de l'État a à l'origine pour but d'accepter ou d'avaliser, pour le compte de l'État, les lettres de change ou des billets à ordre émis ou

---

17. Le terme « semi-public » est employé pour désigner les organismes de droit privé placés sous la tutelle de l'État. Le Crédit Foncier et le Crédit National appartiennent à cette catégorie : ils peuvent émettre actions et obligations sur le marché financier mais leur directeur est nommé par le Ministre des Finances. La Caisse des dépôts et la Caisse nationales des marchés de l'État sont publiques. Le Crédit populaire est quant à lui un organisme coopératif dont la forme juridique originale est définie par la loi de 1917. L'État soutient le développement des caisses du Crédit populaire en leur accordant des avances sans intérêts amortissables sur les bénéfices.

souscrits par des adjudicataires de marchés de fournitures ou de travaux, alors que l'État n'est normalement pas habilité à accepter les lettres de changes. Le Crédit Foncier est quant à lui la seule institution habilitée à émettre des « obligations foncières ». Pour les opposer aux banques, on appelle communément ces différents établissements des « institutions de crédit » ; leur nom dit aussi leur vocation : donner une fonction précise au crédit qu'elles sont censées accorder à l'économie.

Il convient de rappeler qu'avant 1936, les arguments motivant la création de ces établissements et de ces monopoles invoquent principalement l'efficacité économique nationale - dans une optique bonapartiste voire saint-simonienne au XIXe siècle, et au nom de la reconstruction du pays après la Première Guerre mondiale - et non des idéaux socialistes visant à soustraire la finance à des intérêts particuliers. Il s'agit de permettre le développement du crédit à moyen et long terme là où le système bancaire peine à le faire. De même qu'à la Banque de France, qui est alors une institution privée, le centralisme étatique et le monopole qui caractérisent les établissements publics ou semi-publics de crédit se conjuguent avec la préservation des intérêts du capitalisme financier représenté par ce que l'on nomme la « Haute Banque » et les « deux cent familles »<sup>18</sup>. Le sens des mots « public » et « national » sont issus des idéaux de la France bourgeoise et conservatrice du XIXe siècle que prolonge en partie la « synthèse » que représente la IIIe République (Hoffmann 1963).

Au contraire, se développent dans les années 1930 de nombreux projets pour institutionnaliser autrement le crédit à travers sa « socialisation » et donner ainsi un nouveau sens à sa « nationalisation ». L'idée première n'est pas de nationaliser le système bancaire dans son ensemble mais de faire du crédit une priorité nationale, notamment en accordant un rôle accru au gouvernement et à la Banque de France dans l'allocation et le contrôle du crédit et en développant un arsenal juridique qui

---

18. Ces liens sont particulièrement bien mis en évidence et longuement étudiés dans la thèse de doctorat de Michel Lescure sur le Crédit foncier (1982). Sur la Caisse des dépôts, voir Aglan, Verheyde et Margairaz (2003, 2011), et sur le Crédit national (Baubeau et Lescure 1994). Sur les liens entre la Banque de France, ses actionnaires privés et la « Haute Banque », voir Plessis (1985), Stoskopf (2002) et Leclercq (2010) pour le XIXe siècle et Jeanneney (1976) pour l'entre-deux-guerres.

permette de soustraire l'offre de crédit aux simples intérêts particuliers. Même si les termes de cette « socialisation du crédit » sont encore vagues et suscitent de nombreux débats au sein des courants planistes et socialistes, l'idée parcourt les réflexions économiques des courants réformistes pendant les années 1930 (Lefranc 1966). Au congrès de la Section française de l'internationale ouvrière (SFIO) de mai 1934, la motion finale rapportée par Léon Blum, réclame ainsi la « socialisation du crédit et des assurances ». Christian Pineau, qui sera en 1945 rapporteur à l'Assemblée nationale de la loi de nationalisation du crédit (Franck 1953), écrit ainsi en 1938 qu'il faut prendre les mesures nécessaires de façon à donner au crédit « la place qu'il aurait dû occuper dans une économie moderne », en substituant « à la notion de risque celle d'utilité pour la nation » (Pineau 1938, p.91)<sup>19</sup>. Avant lui - et avant même l'avènement du Front populaire - André Philip et Albert Monceau proposaient en 1936 un certain nombre de réformes dont le but revendiqué était de

« constituer un système bancaire harmonieux, qui, tout en respectant la distinction fondamentale entre les crédits à court terme et à long terme, en laissant à la base le maximum de liberté et d'initiative, permettrait une direction efficace de la part de la Banque centrale et l'utilisation des institutions de crédit au service de la collectivité des travailleurs » (Philip et Monceau 1936, p.100).

Le Front populaire n'apporte pourtant pas de changement radical dans la distribution du crédit, et ce, notamment parce qu'il échoue à mettre en place une législation bancaire.<sup>20</sup> Toutefois, il procède à une quasi-nationalisation de la Banque de France qui consiste à imposer dans les statuts du 24 juillet 1936 (article 4) des représentants des « intérêts collectifs de la Nation » et « intérêts économiques et sociaux » au sein du Conseil général de la Banque jusque-là dominé par les actionnaires. La représentation de ces intérêts par des membres de corporations (travail, artisanat, agriculture etc.) et par les directeurs des organismes publics et semi-publics de crédit marque un changement important et amorce une vision de la représentation de l'intérêt général que l'on retrouvera ensuite dans la loi de

---

19. Le rôle de Pineau et des courants d'avant-guerre est également présenté dans (Margairaz 2009a).

20. Ce point fait consensus chez les historiens, cf (Andrieu 1991, p.61) et (Margairaz 1991).

nationalisation du crédit à la Libération<sup>21</sup>. Cette vision de la représentation de la nation découle du mouvement qualifié de « corporatisme républicain » qui s'est développé au cours des années 1920<sup>22</sup>.

Le socialiste Jules Moch, dans sa préface à l'ouvrage de Philip et Monceau (1936) sur « la nationalisation du crédit », avait pressenti les difficultés auxquels se heurterait le Front populaire lorsqu'il écrivait en août 1935 :

« la nécessaire transformation bancaire s'effectuera à une époque, très proche peut-être, mais que nous ne saurions prévoir avec précision, et surtout dans des conditions techniques fatalement influencées par des considérations extérieures au problème posé. Nous savons simplement que nul gouvernement d'union ou de concentration ne s'attaquera aux assises même du régime dont il émane : une telle réforme de structure - la plus urgente dans les circonstances actuelles - ne

---

21. Le principal changement concerne la composition du Conseil général. Le capital de la Banque reste privé mais la loi de 1936 exige que seulement deux membres du Conseil sont pris parmi les actionnaires. Les autres sont nommés par le gouvernement ou sont membres de droit. « Neuf représentent les intérêts économiques et sociaux, neuf représentent les intérêts collectifs de la Nation. » (Article 9). Parmi les six premiers : un est désigné par le Conseil national Économique parmi ces vice-présidents ; un est désigné par la Commission supérieure des Caisses d'Épargne parmi ses membres ; un est élu au scrutin secret par le personnel de la Banque de France ; six sont choisis par le Ministre des Finances sur des listes de trois noms présentées par chacune des organisations suivantes : Fédération nationale des Coopératives de consommation, Confédération générale de l'Artisanat français, Assemblée des Présidents des Chambres de Commerce de France, Confédération Générale du Travail, Assemblée permanente des Présidents de Chambres d'agriculture et sections professionnelles commerciales du Conseil national Économique.

Les neufs représentant les intérêts collectifs de la Nation sont quant à eux trois représentants les Ministres des Finances, de l'Économie nationale et des Colonies et six sont membres de droit : le Président de la section des Finances du Conseil d'État, le Directeur du Mouvement général des Fonds (ancêtre du Trésor), le Directeur général de la Caisse des Dépôts et Consignations, le Gouverneur du Crédit Foncier, le Directeur général du Crédit National, le Directeur général de la Caisse nationale du Crédit Agricole.

22. Le corporatisme républicain fut notamment théorisé par Joseph Paul Boncour et fut influent dans la création du Conseil national économique en 1924, ancêtre du Conseil économique et social (Margairaz et Rouso 1992, note 4, Chatriot 2003). Sur l'importance des corps intermédiaires dans la démocratie française et leur représentation, voir (Rosanvallon 1998, 2000).

saurait être l'œuvre que d'un pouvoir socialiste ou de Front populaire. Mais nous ignorons les réactions capitalistes que déclenchera cette relève ministérielle [...]. Or autant que nos volontés, ces réactions commanderont notre attitude. Elles peuvent prendre des formes si variées qu'un plan détaillé de nationalisation du crédit risque de ne répondre à aucune réalité de demain. » (p.13).

Ces déclarations sont importantes pour comprendre le système de l'après-guerre car Jules Moch et André Philip (de même que Christian Pineau), tous deux planistes convaincus et influents, jouèrent un rôle décisif dans le nouvel ordre économique et financier français qui s'établit à la Libération<sup>23</sup>. Le premier fut ministre des Travaux publics et des Transports de 1945 à 1947, le second, ministre de l'Économie nationale et des Finances en 1946 et 1947. La Libération, plus donc que le Front populaire, donna enfin à ces hommes le moyen de mettre en place le programme de nationalisation du crédit, qu'ils avaient appelé de leur vœu au cours des années 1930.

### **2.2.2 Les lois bancaires de 1941 et le tournant vichyste**

Il serait pourtant incomplet de considérer que les changements de la Libération réalisent les ambitions du Front Populaire, sans prendre en compte les modifications importantes que la guerre et le régime de Vichy ont apporté au système bancaire et au rôle de l'État. Si la Charte économique et sociale du Conseil national de la Résistance (CNR) du 15 mars 1944, le Gouvernement provisoire de la République française (GPRF), en place du 3 juin 1944 au 27 octobre 1946, puis la IV<sup>e</sup> République, ont bien évidemment voulu rompre avec l'héritage politique et les principes d'organisation économique du régime de Vichy, on ne peut nier que ce dernier a apporté dans le domaine du crédit d'importantes modifications administratives et juridiques dont le nouveau pouvoir ne s'est pas écarté à la Libération. Les travaux historiques ont montré que la stratégie politique du CNR puis de de Gaulle, visant à la réconciliation nationale, a reposé sur le fait de dissocier

---

23. Andrieu (1991, p.13) : « Déposée sur le bureau de la Constituante en novembre 1945, la proposition Philip de socialisation du crédit reprendra mot pour mot une partie du projet publié en octobre 1938 par Christian Pineau, dans la revue Banque et Bourse ».

« l'État » et « le régime de Vichy », en combattant le second tout en se reposant sur le premier, notamment en conservant une grande partie de l'administration en place (Paxton 1973, Margairaz 2009b).

La « nationalisation » du crédit, souhaitée par les planistes et qui fait consensus au sein du Conseil National de la Résistance, prend acte, en effet, de la réforme du système bancaire effectuée par le régime de Vichy pendant l'occupation. Les nouvelles lois bancaires, pensées par le banquier Henri Ardant<sup>24</sup> et votées en juin 1941, structurent la profession bancaire ; d'abord en définissant légalement ce qu'est une banque et en créant la catégorie d' « établissement financier », ensuite en instituant des organismes de réglementation et de contrôle bancaire. La première mesure définit ainsi les banques comme « les entreprises ou établissements qui font profession habituelle de recevoir du public, sous forme de dépôts ou autrement, des fonds qu'ils emploient pour leur propre compte, en opérations d'escompte, en opérations de crédit ou en opérations financières » (article 1) et les sépare du reste des établissements financiers en interdisant « aux entreprises autres que les banques de recevoir du public des dépôts de fonds à vue ou à moins de deux ans » (article 3), suivant ainsi les exemples belges, italiens et allemands de 1934. La seconde mesure crée l'Association professionnelle des Banques, le Comité permanent et la Commission de contrôle des Banques, composés de banquiers représentant leurs pairs.

Comme le souligne l'historienne Claire Andrieu, « les dispositions adoptées en 1941 avaient été dans une large mesure préconisées par le gouvernement du Front populaire. De plus - situation inédite - la réforme fût réalisée par ceux-là mêmes qui l'avaient victorieusement combattue en 1936-1938 » (Andrieu 1991, p.11), c'est-à-dire les représentants des principaux établissements bancaires, et en particulier Henri Ardant. Mais pour saisir ce paradoxe, il faut toutefois comprendre que la

---

24. Ancien Inspecteur des Finances, directeur général de la Société générale de 1940 à 1944 et vice-président de l'Union syndicale des banquiers. Il s'affirme dès 1936 comme un représentant des banques et défenseur du corporatisme. Il fut en opposition profonde avec son frère, Gabriel Ardant, qui sera un planiste et conseiller de Pierre Mendès-France (Andrieu 1983, p.387). Non condamné à la Libération, mais forcé de quitter son poste, Henri Ardant fut après la guerre l'auteur de manuels de référence de techniques bancaires (Ardant 1953, 1954)



réforme de 1941 ne peut être considérée comme une véritable « application » du programme du Front populaire puisque le principe qui guide la nouvelle régulation n'est pas celui de la socialisation du crédit « au service de la collectivité des travailleurs » ou de la nation, mais l'organisation d'une gestion corporatiste du crédit par les banquiers eux-mêmes. Ces lois avaient tout autant pour but d'empêcher les occupants allemands de mettre à plat le système bancaire français que d'installer une organisation corporatiste visant à protéger les intérêts de la profession (Andrieu 1991, p.231). Cela n'empêchera pas les Banques françaises d'être mises à contribution pour le financement de l'occupation et les paiements à l'Allemagne (Margairaz 2009a).

Une abondante littérature historique a déjà étudié la continuité entre les institutions et politiques de Vichy et celles mises en place à la Libération (Paxton 1973, Kuisel 1984, Margairaz et Rouso 1992, Margairaz 2009b). Dans de nombreux domaines, comme l'a montré en particulier Philip Nord (2010) pour la démographie et l'école, les racines de ces politiques qui parcourent deux régimes radicalement différents s'établissent dans les années 1930. C'est le cas également pour la construction d'un système statistique national qui commence sous Vichy avec le Service national de la statistique et aboutit à la création de l'INSEE en 1946 et, dans le domaine des statistiques bancaires, du Service centrale des risques, créé suite aux lois de 1941, dont l'importance croît à la Libération. Ces deux organisations furent ensuite décisives pour le fonctionnement du Plan et de la politique du crédit. Si on ne peut nier la continuité entre les années 1930, le régime de Vichy et les politiques de la Libération, les différences méritent également d'être interprétées précisément, comme y invitent notamment Margairaz et Rouso (1992) à propos de la politique industrielle. Cela doit en particulier nous pousser à analyser comment un même cadre juridique et des politiques économiques *a priori* similaires peuvent être accompagnées d'un sens et d'objectifs différents. Dans le cadre de la législation bancaire, nous verrons ainsi comment interpréter la réforme de nationalisation du crédit de 1945, qui institue la priorité économique nationale et sociale comme critère d'allocation en se fondant sur des lois qui instituaient à l'origine le crédit de manière purement corporatiste dans le contexte de la « révolution nationale »

de Vichy.

## **2.3 L'institution du crédit à la Libération. La mise en place du système de 1945 à la fin des années 1950.**

Cette partie étudie la mise en place du nouveau système de régulation et d'allocation du crédit après la guerre et jusqu'à 1958, à partir des trois composantes de l'institution définies dans l'introduction : cadre juridique, normes sociales et politiques de lutte contre l'inflation.

### **2.3.1 Instituer le crédit sur le plan juridique**

#### **La loi de nationalisation du crédit**

Les changements majeurs concernant le système du crédit à la Libération sont inscrits dans la loi du 2 décembre 1945 « relative à la nationalisation de la Banque de France et des grandes Banques et à l'organisation du crédit », souvent nommée « loi de nationalisation du crédit » par les contemporains. Les institutions publiques et semi-publiques de crédit (Crédit national, Crédit foncier etc.) sont quant à elle maintenues sans que d'autres soient créées, les statuts de la Banque de France de 1936 ne sont pas changés et les lois bancaires de 1941 ne sont pas modifiées en substance : on conserve les catégories de « banques » et d'« établissements financiers », ainsi que l'Association professionnelle des banques et la Commission de contrôle des banques.

La littérature historique internationale sur les banques centrales (Capie et al. 1994, Elgie et Thompson 1998, Singleton 2011) a souvent retenu de cette loi la nationalisation de la Banque de France, et dans une moindre mesure la nationalisation des banques. On manque pourtant l'essentiel si l'on ne s'attache qu'à ces mesures,

certes importantes. C'est la partie qui concerne « l'organisation du crédit »<sup>25</sup> qui est la plus décisive quant au rôle de la Banque de France et l'intervention de l'État dans le système financier.

La nationalisation du capital de la Banque de France ne fait en effet qu'avalliser les mesures de 1936 dans le but de soustraire définitivement l'instance de décision de la politique monétaire à tout intérêt privé. Quant à la nationalisation des quatre grandes banques, elle est surtout symbolique et elle ne représente pas une socialisation du marché bancaire. Il n'est pas exagéré d'affirmer qu'elle n'était en rien essentielle à la future politique du crédit. Alors que la nationalisation de la Banque de France fait l'objet d'un consensus entre les différentes forces politiques, seuls la SFIO et le Parti communiste désirent à l'origine nationaliser les banques, dans la lignée des déclarations assez générales du programme du Conseil national de la résistance (CNR)<sup>26</sup>. On aboutit finalement à un compromis : la nationalisation ne concerne que les quatre grandes banques de dépôts<sup>27</sup>, sans d'ailleurs modifier profondément leur mode de fonctionnement (seule change la nomination de nouveaux administrateurs) et la propriété des autres banques, en particulier des grandes banques d'affaires, demeurant inchangée. Fruit de compromis et de certains choix arbitraires, le champ des nationalisations bancaires fut ainsi limité et ne semble pas être un facteur décisif et cohérent de l'organisation générale du crédit que définit la loi de décembre 1945. L'historien américain Richard Kuisel a ainsi parfaitement exprimé combien les nouvelles manières d'instituer le crédit résultent moins des nationalisations bancaires que de la construction juridique et

---

25. Le titre de la loi emploie le terme « organisation du crédit » ; le contenu de la loi lui préfère celui de « direction du crédit ». Il s'agit de la Partie 5 (article 12-16).

26. Aimé Lepercq, Ministre des Finances précédent René Pleven y était notoirement opposé.

Dans le programme du CNR, on lit à ce propos : « Le retour à la nation de tous les grands moyens de production monopolisés, fruit du travail commun, des sources d'énergie, des richesses du sous-sol, des compagnies d'assurances et des grandes Banques. ».

27. Les dépôts dans les quatre grandes banques représentent 52% du total des Banques françaises en 1944, chiffre proche des 50% de 1936 mais supérieur au 40% de 1929, avant la crise financière. Ces banques sont le Crédit Lyonnais, la Société générale, le Comptoir national d'escompte et la Banque nationale pour le commerce et l'industrie. En 1966, les deux dernières deviennent la Banque nationale de Paris (BNP).

du réseau administratif complexe mais bien coordonné mis en place par la suite :

« La nationalisation de la Banque de France et des grandes banques de dépôts était plus formelle que réelle. Ce qui se révéla le mieux capable de discipliner le monde bancaire, ce fut le nouveau réseau de contrôle organisé autour du Trésor, du Conseil national du crédit, de la Banque de France, de la Commission de contrôle des Banques et de l'Association professionnelle des banquiers. Traçant et appliquant ensemble la politique du crédit, ces organismes empêchèrent assez efficacement les banques privées d'agir à l'encontre de la politique économique nationale. » (Kuisel 1984, p.355)

C'est donc ce « réseau de contrôle » qu'il faut étudier pour ne pas confondre ce que les contemporains entendaient par la « nationalisation du crédit » avec les nationalisations bancaires. Au centre de l'organisation du crédit, la loi de 1945 place en effet le Conseil national du crédit (CNC) qu'elle crée à cet effet et qui est intégré juridiquement et administrativement au sein de la Banque de France. Son secrétaire général, Pierre Besse, exprime très clairement dans une publication de 1951 pourquoi le rôle du CNC est bien distinct de la gestion des banques nationalisées :

« le problème s'est tout naturellement posé de savoir comment serait géré l'appareil de crédit [...]. Cette question comportait elle-même deux aspects : le premier était celui de la gestion propre de chacun des établissements nationalisés ; le second était celui de la définition de la politique générale à suivre par l'ensemble de l'organisation bancaire, nationalisée ou non. Le premier problème trouve sa solution dans la loi même du 2 décembre : on n'y insistera point. Disons seulement que celle-ci a maintenu l'autonomie administrative de chacun des établissements nationalisés, qu'elle en a soigneusement soustrait la gestion quotidienne à toute influence étatique, en la confiant à un Conseil d'administration constitué par les représentants des diverses catégories économiques intéressés par la politique de nos grands établissements bancaires. Le second problème touche plus directement à l'existence du Conseil National du Crédit. » (Besse 1951, p.579).

## Le Conseil National du Crédit : une vision paritaire du crédit

Selon le projet de loi à l'origine de cet organisme si particulier qu'est le CNC se trouve l'idée que les besoins de crédit ne peuvent

« être satisfaits d'une façon logique et coordonnée, en respectant les priorités qui s'imposent selon le critérium du seul intérêt national, s'il n'est pas institué un organisme prééminent ayant la compétence la plus large pour examiner les aspects financiers du rééquipement et de la modernisation de la nation et pour exprimer au Gouvernement un avis pleinement éclairé sur les conditions dans lesquelles le Plan pourra être financé ».<sup>28</sup>

La création du Conseil National du Crédit au sein de la Banque de France est ainsi à la base du nouveau système : non seulement il remplace le Comité Permanent des Banques (CPB) - créé dans la loi de 1941 - dans ses fonctions de direction des professions de crédit mais il se voit en outre confier de nombreuses missions de conseil, de consultation, d'information et de proposition (plus de douze dans la loi) dont le précédent Comité était dépourvu. Elles concernent tout ce qui touche aux dépôts, à l'épargne, à la monnaie, et aux statistiques bancaires et monétaires. Ainsi, même s'il ne s'agit pas de l'instance de décision *in fine* (ce que restent, selon les domaines concernés, le gouvernement et la Banque de France), le CNC acquiert une prise directe sur la politique du crédit puisqu'il peut en proposer les grandes lignes et qu'il doit obligatoirement être informé des éléments « nécessaires à l'accomplissement de sa mission » (article 13). S'il ne peut évidemment émettre des décrets ou des arrêtés<sup>29</sup>, le CNC a hérité du CPB la capacité d'exercer son autorité par le moyen de « décisions de caractère général » ou de « décisions de caractère individuel ». Les premières ont pour objet de réglementer la technique du crédit et de perfectionner l'organisation des professions bancaires, les secondes s'appliquent quant à elles à des entreprises nommément désignées et peuvent prescrire toutes

---

28. Exposé des motifs du projet de loi gouvernemental, Document parlementaire, annexe 46, séance du 30 novembre 1945, cité in (Dupont 1952, p.47)

29. Rappelons qu'en droit français, les arrêtés et décrets (règlements) sont situés au-dessus des directives et circulaires (actes administratifs) dans la hiérarchie juridique. Les règlements sont l'acte du pouvoir exécutif. La Banque centrale et le CNC sont des autorités administratives.

les mesures « justifiées par les besoins économiques généraux ou locaux » (loi du 13 juin, 1941, art. 34). Afin de préciser les décisions de caractère général ou de les faire évoluer, le CNC émet aussi des recommandations ou des instructions. Outre ces pouvoirs décisionnaires, il faut mentionner que le CNC dispose également, fait rare pour une assemblée de ce type, de pouvoirs juridictionnels que n'avait pas le CPB ; il en fera toutefois peu usage<sup>30</sup>.

Ainsi, de la fin de 1945 à 1984, toutes les décisions qui concernent la politique monétaire et la régulation bancaire (notamment la fixation des différents ratios de liquidité des banques, des taux d'intérêts bancaires maximum, la limitation des crédits etc.) ont le statut de « Décision de caractère général » et ont une forme similaire : elles font appel d'abord à la loi de 1945 qui donne au Conseil National du Crédit les pouvoirs de décision, puis aux lois de 1941 qui définissent la nature des établissements bancaires, et elles s'appuient ensuite sur les précédentes décisions de caractère général qu'elles complètent ou sur lesquelles elles se fondent. L'annexe 3 de ce chapitre reproduit une « Décision de caractère général » afin de montrer sur quelles bases juridiques se fondaient l'ensemble des décisions de la Banque de France après 1945 dans le domaine du crédit.

Ces attributions juridiques singulières (de type administratif) donnent au CNC et à la Banque de France la flexibilité nécessaire pour faire de mesures de réglementation bancaire des mesures conjoncturelles de politique monétaire. Ce cadre légal est donc fondamental pour la mise en place de toutes les interventions de la Banque de France dans les décennies suivantes : le contrôle de l'inflation comme la « sélectivité du crédit » peuvent être assurés par la Banque centrale en changeant la régulation bancaire sans devoir recourir à la modification de la loi (par le parlement) ou à la publication d'arrêtés ou décrets (par le ministère). Les attributions du CNC modifient donc totalement les moyens d'intervention de la Banque de France dans l'économie par rapport à la situation d'avant-guerre.

---

30. En vertu de l'article 11 de la loi du 2 décembre, le CNC est en effet désigné pour arbitrer les litiges qui peuvent survenir entre les Banques d'affaires et leur commissaire du gouvernement, et en vertu de la loi du 17 mai 1946, il est constitué en tribunal d'appel pour juger les recours intentés par les Banques contestant le classement dont elles ont été l'objet par la Commission de contrôle des Banques.

La composition du CNC tranche radicalement avec l'organisation corporatiste bancaire du CPB : aux six membres choisis parmi les banquiers par le Secrétaire d'Etat à l'Economie Nationale et aux Finances<sup>31</sup>, le CNC substitue une « sorte de petit parlement »<sup>32</sup>, sur le modèle du Conseil national économique destitué en 1939 (Chatriot 2003)<sup>33</sup> et du Conseil général de la Banque de France installé en 1936, composé de dix-sept représentants des « forces actives du pays » (industriels, commerçants, agriculteurs, délégués des syndicats ouvriers et de certains organismes coopératifs) et de vingt-et-un représentants des fonctions économiques : sept fonctionnaires du ministère l'économie, sept banquiers et agents de changes, sept représentants des organismes de crédit publics ou semi-publics. Ainsi cette assemblée, à la fois cour d'appel, instance consultative et décisionnelle, et lieu d'échanges et de confrontations des intérêts des différents corps de la nation, a pour objectif d'assurer la direction du crédit bancaire français, c'est-à-dire d'instituer le crédit en fonction des critères de priorité nationale. Quoique le corporatisme des banquiers tel qu'il existait sous Vichy soit révolu, la philosophie qui guide le fonctionnement de cette assemblée est bien cependant celle d'une représentation par corps, et le CNC tient son autorité du fait que les banques soient représentées, en tant que membres, au sein du conseil. Les fonctions réglementaires et juridictionnelles du CNC le rapprochent ainsi du Conseil de l'Ordre des Médecins ou de celui des Avocats<sup>34</sup>, mais sa composition paritaire et sa position subalterne vis-à-vis de la Banque de France en font, plutôt qu'un organisme strictement corporatiste affilié à une profession, un organisme où sont représentés les différents corps intermédiaires de la nation, typique du « corporatisme républicain » théorisé

---

31. Plus un commissaire du Gouvernement assisté d'un commissaire adjoint nommé par le même Secrétaire d'Etat.

32. L'expression est empruntée à un économiste célèbre et influent pendant cette période, Jean Marchal (Marchal 1967, p.292). Dans les ouvrages et discussions de l'époque, le CNC est souvent qualifié d' « assemblée ».

33. Le Conseil national économique comportait 47 membres. Son successeur, le Conseil économique, qui deviendra le Conseil économique et social, n'est créé que le 27 octobre 1946.

34. Le CNC est le seul organisme à pouvoir émettre des « décisions de caractère général », mais les autres conseils sont également habilités à prendre des « décisions » ayant effet sur leurs membres.

dans l'entre-deux-guerres.

Se voulant un lieu de concertation et de négociations, le CNC n'a donc pas pour but d'organiser l'allocation du crédit de manière autoritaire. Il est ainsi un symbole de l'économie mixte et « concertée » souhaitée à la Libération (Bouvier, Bloch-Lainé 1986). Régulièrement le CNC rappela officiellement cette position initiale :

« Certes, le CNC a reçu pour mission principale de veiller à ce que les diverses branches d'activité économique ne manquent pas des crédits qui leur sont nécessaires et suffisants pour jouer convenablement leur rôle dans l'équipement, la production et la circulation des marchandises. Mais il ne saurait se considérer comme investi d'un rôle qui consisterait à procéder, de façon autoritaire, à une distribution préconçue d'une masse préfixée de crédits bancaires [...]»<sup>35</sup>.

A cet égard, le parallèle avec le Commissariat général du Plan créé le 21 décembre 1945 pour assurer une planification « indicative » est frappant (Fourquet 1980, Andrieu 1984, Mioche 1987, Margairaz 1992, Nord 2010). Mais la différence majeure entre le Commissariat général du Plan et le CNC réside dans la capacité de ce dernier à émettre et faire appliquer des décisions ; celle-ci est due au fait que le CNC est directement affilié à l'organisation d'une activité (le crédit bancaire). Cependant, dans les faits, c'est régulièrement la Banque de France qui agit « au nom du Conseil national du Crédit » (annexe 3). Cette captation juridique et politique du CNC par la Banque centrale est en grande partie due au fait que le personnel du CNC appartient à la Banque de France et opère dans ses murs. En particulier, le Service central des risques et la Direction générale du crédit, deux services de la Banque de France, conçoivent respectivement les statistiques et les études pour le CNC. C'est également le Gouverneur de la Banque qui dirige les séances du CNC. On peut donc affirmer que le CNC est totalement intégré à la Banque de France comme le remarque également Claire Andrieu (1984). Rien n'a été fait, ni par le législateur, ni par les politiques ou responsables de ces organismes, pour établir une distinction administrative ferme entre le CNC et la Banque au cours de la période. Si cette distinction paraît superflue, c'est parce que le CNC est, par ses

---

35. Rapport du CNC, 1949, p.21.



attributions, directement impliqué dans la gestion de la création monétaire comme nous allons le voir maintenant <sup>36</sup>.

### **Le Conseil National du Crédit et le crédit à moyen-terme mobilisable : une vision monétaire du crédit**

Une partie du système du crédit échappe au CNC. Par ses attributions, ce dernier n'a en effet aucun pouvoir réglementaire sur les « organismes financiers spécialisés » qui incluent deux catégories d'établissement. Dans la première catégorie, on trouve essentiellement les « banques à statut légal spécial », c'est à dire les Banques populaires et les Caisses du Crédit Agricole ; la seconde inclut tous les établissements publics et semi-publics comme le Crédit National, le Crédit Foncier, la Caisse des Dépôts et Consignations. On peut comprendre que cette seconde catégorie soit directement placée sous la tutelle du ministère des Finances car ces établissements ne participent pas en principe à la création monétaire mais uniquement à l'allocation du crédit : ils ne reçoivent pas de dépôts et leurs fonds propres proviennent principalement d'émissions obligataires. Le CNC n'a donc pas besoin d'agir directement sur eux afin de limiter la création de monnaie. Ces établissements sont impliqués dans la création monétaire uniquement lorsque la Banque de France réescompte les effets de crédits à moyen terme (crédit à moyen terme mobilisable) qu'ils apportent. Selon les textes, le CNC peut donc donner également avis et recommandation sur le réescompte. Quant aux recommandations qualitatives sur l'allocation du crédit, le CNC peut avoir une influence indirecte sur ces établissements à travers les conseils qu'il leurs prodigue ou ceux dont il fait part au ministère. Bien que ne dépendant pas du CNC, les établissements publics et semi-publics de crédit sont donc intégrés au système concerté de sélectivité du crédit, mais ils échappent au versant de la politique monétaire qui se fonde sur la régulation bancaire.

---

36. Claire Andrieu (1984) conclut de cette porosité entre la Banque et le CNC que la politique du crédit a manqué d'ambition et de moyens. Nous pensons au contraire que ce n'est pas le cas à partir du moment où on conçoit que politique du crédit et politique monétaire sont inextricablement liées. Mais le rapprochement entre ces politiques se fait aux dépens d'une coordination régulière avec le Plan comme le note également Andrieu à propos du CNC.

En revanche, le cas du Crédit agricole et des Banques populaires s'explique difficilement et correspond plutôt à une faille de la législation de 1945 (Dupont 1952). Dans la pratique, des négociations ponctuelles s'engagèrent entre le CNC, la Banque de France et la direction nationale de ces « banques à statut légal spécial » afin qu'elles soient soumises au même régime et aux mêmes contrôles que les autres banques<sup>37</sup>.

Il est fondamental ici de noter que la différence de cadre réglementaire entre les établissements suit donc une distinction théorique sur le plan monétaire (hormis pour le Crédit agricole et les Banques populaires) : les établissements dont les crédits participent à la création monétaire (par l'effet multiplicateur sur les dépôts) sont placés sous tutelle de la Banque de France, les autres sont sous la tutelle du ministère des Finances. Ce fait eut des conséquences évidentes sur la politique monétaire que nous étudierons dans un troisième temps.

On touche ici à la dualité intrinsèque du CNC, organisme chargé à la fois d'une planification indicative du crédit et de l'exécution de la politique monétaire. Si l'allocation du crédit avait été conçue hors de la politique monétaire, elle aurait tout à fait pu faire partie des attributions du Commissariat Général du Plan, et tous les organismes de crédit auraient pu être soumis à la même autorité. Le crédit aurait été uniquement vu sous l'angle de la politique industrielle. Au contraire, dans la loi de 1945 est inscrite une conception et une gestion monétaire du crédit.

Au Plan est confiée la coordination de l'aide du plan Marshall et des investissements du Fonds de développement économique et social (FDES) financés par le Trésor. A la Banque de France et au CNC revient l'intervention dans l'allocation et la régulation des crédits bancaires. Les liens entre les deux institutions sont souhaités dès le projet de loi (cf. *infra*) mais ils ne sont formalisés dans la loi de 1945 que par l'obligation du « Plan de modernisation économique » de transmettre au CNC les informations « nécessaires pour lui permettre d'établir les plan d'investissements » (article 14). Lorsque le Commissariat général du Plan remplace le Plan de modernisation économique en 1946, on ne prend pas la peine de modifier la loi. En l'absence de cadre juridique formalisant leur coopération, le

---

37. La situation sera officiellement régularisée en 1973.

Commissariat général du Plan et le CNC fonctionnent donc de manière autonome pendant toute leur existence (Andrieu 1984).

En plus du nouveau cadre légal qui rend possible l'organisation et la politique du crédit, il faut faire toute leur place aux innovations financières créées par la Banque de France qui se fondent également sur des innovations juridiques, et en particulier la possibilité du réescompte du crédit à moyen terme dont la genèse a été longuement étudiée par Olivier Feiertag (1995, 2006b). La possibilité de réescompter des effets à moyen terme - jusqu'à 5 ans - à la Banque centrale est une pratique initiée à la fin des années 1930 sur le modèle des politiques mises en place en Allemagne. On le qualifie en France de « moyen terme mobilisable ». Le moyen terme mobilisable avait été développé par la Caisse des dépôts et le Crédit National à la fin des années 1930 et c'est seulement en 1937 pour la première et 1943 pour le second que l'Institut d'émission les accepte au réescompte. Cet instrument procède donc également d'une monétarisation de la question du crédit au sens où la Banque de France s'engage à mettre son pouvoir de création monétaire au service du crédit à plus long terme qui, selon la conception de l'époque, manque cruellement à l'économie. Auparavant, seuls les effets de commerce à 3 mois (avec trois signatures solvables) pouvaient être réescomptés à la Banque centrale. Le danger inflationniste du crédit à moyen terme mobilisable est reconnu et bien compris dès le début ; d'où une attention particulière donnée à son contrôle<sup>38</sup>.

La Banque crée également par ce réescompte un puissant moyen de sélection des crédits. Les organismes semi-publics de crédit, Crédit foncier, Crédit national et Caisse des dépôts, Caisse nationale du marché de l'État<sup>39</sup> sont ainsi réintégrés dans le circuit de la création monétaire car ce sont eux qui sont à partir de 1945 en charge de « mobiliser » ces crédits et de les présenter ensuite à la Banque centrale. Quatre signatures sont nécessaires pour que la Banque les accepte : celle de l'industriel,

---

38. Ce danger est ainsi clairement exprimée dès une note de février 1944 : ABF (Archives de la Banque de France) 1331200301/493, « Note de Février 1944 sur la politique du crédit de la Banque de France. » Voir également un ouvrage de synthèse de Pavès et Simon (1955).

39. La Caisse nationale des marchés de l'État acquiert un nouveau rôle après la guerre dans la reconstruction et se spécialise dans les crédits au rééquipement pour les entreprises (Zentz 1951).

celle de sa banque et celles de deux organismes publics ou semi-publics de crédit parmi les quatre cités. La loi impose qu'un Comité se réunisse à la Banque centrale pour les crédits à moyen terme les plus importants (le montant varie au cours du temps). Il est composé de deux membres de la Banque de France (directeurs de la Direction général du crédit et de la Direction générale de l'escompte), du directeur du Crédit national, et de représentants du Commissariat général du Plan et du Ministère des Finances. La composition de ce comité montre à nouveau que le crédit se situe aux confins de la politique monétaire, de la politique économique et industrielle et du Plan.

L'institutionnalisation du crédit au sortir de la guerre ancre donc le droit trois caractéristiques essentielles : tout d'abord, la politique du crédit est élaborée par des corps représentatifs de la nation en coordination avec la politique générale du gouvernement ; ensuite, la politique monétaire et la « sélectivité du crédit » sont liées et elles reposent sur des moyens de réglementation bancaire de type administratif attribués à la Banque de France par l'intermédiaire du CNC ; enfin la Banque de France peut réescompter, et donc contrôler, des effets à moyen terme présentés par certains « organismes spécialisés de crédit ».

### **2.3.2 Le crédit comme bien public, ou la dimension « collective » de l'institution**

#### **L'émergence d'un consensus ?**

Nous venons d'étudier les principes généraux qui ont guidé la mise en place du nouveau cadre légal défini en 1945. Le droit reflète ces normes autant qu'il leur permet d'influencer durablement les pratiques. Il s'agit donc à présent d'étudier comment se construit et se maintient une adhésion à ces normes. Comment et pourquoi les différents acteurs s'accordent-ils sur une conception « dirigiste » du crédit ? Comment les dissensions s'expriment-elles et sont-elles intégrées aux normes collectives, suscitant ainsi un ajustement des pratiques par rapport au cadre juridique ?

Les travaux de sciences politiques consacrés à la naissance des banques centrales ont insisté sur le fait que celles-ci ont été conçues comme l'offre d'un bien public en réponse à des problèmes de coordination ; le cas le plus symptomatique étant celui de la Banque centrale des États-Unis, dont la création intervient suite à la crise de 1907, pendant laquelle le banquier JP Morgan avait joué le rôle du prêteur en dernier ressort. Lawrence Broz (2009) a mis en évidence que la création de la *Fed* fut rendue possible parce qu'elle ne mettait pas en danger les intérêts particuliers des banquiers et financiers mais leur offrait au contraire la protection de prêteur en dernier ressort et la perspective d'un renforcement du dollar sur la scène internationale<sup>40</sup>. En Europe, il est courant de situer la transformation des banques d'émissions en banques centrales - au sens actuel du terme - dans la deuxième moitié du XIXe siècle, lorsque celles-ci assument leur rôle de prêteur en dernier ressort (Goodhart 1985, Capie et al. 1994), c'est-à-dire lorsque la stabilité financière est considérée comme un bien public.

Cette perspective s'étend à d'autres fonctions que celle du prêteur en dernier ressort et peut permettre de comprendre l'émergence des institutions monétaires ou leurs évolutions. Pourquoi « l'organisation du crédit » est-elle conçue en France après 1945 comme un bien public ? Cela ne résulte pas seulement du développement des théories sur la socialisation du crédit pendant l'entre-deux-guerres que nous avons décrites précédemment, mais également des stratégies d'acteurs. Pour reprendre les mots de Lawrence Broz à propos de la création des banques centrales : « comment expliquer que des individus intéressés, de potentiels passagers clandestins, peuvent être incités à contribuer à une institution qui contraint leurs actions et celles du gouvernement ? » (1998, p.1). Il s'agit donc de voir comment les intérêts individuels peuvent coïncider avec des valeurs communes.

Dans le cas français, il est particulièrement important de se demander pourquoi les mêmes groupes d'intérêts (en particulier les associations des banquiers) qui avaient empêché l'aboutissement des réformes amorcées par le Front populaire ne furent pas échouer la nationalisation du crédit de 1945. La réponse la plus évidente,

---

40. Voir également Eichengreen et Flandreau (2009) sur le rôle de la Fed dans la diffusion du dollar comme monnaie internationale.

à rapprocher de la thèse générale de Mancur Olson (1982), consiste à rappeler la relative impuissance, voire la destruction, de ces groupes d'intérêts dans l'immédiat après-guerre, tant en raison de l'épuration économique que du poids très fort des représentants socialistes et communistes dans le Gouvernement provisoire, puis au parlement. Mais on sait que l'épuration économique dans le milieu bancaire et financier a en réalité été très faible (Chaurand et al. 2008); et quant au poids de la gauche, il diminue assez rapidement et la plupart des réformes financières sont en fait menées par des élus centristes du MRP ou de l'UDSR<sup>41</sup>, en particulier par René Pleven, qui représente plutôt les intérêts du petit commerce, des artisans et des industriels<sup>42</sup>. Au sein de l'administration, au Ministère des Finances et au Trésor (Margairaz 1991, Quennouëlle-Corre 2000) comme à la Banque de France (Feiertag 2006b), le renouvellement des hommes est peu important et n'est pas à même d'expliquer un changement idéologique profond. Michel Margairaz (1991, 2009b) a ainsi montré que prit place une « conversion » des hauts fonctionnaires du Ministère des Finances à une politique dirigiste et interventionniste plutôt qu'un renouvellement de l'appareil d'État<sup>43</sup>.

Le relatif consensus autour de la nationalisation du crédit provient en grande partie du fait que la guerre a laissé les professions et industries sans source de financement. Une prise en charge par l'État de sa distribution apparaît donc comme une nécessité sociale et, sur le plan économique, comme une réponse « optimale »

---

41. Le Mouvement républicain populaire (MRP) est un parti démocrate-chrétien fondé le 26 novembre 1944 par Georges Bidault. Il devient rapidement une des trois principales forces du pays avec le PC et la SFIO (tripartisme). Après le départ des communistes du gouvernement en 1947, le MRP fonde avec la SFIO, l'UDSR et les radicaux la Troisième force qui s'oppose au PC et aux gaullistes et dont le but est le maintien de la IV<sup>e</sup> République. Sous l'égide de Robert Schuman, le MRP fut aux avant-postes de la construction européenne. L'Union démocratique et socialiste de la Résistance (UDSR) est une formation que l'on a l'habitude de qualifier de centriste ou de socialiste libérale : les principales figures sont René Pleven et François Mitterrand.

42. Pour une thèse radicale qui montre sur le caractère conservateur et « bourgeois » de la politique menée à cette période, voir (Vinen 2002).

43. « Pour les autorités financières et monétaires, cette conversion prend la forme d'une véritable « révolution culturelle ». Ils substituent à la hantise orthodoxe des déficits et de l'inflation celle, novatrice, de la dépression et du sous-emploi et abandonnent une vision passive de leur rôle pour une attitude volontariste en faveur de la croissance. » (Margairaz, 2009b, p.12)

aux besoins des entreprises. Au sortir de la guerre, la conviction se répand que, sans une politique du crédit, notamment à moyen et long terme, les banques privées ne seraient pas en mesure d'assurer le financement de l'économie française. Cette nécessité rejoint un argument plus profond qui dénonce les caractéristiques « malthusiennes » de l'économie française d'avant la guerre<sup>44</sup>. Attribuer aux patronats et aux banques françaises le fait de n'avoir pas su promouvoir l'investissement et d'avoir conduit aux échecs économiques et politiques des années 1930 devient un socle des politiques de la Libération (Nord 2010). Les historiens utilisent parfois le terme de « consensus anti-malthusien » (Margairaz 2009b, Nord 2010) pour évoquer ce rejet de l'entre-deux-guerres<sup>45</sup>.

Aujourd'hui, l'historiographie ne fait plus mystère des continuités, voire des convergences, qui ont pu exister entre certaines politiques économiques de Vichy et celles mises en place à la Libération. C'est en particulier le cas des politiques industrielles et du plan (Mioche 1987, Margairaz et Rouso 1992) et de la politique du crédit<sup>46</sup>. Dès 1986, prenant notamment acte des travaux de Paxton (1973) et Kuisel (1984), l'historien Jean Bouvier remarquait qu'un renouvellement historiographique avait abouti à « la découverte de convergences partielles certes, mais certaines, entre les projets économiques à long terme de certains technocrates vichysois et ceux de leurs émules de la Résistance » (Bloch-Lainé, Bouvier 1986, p.39). Cette convergence partielle fut réelle dans le domaine de la politique du crédit<sup>47</sup>. Elle porta sur la nécessité du rôle de l'État et de la Banque de France de

---

44. Ce « consensus anti malthusien » se situe également dans une certaine continuité avec plusieurs thèses influentes sous Vichy, cf. Margairaz 2009a. Voir également les nombreuses pages de Nord (2010) sur Alfred Sauvy et François Perroux.

45. L'oeuvre d'Alfred Sauvy, tant sur le plan économique et démographique est, à cet égard, symptomatique.

46. Cohen (2012) voit quant à lui une continuité entre les politiques industrielles de Vichy, et notamment leur aspect technocratique déconnecté du contrôle parlementaire, et le Plan Monnet-Schuman de 1950 qui aboutit à la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

47. L'influence de la politique du crédit conduite par Hjalmar Schacht en Allemagne à la fin des années 1920 et au début des années 1930 est forte sur la conception que les fonctionnaires français se font de l'efficacité de l'intervention de l'État. Cette influence est également forte au Japon pendant et après la Seconde guerre mondiale (Werner 2002). Sur les politiques de Schacht, voir notamment Clavert (2009) ainsi que sur le plan international : Ahamed (2009).

promouvoir l'investissement productif en facilitant l'accès des entreprises au crédit au nom de la reconstruction et du rejet des failles du système bancaire des années 1930. Elle s'observe particulièrement dans la continuité de la législation bancaire, dans le souhait d'une coordination entre politique du crédit et politique industrielle et dans le choix des instruments de la banque centrale, notamment le réescompte du crédit à moyen terme. Une telle convergence de vue peut expliquer le consensus qui s'établit autour de la politique interventionniste du crédit en dépit des fractures idéologiques fortes entre les partisans de la socialisation du crédit « au nom des travailleurs » présents au CNR et les banquiers partisans d'une gestion corporatiste du crédit qui avaient préparé les lois de 1941.

Une preuve particulièrement éclairante de la continuité de méthodes et d'objectifs apparaît dans un document de février 1944 de la Banque de France cherchant à jeter les lignes de la « politique du crédit » nécessaire à la reconstruction de la France une fois la paix revenue. Cette note, qui conçoit évidemment la reconstruction économique dans le cadre du régime politique dirigé par Pétain, comporte notamment deux éléments que l'on retrouve à l'identique dans les politiques mises en place à la Libération. Tout d'abord, la note assigne à la Banque de France la tâche de mettre en place une politique du crédit en adéquation avec le plan de production du régime de Vichy établi en 1942<sup>48</sup>. On lit ainsi que

« les derniers rapports du gouvernement de la Banque à l'Assemblée générale ont fait savoir au public que l'Institut d'Émission avait l'intention de prendre une part active, aussitôt que possible à la reconstitution de la richesse nationale, en apportant aux forces constructives du pays l'appui d'une politique vigoureuse du crédit. » (p.1)

A propos des directives émises par le gouvernement pour assurer production et ventes, la note précise :

« Ces encouragements officiels, « planifiés », se développeront-ils au lendemain de la guerre ? C'est ce que paraissent penser, dans leur désir d'éviter le désordre, les milieux du Ministère de la Production. » (p.6)

---

48. Le plan est créé suite à la création de Délégation générale à l'Équipement national (DGEN) le 23 février 1941 et de la décision du principe d'un plan le 6 avril 1941



La note de 1944 accorde ensuite une attention particulière au développement du crédit à moyen-terme, une des priorités de la Banque, en essayant de délimiter précisément les besoins de l'économie. Mais les dangers inflationnistes de ce type de crédit sont bien connus et la note insiste donc sur la nécessité de ne pas rendre cette pratique habituelle :

« C'est dans le domaine du crédit à moyen terme - constructions, outillage, transports, commerce extérieur - que la Banque aura à montrer à la fois le plus de retenue et le plus d'idées nouvelles. Mais quels que doivent être les procédés employés, et nos services sont prêts à les mettre en œuvre, il importera de considérer nos interventions comme engagées sous le coup de la nécessité, au titre tout provisoire, d'amorce de la reprise espérée, non comme le moyen normal, et définitivement acquis de développer l'équipement du pays. <sup>49</sup> » (p.5)

A la Libération, la volonté du Conseil national de la Résistance de « nationaliser le crédit » rencontre donc des stratégies interventionnistes déjà pensées et établies au sein de l'administration, notamment à la Banque de France. Elle va s'appuyer sur ces dernières tout en formulant de nouveaux idéaux et développant une nouvelle rhétorique sur la valeur sociale, et non seulement nationale, du crédit.

Les délibérations du CNC, ainsi que les nombreuses lettres échangées entre la Banque de France et l'Association professionnelle des banques, que nous avons consultées dans les archives de la Banque, laissent clairement apparaître que la politique du crédit fait l'objet d'un vaste consensus parmi des milieux professionnels très différents. La volonté de rompre avec les politiques de l'entre-deux-guerres et la nécessité de la reconstruction en constituent le ciment, bien au-delà des clivages partisans.

Les principales dissensions qui apparaissent au sein du CNC à propos du degré d'interventionnisme étatique proviennent en fait des représentants du travail - majoritairement communistes - qui regrettent que la nationalisation n'ait pas été plus complète et n'ait pas débouché sur une véritable « rationalisation et nationa-

---

49. ABF, 1331200301/493, « Note sur la politique du crédit de la Banque de France » (Février 1944).

lisation » du système du crédit <sup>50</sup>.

Si peu de voix s'élèvent contre les principes de l'organisation du système de crédit et l'interventionnisme étatique, la volonté de restreindre le crédit pour lutter contre l'inflation fait quant à elle face à une large opposition. Réfléchir en termes d'intérêts et de coordination permet ainsi également de comprendre pourquoi la nationalisation du crédit s'accompagne d'une politique monétaire laxiste jusqu'à la fin 1948, alors que les planistes (non communistes) et les promoteurs influents de la nationalisation, comme André Philip ou Pierre Mendès-France, sont partisans dès la fin de l'année 1944 d'une politique d'austérité afin de rétablir la valeur du Franc menacé par une très forte inflation (Chélini 1998, Nord 2010 chp.3). Les représentants du commerce et de l'industrie sont clairement opposés au plan d'austérité de Mendès France <sup>51</sup>. De Gaulle nomme donc René Pleven comme Ministre des Finances du Gouvernement provisoire et ce dernier décide de dévaluer le franc de 60% suite à la ratification des accords de Bretton Woods le 26 décembre 1945. La stabilisation de l'inflation, à la fin de l'année 1948, survient donc tard en France par rapport à la Belgique et l'Italie (Casella et Eichengreen 1993), créant un véritable problème de crédibilité pour le gouvernement et limitant ainsi sa capacité d'emprunt (Saint-Paul 1994). La transition monétaire française semble prise dans un cercle vicieux (Dieterlen et Rist 1948, Dieterlen 1954). L'inflation élevée réduit la capacité du gouvernement à se financer et à prêter directement aux entreprises ainsi que la volonté de la Banque de France de réescompter sans limite. Les entreprises se reposent donc sur le crédit bancaire (souvent à court terme) qu'elles trouvent insuffisant ; elles refusent donc toute restriction de crédit visant à lutter

---

50. ABF, 1427200301/8. Délibérations de la séance du 29 Septembre 1948 du CNC.

51. Casella et Eichengreen (1993), Chélini (1998) et Vinen (2002) concluent tous que le poids du petit commerce et des banquiers fut sans doute une des raisons pour lesquelles la politique de stabilisation de l'inflation a tardé à se mettre en place en France par rapport à ses voisins. Les communistes étaient également opposés à des mesures autoritaires visant à faire baisser les prix. La stabilisation de fin 1948 survient tard en effet par rapport aux autres pays européens et en particulier la Belgique où le plan de redressement mené par Camille Gutt a été accompli en novembre 1944, et l'Italie où les mesures drastiques d'Einaudi et de Gasperi ont été appliquées dès 1947.

contre l'inflation. Les graphiques de l'annexe 1 montrent que les crédits du Trésor public et de la Banque de France à l'économie forment une petite partie du total avant 1949 (Figures 12, 13, 14). Cela explique, comme nous le verrons, que la Banque de France et le Conseil national du crédit firent de la stabilisation de l'inflation le préalable à toute politique du crédit.

Les représentants des banquiers et du commerce continuent de s'opposer aux politiques restrictives mises en œuvre à la fin de 1948 par le Gouverneur Emmanuel Monick<sup>52</sup>. En Novembre 1951, lors du deuxième épisode de restriction monétaire, le Président de la Chambre de commerce de Paris écrit également au Gouverneur Wilfried Baumgartner (qui a remplacé Monick le 19 janvier 1949) pour désapprouver les mesures restrictives.<sup>53</sup>

Du côté du patronat, Béatrice Touchelay (2007) a bien montré que le Conseil national du patronat français (CNPFF) soutient quant à lui les mesures anti-inflationnistes de la Banque de France, contrairement aux banquiers et aux petits commerçants. L'inflation a en effet des conséquences négatives sur les carnets de commandes à long terme et sur les exportations que le CNPFF veut développer<sup>54</sup>. Les termes du débat touchent donc plus les degrés de contrôle monétaire que les principes d'administration du crédit. Notamment par la voix de son président, Georges Villiers, le CNPFF prône un retour plus rapide à la concurrence (en particulier la fin du contrôle des prix), mais est favorable aux mesures de la Banque de

---

52. ABF, 1331200301/9

« Note de la direction générale du crédit à la direction de l'escompte » de novembre 1948, qui fait état des plaintes reçues par les succursales de la part des agriculteurs, banquiers et commerçants.

53. ABF, 1427200301/15. Les accusations portées à l'encontre de la politique de la Banque par les banquiers sont de cet ordre : « Nous ne saurions trop attirer votre attention sur le fait que de telles mesures sont incompatibles avec le développement de la production et l'amélioration de la productivité, objectifs assignés par les pouvoirs publics eux-mêmes pour réduire les troubles actuels » (lettre du 30 Novembre).

54. Cette opposition fut à nouveau présente dans les années 1970, lorsque les Banques furent accusées de favoriser l'inflation et d'en profiter, aux dépens des entreprises (Plessis 1996, p.90-91). Sur l'adaptation du patronat aux mesures dirigistes, voir également Denord (2012).

France qui visent à développer les exportations françaises en soumettant les crédits à l'export à un régime spécial<sup>55</sup>. Ainsi, le système administré de crédit ne semble pas faire l'objet de critiques majoritaires au sein du patronat tant que l'inflation est maîtrisée. Qu'il permette le financement des investissements de long terme et le crédit à l'exportation n'est sans doute pas étranger à cet accueil favorable.

Le relatif consensus qui s'instaure autour de la nouvelle organisation du crédit se prolonge bien après la mise en place du système issu du programme du CNR et traduit dans la loi de 1945. Il n'est pas remis en cause par l'aide américaine du plan Marshall, consacrée principalement au redressement de la sidérurgie et de la production d'énergie (Lynch 1997, chp.3). On peut l'observer dans plusieurs publications ou rapports du milieu des années 1950. En janvier 1954, est ainsi créée la « Commission pour l'étude des disparités entre les prix français et étrangers », présidée par le banquier et économiste libéral Roger Nathan qui rend un rapport à la tonalité très « anti-malthusienne » dans lequel sont critiquées les nombreuses « rentes » de situation qui freinent l'expansion de l'économie française - et auxquelles la guerre n'a selon lui pas mis fin - alors que la politique générale du crédit est envisagée d'un œil favorable. Selon Nathan, le but de cette dernière, et en particulier du développement du crédit à moyen terme, est bien en effet de favoriser une « action sur les investissements, capitale pour notre pays, si celui-ci veut être en mesure de rattraper progressivement le retard qu'il a pris depuis des années par rapport à ses concurrents. » Le rapport conclut que la politique du crédit a en effet « cherché à concilier, au cours de ces dernières années, à la fois les préoccupations des autorités monétaires et les exigences des utilisateurs de crédit »<sup>56</sup>. Pierre Cauboue, un autre banquier libéral et auteur comme Nathan d'ouvrages économiques et bancaires pendant l'entre-deux-guerres, publie un article la même année dans la revue de la Banque centrale italienne *Moneta e credito* où il rappelle également les nécessités des choix politiques et du système mis en place à

---

55. Voir notamment Belin (1951).

56. ABF, 1331200301/493. Note sur la politique française de crédit et ses liens avec les prix 1945-1953.

la Libération, même s'il appelle de ses vœux que, à termes, l'objectif soit bien de redonner un rôle important au marché monétaire et aux marchés financier<sup>57</sup>. Enfin, lorsqu'est créé en mars 1954 un Commissariat général à la productivité, son but est non seulement de développer la productivité dans certaines industries en favorisant le progrès technique mais aussi d'assurer que « la distribution du crédit tienne compte de critères de productivité ».<sup>58</sup>

*Ajustements et complémentarités : émergence de la sélectivité du crédit et lutte contre l'inflation.*

La période 1946-1948 fut à maints égards décisives. Les grands principes de la nationalisation du crédit ancrés dans le droit s'ajustent à l'épreuve de la réalité. Deux tendances en particulier apparaissent et établissent les orientations et les modes d'intervention de la Banque de France : la nécessité de la lutte contre l'inflation et la définition de la doctrine de « sélectivité du crédit ».

Tout d'abord, à partir de 1948, le caractère intrinsèquement inflationniste des mesures de soutien au développement du crédit par la Banque de France finit par être reconnu. Comme le constate également Claire Andrieu (1984), la lutte contre l'inflation devient le leitmotiv des rapports du CNC dès la fin de l'année 1947. Cela ne se fait pourtant pas sans mal, comme nous l'avons vu, non seulement car les restrictions de crédit suscitent une opposition des milieux commerçants et des banques mais aussi car que les gouvernements n'y apportent généralement pas leur soutien. Nous étudierons les moyens de la politique anti-inflationniste dans la section suivante (3.3), mais il est important de mentionner dès à présent comment

---

57. ABF, 1331200301/493. « Le crédit à moyen terme dans les Banques de dépôts et d'affaires françaises ». *Moneta e credito*, 2<sup>e</sup> trimestre 1954, p.210-229.

58. « Le décret du 6 mars 1954 portant institution d'un Commissariat général à la productivité précise que le commissaire général, outre les attributions d'ordre général qu'il exerce en matière de crédit pour le compte du Département des Affaires Economiques, en sa qualité de successeur de l'ancienne Direction des programmes, est chargé de « veiller à ce que la distribution du crédit tienne compte de critères de productivité, notamment en ce qui concerne l'octroi de prêts ou de garanties de l'État ». *Objectifs et réalisation. Commissariat général à la productivité, 1954-1956*, p.55, chp.5 : L'action par le crédit.

la Banque de France, gouvernée par Emmanuel Monick, dut lutter farouchement pour faire prendre conscience du danger de l'inflation alors que la hausse des prix à la consommation atteignait respectivement 52, 49 et 58 % en moyenne annuelle pendant les années 1946, 1947 et 1948. Les mesures restrictives prises fin septembre 1948 (cf. *supra* et chapitre 3) furent le résultat de pressions exercées sur le gouvernement par Monick. Le 4 septembre, le gouverneur avait ainsi profité de la vacance de gouvernement (le Président du conseil avait changé mais le gouvernement n'était pas encore nommé), pour augmenter le taux d'escompte. Cette mesure symbolique avait expressément pour but de faire pression sur le gouvernement et réussit à atteindre son but en profitant de la faiblesse gouvernementale.<sup>59</sup> La Banque de France constate en effet que les mesures du « plan Mayer » de janvier 1948 mettant en grande partie fin au contrôle des prix (qui avait fait preuve de la plus grande inefficacité), et procédant à une dévaluation et au retrait des billets de 5000 francs, n'étaient pas suffisantes pour lutter contre l'inflation si n'était pas menée une véritable politique de contrôle du crédit et de la monnaie<sup>60</sup>.

Mais, en 1951, la Banque de France a encore du mal à imposer ses vues sur ce sujet et elle doit mener bataille pour convaincre. En février 1952, la lettre adressée au président du conseil Edgard Faure par le Gouverneur de la Banque, Wilfried Baumgartner, fait tomber le gouvernement et permet à la Banque de

---

59. Monick convoqua dans ce but une session extraordinaire du Conseil général le 4 septembre. Cette décision suscita la colère de Paul Reynaud, le Ministre des Finances, qui écrivit une lettre au Gouverneur : « Une telle décision est de la compétence exclusive de l'Institut d'Emission. [...] il ne m'appartient pas de prendre position à son sujet et d'apprécier, au regard de la politique gouvernementale, sa justification et ses conséquences. » « Je métonne seulement que le Gouvernement de la Banque ait jugé devoir proposer au Conseil Général une mesure aussi importante, dont la portée dépasse les limites de la technicité monétaire et de la technique du crédit, sans consulter préalablement le Président du Conseil investi, M. Robert Schuman, et avant que soit constitué le nouveau Gouvernement, il me semble qu'il eut été à tout le moins normal, alors que toute activité financière se trouvait suspendue pendant quarante-huit heures, de différer la délibération du Conseil Général. » ABF, PVCG, 9 septembre 1948.

60. Sur le contrôle des prix de 1945 à 1949, voir Chélini (1998, p.393 et al.) et Grenard (2010). Sur le plan Mayer, voir Caron (1982). Mais Caron oublie de prendre en compte comment la réussite du plan Mayer à long terme a été conditionnée à la politique de la Banque de France de fin 1948.

maintenir sa politique restrictive. En 1957, la lutte entre gouvernement et Banque de France au sujet de l'inflation reprend : la Banque cède en accordant des avances directes supplémentaires au Trésor en juillet, mais le gouvernement se rallie à la politique restrictive en janvier 1958, notamment sous la pression du FMI<sup>61</sup>. Alors que des contraintes politiques avaient empêché qu'une politique monétaire restrictive prenne place avant la fin 1948, la Banque de France sut ensuite en partie imposer ses vues, notamment en profitant des faiblesses gouvernementales et de l'instabilité de la IV<sup>e</sup> république. Au cours de ces différents épisodes, il ressort à chaque fois un conflit de valeurs où la Banque de France se voit d'abord accusée de mettre en danger l'économie nationale (Feiertag 1993) et à laquelle elle répond en affirmant que la politique d'expansion et d'allocation efficace du crédit requiert une inflation modérée.

Deuxièmement, la manière dont la Banque de France peut et doit intervenir dans l'allocation du crédit se précise en 1947 et 1948. De nombreux efforts sont déployés pour éviter que le dirigisme soit « autoritaire » et qu'il remette en cause la liberté individuelle. Ainsi les financements publics directs sont encore très élevés au début des années 1950 (Annexe 1), mais en dehors de cette intervention, l'État utilise principalement des recommandations et un système d'incitation et non des contraintes pour guider l'investissement. Il ne s'agit pas pour le CNC de définir préalablement un montant de crédit par secteur et de répartir ces crédits entre les banques. L'importance de la coordination de l'information s'impose peu à peu, de même que c'est la notion de planification « indicative » qui l'emporte au Commissariat général du Plan (Fourquet 1980). Les mesures purement coercitives dans le domaine du crédit concernent uniquement la lutte contre l'inflation.

Le maître mot qui s'impose à la fin des années 1940 pour désigner l'ensemble de la politique du crédit est celui de la « discrimination » ou « sélectivité » du crédit. Ces mots désignent à la fois la segmentation du marché financier imposée par la présence des établissements publics et semi-publics, la sélection effectuée par la Banque de France et ces établissements lors du réescompte, ainsi que les recommandations « qualitatives » de diverses natures données par le CNC aux Banques.

---

61. Sur ces épisodes, voir chapitre 3 et Feiertag (2006b, p.370-373, 511-515.)

Ces recommandations incluent notamment en 1947 une liste de 40 produits dont la production et le transport méritent d'être soutenus par le crédit bancaire<sup>62</sup>. En d'autres termes, la « sélectivité » du crédit en vient à caractériser l'ensemble des interventions de l'État dans le domaine de l'allocation du crédit (cf. chapitre 6).

L'idée de sélectivité ou discrimination du crédit émerge en 1947 en lien avec l'élaboration du Plan et partage avec ce dernier le caractère « indicatif » des recommandations. La sélectivité est d'abord principalement permise par les dispositions juridiques que nous avons décrites, par les statistiques du Service central des risques, le réseau informationnel des succursales de la Banque de France et les liens avec la politique industrielle et les recommandations du Plan. La sélectivité repose également ensuite, lorsque l'aide du Plan Marshall se tarit en 1951-1952, sur la forte hausse des crédits provenant de la Banque de France et des organismes spécialisés. Le début des années 1950 marque en effet une rupture dans l'activité financière de la Banque de France en ce que sa priorité n'est plus de prêter directement au Trésor mais à l'économie française (cf. annexe 1, figures 10 à 14). A cette date, les moyens juridiques et informationnels de la « sélectivité » se doublent donc de moyens financiers. Il devient alors difficile de séparer le crédit public du crédit privé (Aymard 1960, p.63-85) au sens où il est difficile pour une banque, même privée, de se passer de la garantie ou des facilités de crédit offertes par les organismes spécialisés ou la Banque de France<sup>63</sup>. Si on incorpore les banques nationalisées, il apparaît que 90% des crédits attribués pendant les années 1950 environ sont - sous des formes différentes - sous tutelle étatique (annexe 1). Cette omniprésence de l'État dans le financement de l'économie peut expliquer en partie pourquoi la planification devient beaucoup moins ambitieuse au début des années 1950 (lorsque que prend fin le Plan Monnet en 1952), comme l'ont montré plusieurs études (Boff 1968, Margairaz et Rousso 1992, Lynch 1997, chp.4). Les moyens d'interventions de l'État à des niveaux sectoriels et micro-économiques sont tels qu'ils peuvent apparaître suffisants pour influencer le crédit

---

62. Rapport du Conseil national du crédit, 1947.

63. Il est d'usage de parler à propos de ces refinancements « du secteur qui se trouve à la frontière entre crédit public et crédit privé » (voir notamment, lettre du Gouverneur au Ministres des Finances, 26 juin 1957, PVCG).



et l'investissement sans recourir à l'établissement d'objectifs macroéconomiques intangibles et en forçant le secteur privé à suivre des quotas. Comme l'ont déjà montré Claire Andrieu (1984) et Frances Lynch (1997), nous sommes ainsi loin de l'image d'un d'État centralisé où tous les ordres viendraient d'en haut et seraient appliqués scrupuleusement par des organes administratifs. Les grandes lignes de la politique d'investissement définies par le Plan et le gouvernement sont larges, elles suggèrent qu'il est prioritaire d'investir dans quelques grands secteurs qui représentent de fait presque la totalité de l'industrie française. Les interventions dans l'allocation du crédit s'effectuent donc de manière beaucoup plus décentralisée avec une coordination *ex ante*, et surtout des ajustements *ex post* auxquelles le CNC et la Banque de France participent, au contraire du Commissariat général du Plan (cf. chapitre 6).

Nous avons ici tenté de montrer que l'institution du crédit après la Seconde Guerre mondiale peut être envisagée comme une réponse à un problème d'action collective, dans la perspective de l'institutionnalisme en sciences politiques (Broz 1998, Broz et Clark 2003). L'institution du crédit concilie des intérêts individuels et facilite la coordination entre industries, banques et instances gouvernementales. Elle apparaît ainsi comme symptomatique de ce que Barry Eichengreen (2006) a appelé le « capitalisme coordonné » qui caractérise les pays européens de l'après-guerre. On sait que la fin de la Seconde guerre mondiale marque une rupture dans l'histoire des banques centrales des pays démocratiques car celles-ci doivent dorénavant poursuivre ce que l'on nomme « l'intérêt général » et qui englobe notamment la croissance de l'emploi et des investissements<sup>64</sup>. En France, c'est autour de la notion de « crédit » que se définit l'intérêt général que doit rechercher la Banque.

Parmi les objectifs qui semblent faire consensus, se trouve l'idée que l'intervention étatique permet de casser les rentes qui portaient atteinte à la croissance d'avant-guerre et la nécessité de développer le crédit à moyen et long terme indispensable à la reconstruction. L'intervention omniprésente de l'État sur le mar-

---

64. Voir entre autres Singleton (2011) pour une synthèse récente.

ché du crédit se veut respectueuse de la liberté individuelle et non autoritaire. Si le CNC surveille l'allocation du crédit, tente de dresser les objectifs à atteindre et repérer les manques, ce n'est en aucun cas lui qui procède à l'allocation.

Le consensus autour de la politique du crédit qui s'établit à la fin des années 1940 a toutefois eu un coût puisque la stabilisation retardée de l'inflation résulte en grande partie des compromis nécessaires à la mise en place du nouveau système. Surtout, la convergence de vues sur des objectifs de court et moyen terme peut cacher de potentielles fortes dissensions sur les objectifs de long terme : la loi de nationalisation du crédit de 1945 accommode tout autant le programme du Conseil national de la Résistance, proche de celui du Front populaire, qui exige la fin des monopoles privés et la direction du crédit au service des travailleurs, que des mesures autoritaires prévues sous Vichy dans le but de la reconstruction en temps de paix et qui se voulaient seulement temporaires. Il faut donc se garder d'attribuer à la loi de nationalisation du crédit de 1945 une « fonction expressive », ou tout du moins, d'y voir l'expression d'un ensemble de principes clairs et acceptés par tous sur la légitimité et le but de l'intervention de l'État ainsi que sur la définition de « l'intérêt général »<sup>65</sup>. L'évolution de l'institution au cours des années 1960, analysée dans la dernière partie de ce chapitre, fera apparaître des dissensions toujours plus importantes sur l'interprétation donnée par différents acteurs aux principes qui sous-tendent la loi de 1945.

### 2.3.3 Le contrôle du crédit et de l'inflation

En 1947, et surtout à partir de septembre 1948, la lutte contre l'inflation devient un élément essentiel de la politique de la Banque de France. Du fait des contraintes strictes qu'elle impose aux banques et de sa volonté de limiter les encours de crédit, la politique anti-inflationniste pourrait sembler contredire les principes généraux de la politique du crédit qui mettent l'accent sur un développement maximal du

---

65. On connaît la phrase du Ministre des Finances René Mayer, membre du parti radical socialiste, qui suggère bien les dissensions qui peuvent exister : « l'économie dirigée n'est pas un bienfait qui a été inventé par les démocraties occidentales, c'est un mal né de la guerre qui s'est prolongé après la guerre » (cité dans Caron 1982, p. 427).

crédit et de l'investissement. Mais la Banque de France a conscience du danger inflationniste que représente la croissance des crédits et donc de l'arbitrage qu'elle doit opérer entre l'inflation et la production. Elle conçoit ainsi la lutte contre l'inflation comme un moyen de défendre l'organisation du crédit mise en place en 1945 contre ses propres failles et ses propres dangers. Comme nous l'avons mis en avant dans l'introduction théorique de ce chapitre, la lutte contre l'inflation constitue alors en quelque sorte l'auto-limitation de l'institution du crédit et en est ainsi une composante à part entière. En conséquence, les politiques anti-inflationnistes se doivent de respecter les principes généraux de la politique du crédit, notamment les objectifs de sélectivité. Toute restriction des crédits imposée par la Banque de France est donc sélective et doit composer avec les impératifs d'allocation du crédit, la segmentation du système bancaire, le financement du gouvernement et le soutien aux exportations (dans le but de stabiliser le compte courant). Ainsi prend corps la cohérence institutionnelle.

L'accent mis sur le crédit dans la loi de 1945 place également le crédit au centre de la doctrine de la Banque de France concernant le contrôle de la monnaie et de l'inflation. Mais ce contrôle ne s'effectue ni par une sélection qualitative du crédit comme dans la doctrine des effets réels (*real bills doctrine*), ni par les taux d'intérêt du marché monétaire comme dans la théorie keynésienne, ni par une gestion « monétariste » de la base monétaire ; c'est par un contrôle direct et quantitatif des crédits et de la liquidité bancaire que l'inflation et la monnaie sont maîtrisées.

### **Contrôle et sélectivité**

Le contrôle du crédit est d'abord qualitatif, au sens où le CNC émet des recommandations à l'attention des banques sur les types de crédit prioritaires afin de limiter les crédits jugés purement « inflationnistes ». Ainsi les banques sont-elles encouragées, en 1947 et en 1948, à prêter aux industries et aux secteurs clés des produits de première nécessité (céréales, lait, viande, sucre)<sup>66</sup>. Il s'agit non

---

66. ABF, 1331200301/9, DGC, Documents préparatoires à ces mesures et Lettre du 10 octobre 1947 du Gouverneur de la Banque de France, vice-président du CNC à Hottinguer (président as-

seulement d'une orientation mais aussi, à partir d'octobre 1947, d'un moyen de combattre l'inflation en accordant uniquement les crédits les plus utiles à l'économie. Cette orientation qualitative des crédits demeure un des rôles du CNC dans les décennies suivantes, mais les gouvernants se rendent rapidement compte de son insuffisance pour combattre l'inflation. En septembre 1948, la Banque de France et le CNC mettent donc en place une série de mesures visant à contrôler le crédit et la liquidité de manière quantitative, en particulier en imposant des plafonds de réescompte aux banques et en les obligeant à détenir un montant fixe de bons du trésor<sup>67</sup>.

La mise en place de plafonds d'escompte par banque participe à ce que Patrice Baubeau (2004) a appelé la « subversion de l'escompte » par rapport à la situation d'avant-guerre. Dans un ouvrage sur la réglementation bancaire et la direction du crédit, écrit en 1952, le juriste Pierre Dupont faisait déjà remarquer ce que ces modifications avaient de radicales :

« Le caractère *self liquidating* de la lettre de change ne suffit plus à justifier le développement indéfini des engagements bancaires de cette nature. Dès lors qu'une banque atteint son plafond, elle ne peut plus se présenter au réescompte quelles que soient la qualité et la durée des effets dont elle dispose. Il y a là, comme le notent certains observateurs, une rupture décisive de la tradition bancaire française. » (Dupont 1952, p.328).

Avec les plafonds d'escompte, la sélection ne s'effectue donc pas papier par papier, ni par les taux, mais par un quota déterminé en fonction des caractéristiques de chaque banque et de l'orientation de la politique monétaire. Les crédits à moyen terme présentés par les organismes publics et semi-publics ne sont quant à eux pas plafonnés avant 1958 car ils sont considérés comme prioritaires et sont

---

sociation professionnelle des Banques) Paul-Dauphin, (association professionnelle des entreprises et établissements financiers) Cramois (Crédit Agricole), Montfajon, (directeur général du crédit populaire de France).

67. Le montant des bons du Trésor dans les actifs doit représenter au moins 95% du montant de septembre 1948 et 1/5<sup>e</sup> des nouvelles acquisitions doivent être des bons du Trésor. Cf chapitre 3.

soumis à une sélection supplémentaire. La date du 30 septembre 1948 et le passage à une politique de restrictions par les quantités et non par simple recommandation qualitative, marque également la fin d'une expérience de deux ans visant à appliquer deux taux à l'escompte : un pour les effets des entreprises publiques et les effets de commerce représentant des ventes et un autre (plus élevé) pour le reste des crédits. Cette technique de discrimination par un double taux d'escompte, inédite dans l'histoire de la Banque, est abandonnée en 1948 car elle n'arrive pas à produire des effets satisfaisants dans la sélection des crédits et la lutte contre l'inflation<sup>68</sup>.

Septembre 1948 marque donc une rupture importante car la « sélectivité » ou « discrimination » des crédits n'est plus considérée comme un moyen suffisant de lutter contre l'inflation mais seulement comme un moyen d'agir sur l'allocation du crédit. La sélectivité devient donc subordonnée au contrôle quantitatif du crédit lors des épisodes restrictifs.

Après l'instauration des plafonds d'escompte, la sélectivité du crédit pratiquée par la Banque de France repose donc principalement sur des exemptions, ou régimes spéciaux, ainsi que sur les concertations entre le CNC et les organismes spécialisés de crédit qui peuvent présenter des effets à moyens termes non plafonnés au réescompte. Toutefois, chaque plafond d'escompte d'une banque à la Banque de France est fixé à un niveau différent en fonction des engagements de la banque. La manière dont le montant de ce plafond est fixé à toujours été qualifiée d' « empirique » par la Banque de France (cf. chapitre 6). Chaque banque peut donc faire une demande à la Direction générale de l'escompte pour voir augmenter son plafond. Il n'en reste pas moins que lors des épisodes restrictifs le pourcentage de baisse de chaque plafond est identique pour toutes les banques<sup>69</sup>.

Le coefficient de bons du trésor (ou « plancher ») vise quant à lui à contrôler la liquidité bancaire, c'est à dire qu'il fait en sorte que les ressources des banques soient investies en obligations à long terme plutôt que converties en crédit, en liquidités ou en dépôts à court terme. Mais il a aussi une double fonction évidente

---

68. ABF, PVCG, 30 septembre 1948.

69. Les banques excédant leurs plafonds peuvent également emprunter à un taux supérieur aux taux d'escompte auprès de la banque centrale.

qui illustre encore une fois comment la politique monétaire s'insère dans un environnement plus global. Tout d'abord, son efficacité restrictive tient au fait qu'il empêche les banques d'accroître leurs actifs liquides en obtenant par la vente de bons du trésor les fonds qu'elles ne peuvent plus obtenir au réescompte. Deuxièmement, son efficacité budgétaire tient au fait qu'il garantit à l'État un financement en période de politique restrictive ; ce qui par ailleurs peut également accroître l'efficacité « monétaire » en évitant que la Banque de France ne doive augmenter ses avances directes au Trésor.

Ces mesures de politique monétaire restrictive sont donc profondément insérées dans ce que nous avons appelé l'institution du crédit et reposent sur une coordination forte entre la Banque, les autres organismes étatiques et le système bancaire. En d'autres termes, elles reposent sur le maintien d'un équilibre qui ne peut être garanti que par le fait que les agents ne changent pas leur stratégie. Ainsi, le plancher de bons du Trésor vise à maintenir le fait que les banques demeurent endettées à la Banque centrale afin que les plafonds d'escompte puissent être efficaces. La coordination entre le gouvernement et la Banque centrale est donc indispensable, non seulement sur la question des avances mais aussi sur celles des taux. Ainsi la Banque de France ne cesse de demander au Trésor de ne pas augmenter ses taux au-dessus du taux d'escompte afin de ne pas rendre les planchers inefficaces et de ne pas limiter le crédit bancaire en période d'expansion pour favoriser le déficit budgétaire. En effet, si les taux des bons sont supérieurs au taux d'escompte, les banques détiendront de toute manière une proportion des premiers supérieure au plancher fixé par la Banque centrale, rendant ainsi inefficace l'ensemble de la politique du crédit. La question du différentiel entre ces deux taux a donc été un sujet de controverse constant entre le Trésor et la Banque de France pendant les années 1950 : la coordination était essentielle afin que le Trésor se suffise des planchers et ne cherche pas à augmenter son financement par une hausse du taux des bons du Trésor au dessus du taux d'escompte<sup>70</sup>. Ainsi se met

---

70. Une note d'étude sans titre datée de 1960 de la Direction générale du crédit récapitule l'ensemble de la politique et des luttes entre la Banque et le Trésor sur ce sujet au cours des années 1950. ABF 1331200301/10. Voir aussi une explication détaillée du point de vue du Trésor dans Quennouëlle-Corre (2000, p.261 et al.). Les graphiques des taux du chapitre 3 (figure 5)

en place un équilibre avec des taux bas et des planchers de bons du Trésor élevés, visant à assurer à la fois le financement du gouvernement et l'efficacité du système de réescompte et de la politique monétaire.

La coordination entre lutte contre l'inflation, sélectivité du crédit et soutien au gouvernement est encore à l'œuvre dans le choix de février 1958 d'introduire un nouvel instrument de politique monétaire : la limitation directe des encours bancaires (que l'on appellera par la suite « encadrement du crédit »). Cette pratique s'inspire également de la politique d'autres pays européens, notamment les Pays-Bas qui l'avaient mis en place dès 1951. Il s'agit de fixer un plafond à la progression des crédits par banque. En France, il prend d'abord la forme de l'obligation pour les banques de ne pas augmenter leur encours de crédit par rapport à leur propre moyenne du dernier trimestre de 1957. Ensuite, la limitation des encours prit la forme d'un pourcentage limite (commun à toutes les banques) d'accroissement des crédits par rapport à une date fixée.

Lors du plan de 1958, les crédits à la construction, aux exportations et les crédits aux entreprises nationalisées ne sont pas soumis à ces limites. Par la suite, au cours des années 1960, ce furent les crédits aux exportations ou les crédits à moyen-terme. Il s'agit bien d'une mesure de restriction temporaire qui vient en complément des plafonds de réescompte, jugés moins efficaces en raison d'un plus faible endettement des banques vis-à-vis de la Banque centrale et de la hausse des crédits non-plafonnés à la fin des années 1950. La continuité avec les principes examinés précédemment, et notamment la sélectivité, est exprimée clairement par le Gouverneur lors de la première mise en place de cette mesure en février 1958 :

« Les restrictions envisagées répondent à la notion d'une certaine sélectivité du crédit, ou plus exactement - car cette formule, couramment employée, constitue plutôt un pléonasme- d'une certaine direction du crédit. Telle est la position à laquelle s'est arrêté, en définitive, le Ministre des Finances et à laquelle, notamment, M. Jacobsson [directeur du Fonds monétaire international], après des discussions approfondies avec tous les experts français, a donné son agrément depuis plusieurs

---

montrent bien que le taux des bons du Trésor à 3 mois est inférieur au taux d'escompte au cours des années 1950 à l'exception de la période non restrictive de crédit de 1954 et 1955.

semaines ; elle n'est peut-être pas satisfaisante pour tous mais il ne s'en est pas trouvé de meilleure. »<sup>71</sup>

## **La doctrine de la Banque de France**

On se condamne à ne pas saisir la particularité de la politique du crédit de la Banque de France tant que l'on cherche à l'analyser dans le cadre des théories monétaires traditionnelles.

Bien que faisant preuve de rigueur face à des situations d'inflation galopante, la politique monétaire française n'est pas « monétariste », notamment car la masse monétaire n'a jamais été ni le seul instrument, ni le seul objectif de la Banque de France<sup>72</sup>. Mais cette politique n'est pas non plus d'inspiration keynésienne : les taux d'intérêt n'y jouent aucun rôle, et les préoccupations de la Banque centrale sont concentrées autour de l'inflation et de la balance des paiements (ce que les contemporains appellent respectivement « valeur interne » et « valeur externe » de la monnaie). L'objectif premier de la Banque centrale n'est pas de réduire le taux de chômage mais de favoriser le crédit. Si le développement du crédit peut contribuer à la hausse de l'emploi, cela passe par le mécanisme de l'investissement et non par le mécanisme de l'illusion nominale (courbe de Phillips). Du reste la référence à Keynes est absente des réflexions des dirigeants et des économistes de la Banque de France à l'époque, comme d'ailleurs toute autre référence théorique explicite. Si on peut parler d'un cadre keynésien pour désigner le consensus qui accompagne l'intervention de l'État et qui se développe notamment au sein des administrations, en particulier dans la mise en place du Plan et dans l'établissement de la comptabilité nationale (Rosanvallon 1984), les hommes de la Banque de France au cours des années 1950 ne cherchent aucunement les racines théoriques de leur intervention dans les écrits de l'économiste anglais. A cet égard, le fait que le CNC, demeure distinct du Plan et que le Service central des risques reste indépendant de l'INSEE est également important.

---

71. ABF, PVCG, 6 février 1958.

72. Olivier Feiertag (2006b, p.321) emploie le terme de « monétarisme avant l'heure » pour qualifier certaines mesures restrictives de cette période.



Les dirigeants de la Banque ont une culture forgée au libéralisme français de l'entre-deux-guerres, et à l'orthodoxie de l'étalon-or, et ils associent Keynes à l'économiste qui a pris des positions violemment anti-françaises sur les questions des réparations allemandes dans les années 1920 (Crouzet 1972, Van-lemesle 2004, p.617)<sup>73</sup>. Ils ont pour beaucoup une expérience dans les banques ou l'administration mais aucun n'est un théoricien socialiste ; leur conversion aux nécessités de l'interventionnisme ne s'est pas faite par une rencontre avec certaines théories économiques<sup>74</sup>. Les références économiques françaises demeurent largement nationales et diffèrent sensiblement de celles présentes en Angleterre et aux États-Unis, tout comme la définition de ce qu'est un « économiste » (Fourcade 2009, chp.4). Les facultés de droit et d'économie ne sont pas encore séparées et ce sont principalement les ingénieurs et les Inspecteur des Finances qui incarnent en France la pensée économique (Van-lemesle 2004, Fourcade 2009, Le Merrer 2011).

La théorie quantitative de la monnaie constitue toujours le cadre général de l'enseignement économique dans la lignée de l'influent *Cours d'économie Politique* de Charles Gide (1930, p.322). S'y ajoute la question du crédit, sans que le lien entre monnaie et crédit ne soit forcément théorisé en profondeur. La distinction entre crédit et monnaie était courante chez les théoriciens de la monnaie en France dans l'entre-deux-guerres, en particulier chez Charles Rist qui publie en 1951 une seconde édition de son ouvrage majeur et influent, *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie*. Mais la conception métalliste de la monnaie de Rist et son attachement à l'étalon-or offrent peu de pistes à la politique monétaire dans

---

73. Une manifestation particulièrement virulente de la critique de Keynes en France provient de l'économiste libéral Etienne Mantoux (1946). Dans ce livre influent préfacé par Raymond Aron, il se livre à une critique théorique de Keynes, puis à une critique politique dans laquelle il lui reproche notamment d'avoir affaibli les démocraties en tentant de discréditer le Traité de Versailles.

74. Emmanuel Monick et Wilfried Baumgartner sont tous les deux Inspecteurs des Finances. Le premier a été attaché financier à Washington et à Londres pendant l'entre-deux-guerres ; le second a été directeur du Mouvement général des Fonds, c'est à dire l'ancien Trésor, de 1935 à 1936, puis directeur du Crédit National de 1936 à 1949.

le contexte de l'après-guerre et de Bretton Woods<sup>75</sup>.

Ainsi, les discussions au sein du Conseil général et les notes du CNC ou de la DGC font apparaître une règle simple : l'inflation est créée par la croissance des crédits et de la masse monétaire. Cette règle se double de la conviction - à contre-courant de la théorie keynésienne - que la Banque centrale peut contrôler directement le crédit afin de faire baisser la masse monétaire et, ainsi, les prix. Alors que chez Keynes, la non élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt est synonyme d'une trappe à liquidité<sup>76</sup> et donc d'impuissance de la politique monétaire, elle est au contraire, à la Banque de France synonyme du pouvoir de la Banque centrale d'agir directement sur le crédit.

Le terme de « keynésianisme » est souvent empli de confusion car il évoque tant une théorie - souvent postérieure aux écrits de Keynes et procédant à un ensemble de réinterprétations - qu'un ensemble de politiques (Rosanvallon 1984, Booth 2001). Toutefois, force est de constater que les principes de la Banque de France ne correspondent ni aux écrits de Keynes sur la demande de monnaie et la préférence pour la liquidité, ni à la synthèse de Hicks (le modèle IS-LM) qui évacue complètement la question du crédit, ni aux théories post-keynesiennes qui affirment que la monnaie et le crédit sont purement endogènes (Lavoie 1984). Il n'y a eu jamais en France, au contraire de l' *Employment policy white paper* en Angleterre (1944) et l'*Employment Act* au États-Unis (1946), un texte politique et législatif dont l'insistance sur le plein emploi rappellerait les préceptes keynésiens. Enfin, les pratiques de la Banque de France s'éloignent profondément de celles du Radcliffe Report anglais de 1959 qui revendique clairement une filiation keynésienne, qui constitue à cette époque la principale application des théories de Keynes à la politique monétaire (Kaldor 1959) et qui est souvent considéré comme symptomatique des politiques monétaires des années 1950 et 1960 dans le monde (Meltzer 2010, p.5, Singleton 2011). Ce rapport, qui se présente à la fois comme

---

75. Sa critique de la théorie monétaire de Keynes ainsi que son argument sur la nécessité d'une dévaluation du dollar ont quant à eux plus d'influence au sein des économistes et hommes politiques français.

76. Qui peut en fait subvenir pour plusieurs niveaux possibles de taux, cf Leijonhufvud 1968, chp.4.

une validation rétrospective de la politique de la Banque d'Angleterre pendant les années 1950 et la matrice de celle des années 1960 (Capie 2010, chp.4), conclut au fait que les taux d'intérêt et l'*open market* doivent être les instruments prioritaires de la politique monétaire, tout en affirmant que celle-ci a cependant un effet limité - en raison de l'endogénéité de l'offre et de l'instabilité de la demande de monnaie - et doit donc être soumise à la politique budgétaire. Il fait en outre un lien direct entre gestion de la dette publique (les bons du Trésor) et politique monétaire, discutant ainsi longuement le fonctionnement du marché monétaire anglais. Le rapport préconise par ailleurs la construction de statistiques monétaires et bancaires qui font défaut à la Banque d'Angleterre (Capie, 2010, chp.4) alors que la Banque de France a construit toute sa politique quantitative sur les statistiques bancaires exhaustives du Service central des risques.

Il est frappant de constater à quel point rien ne semble plus étranger à la Banque de France à cette époque que les pratiques de la Banque d'Angleterre et les théories énoncées dans le rapport Radcliffe. La présentation, par le sous-gouverneur Jean Saltes, du rapport Radcliffe au Conseil général de la Banque de France suscite certes l'intérêt mais aucune discussion. Saltes y voit surtout « le meilleur manuel et le plus complet qui puisse exister sur les mécanismes financiers et monétaires britanniques ». Concernant les principes théoriques du rapport et les thèmes généraux qui y sont développés, il affirme qu'« il semble que l'on n'ait que peu de choses à retenir ». Enfin Saltes conclut que :

« les recommandations techniques faites par le Comité [Radcliffe] ne paraissent pas transposables ici, non seulement parce que nos mécanismes et nos institutions sont très différentes de ce qui existe en Angleterre, mais aussi parce que notre équipement statistique, notre connaissance de la distribution du crédit, nos méthodes de contrôle du système bancaire sont au moins aussi perfectionnés et aussi efficaces que tout ce qui pourrait se faire Outre-Manche, même si les recommandations du comité étaient suivies d'effet. »<sup>77</sup>

Alors que le moyen principal d'intervention de Banque d'Angleterre dans l'économie repose sur la gestion de la dette publique et les interventions d'*open*

---

77. ABF, PVCG 10 décembre 1959.

*market*, la Banque de France s'attache quant à elle à contrôler directement le crédit bancaire.

Au risque de se montrer simplificateur, on peut décrire la règle de la politique monétaire française à cette époque comme combinant une version simple de la théorie quantitative de la monnaie avec les principes de la « nationalisation du crédit » de 1945. Le Conseil général de la Banque semble prendre pour acquis que les niveaux des prix et de la masse monétaire sont corrélés et qu'agir sur la monnaie est le seul moyen de faire baisser l'inflation. Cette opinion est notamment reflétée dans les statistiques de crédit et de monnaie que le CNC commence à construire dès 1947 et qui sont régulièrement présentées au Conseil général. Ces statistiques distinguent clairement entre les crédits bancaires qui sont considérés comme de la création de monnaie à partir des dépôts et les crédits non bancaires. Cette distinction statistique correspond donc également à la distinction juridique des attributions du CNC.

C'est en contrôlant directement la masse des crédits bancaires, ainsi que la liquidité des banques, que la Banque pense pouvoir agir sur la masse monétaire et les prix. Le but d'une politique restrictive est donc de faire baisser la masse de crédit tout en respectant les principes de la politique générale du crédit, en particulier la sélectivité. Par rapport aux versions de la théorie quantitative de Fisher, puis de Friedman, la question des taux d'intérêt (notamment la distinction entre réel et nominal) ainsi que la notion de vélocité - et donc de la demande de monnaie - sont absentes. Comme avant la guerre, la Banque continue à adhérer à l'idée selon laquelle la monnaie est créée par les banques, via le mécanisme de l'escompte. Mais elle pense dorénavant que la priorité donnée au crédit dans la reconstruction de l'après-guerre l'oblige à en contrôler directement l'offre, et non à réguler la demande par les taux d'intérêt.

Les conceptions théoriques de la Banque de France sur la nécessité de réguler le crédit et la monnaie incitent à relativiser la distinction que faisait Milton Friedman entre une politique du crédit (*credit policy*) et une politique monétaire (*monetary policy*), dans son ouvrage de 1969, *The Optimum Quantity of Money*. Pour lui la politique du crédit s'oppose à toute gestion de la masse monétaire et est soit

keynésienne, soit affiliée à la doctrine des effets réels (*real bills doctrine*) :

« L'analyse keynésienne qui met l'accent sur les taux d'intérêt plutôt que sur la masse monétaire est la dernière manifestation [de la politique du crédit]. La dernière rationalisation majeure en était la doctrine des effets réels. La croyance est toujours répandue aujourd'hui chez les banquiers centraux que si le crédit finance des activités économiques productives, alors la quantité de monnaie peut être négligée. » (p.75)<sup>78</sup>

L'influence de la doctrine des effets réels a certes été importante à la Banque de France avant la guerre, ne serait-ce qu'à travers la tradition du réescompte<sup>79</sup>. Mais l'idée - mise en pratique de 1947 à 1948 - que la sélection des « bons » crédits par les taux d'intérêt, ou par une discrimination qualitative, peut suffire à faire baisser l'inflation a abouti à un échec. Face à cet état de fait, comme nous l'avons vu précédemment, la Banque de France adopte une doctrine selon laquelle c'est la masse totale des crédits qui est inflationniste et non certains crédits mal choisis ; d'où son recours à des limites quantitatives directes. Les exemptions ne se font pas au nom du caractère moins inflationniste de certains crédits mais au nom de leur caractère prioritaire pour la croissance économique. A cet égard, on comprend mieux pourquoi le taux d'escompte est qualifié d'instrument « qualitatif » par le Gouverneur de la Banque de France - et ainsi discrédité -, en opposition aux instruments « quantitatifs » de contrôle du crédit<sup>80</sup>.

Enfin, malgré une proximité langagière, il faut également dissiper l'idée selon laquelle la politique du crédit de la Banque de France représenterait un précédent de l'approche de la monnaie par les contreparties de crédit (*credit counterpart approach*) développée en Angleterre dans les années 1960 et adoptée explicitement par la *Bank of England* dans les années 1970 (Capie 2010 p.28-29, Batini et Nelson

---

78. Nous traduisons.

79. Toutefois elle perd de son influence après la Première guerre mondiale au profit de la théorie quantitative. Comme l'explique Patrice Baubeau (2011, p.229) : « le puissant parallèle apparu à l'occasion de la guerre entre hausse de l'émission monétaire, hausse des prix et baisse du change ruine en partie la posture anti-théorie quantitative de la monnaie adoptée par la Banque de France avant 1914. »

80. Voir notamment la séance du Conseil général du 11 octobre 1951, ABF, PVCG.

2005, p.29-34). Énoncée synthétiquement, cette théorie dit que l'évolution de la masse monétaire dépend de l'évolution de ses contreparties, c'est à dire du total des crédits bancaires à l'économie, des crédits au gouvernement et de la dette publique détenue. La doctrine de la Banque de France se distingue de la conception par les contreparties sur deux points. Tout d'abord, elle ne réfléchit pas exclusivement en terme de contrôle du crédit (et donc des contreparties) car elle donne une importance également importante aux ratios de liquidités qui influencent directement la création monétaire en jouant un rôle similaire au coefficient de réserves (cf. chapitre 3 et section suivante pour les débats sur les coefficients de réserves au cours des années 1960). Deuxièmement, elle établit une distinction claire entre les bons du Trésor et les crédits ou avances directes au gouvernement comme nous l'avons vu précédemment<sup>81</sup>. La Banque ne considère donc pas que le déficit budgétaire dans son ensemble participe à la création monétaire, et ne fait pas la confusion entre bons du Trésor et crédit au gouvernement que dénoncent Friedman et Schwartz (1963, p. 566) et Batini et Nelson (2005, p.30).

Toutefois, hormis cette distinction entre crédits bancaires et non bancaires, il faut bien avouer que la relation entre crédit et monnaie n'est pas pleinement conceptualisée à la Banque. L'absence de théorisation explicite peut s'expliquer par le fait que la relation entre masse monétaire et crédits bancaires (donc la contrepartie) est stable jusqu'à la fin des années 1960 (cf. annexe 1, figures 2 et 4) et que les périodes de restriction du crédit entraînent bien une baisse de la croissance de la masse monétaire comme nous le montrerons dans le chapitre 3 de cette thèse.

Chaque semaine, à la réunion du Conseil général, on présente d'abord de manière ritualisée l'évolution du bilan de la Banque de France. Ensuite seulement viennent les discussions des variables macroéconomiques, en commençant souvent par les prix. Mais leur présentation et leur interprétation n'est ni aussi généralisée, ni aussi codifiée et claire que celle du bilan. La Banque de France ne rompt pas complètement avec sa tradition d'avant-guerre : elle demeure la Banque des

---

81. (L'annexe 2 de ce chapitre présente les moyens de financement du Trésor par la Banque de France et revient sur cette distinction.

banques, s'attachant ainsi à discuter principalement de l'escompte et des conditions bancaires. C'est en se fondant sur la notion de crédit qu'elle établit le lien entre cette fonction traditionnelle et les nouveaux objectifs macroéconomiques de croissance qu'elle a acquis.

### *Les objectifs de la politique monétaire*

L'idée que le déficit budgétaire nourrit l'inflation est constamment présente à la Banque de France en 1945, tout comme elle l'était avant la guerre (Blancheton 2001, Mouré, 2002). Ainsi la Banque montre sa volonté de restreindre les avances au Trésor même si celle-ci fut toutefois fortement limitée à certains moments par son manque d'indépendance. Alors que la Banque n'eut de cesse de diminuer ses concours au Trésor au cours des années 1950, elle fut forcée par le gouvernement d'adopter une nouvelle avance de 300 millions en juin 1957 : le Gouverneur exprime alors très clairement dans une lettre au ministre que

« ce n'est pas sans regrets que le Conseil Général s'est résolu à m'autoriser à signer cette convention. Il ne peut déplorer que le bilan de la Banque et la situation monétaire se trouvent de nouveau alourdis par l'ouverture d'avances dont le caractère nocif est incontestable. »,

Et il précise ensuite clairement que contrôler la masse monétaire augmentée par les avances passe alors nécessairement par le contrôle du crédit :

« L'utilisation par l'État des nouvelles avances risque d'entraîner un gonflement anormal de la masse monétaire. Pour atténuer ce risque, de nouvelles mesures vont être indispensables dans le domaine du crédit.<sup>82</sup>»

La Banque de France a tout autant conscience du danger du déficit budgétaire, que de l'arbitrage inévitable entre l'inflation et la croissance de la production. La pétition de principe du CNC à la fin 1948 est à cet égard révélatrice :

« La mission essentielle du Conseil National du Crédit a consisté en 1948 à

---

82. ABF, PVCG, 26 juin 1957. Mais de telles mesures ne pourront en fait pas pleinement être prises avant février 1958, cf chapitre 3. Dans cette même lettre, le gouverneur précise clairement que le contrôle du crédit n'est pas pleinement possible à cette date car la Banque ne peut limiter l'ensemble des crédits à moyen terme issus des organismes semi-publics de crédit.

veiller, comme précédemment, dans le domaine qui lui est imparti, à ce que les entreprises ne manquent pas du crédit qui leur est nécessaire pour s'équiper, pour produire, pour distribuer ; mais elle a aussi consisté à empêcher que la facilité du crédit favorisât une hausse indésirable des prix ou permît d'entraver une baisse jugée souhaitable. Cette ligne de conduite, simple dans ses motifs et dans ses buts, impliquait cependant, dans l'application, la conscience constante de la double faculté que possède le crédit ; il favorise l'activité, il nourrit aussi l'inflation.<sup>83</sup>»

Nous sommes loin ici de l'image d'une Banque centrale cherchant à faire de l'inflation afin de réduire le taux de chômage, ou pensant que les objectifs de stabilité des prix et de croissance sont aisément conciliables. Cet extrait du rapport du CNC montre que le nécessaire arbitrage entre inflation et production est bien compris<sup>84</sup>. Encore une fois, c'est la nature même du crédit qui est invoquée comme fondement théorique de la politique.

Ainsi il s'agit pour la Banque centrale de trouver un équilibre qui évite que le crédit ne finance une surproduction et crée donc de l'inflation. Les notions de « plein emploi » et de « production potentielle » sont également connues à la Banque de France. Ainsi le rapport de 1954 dont nous avons déjà parlé établit clairement que

« le crédit ne peut, sans s'exposer à détruire au moins autant de richesses que celles qu'il a permis de faire naître, dépasser un certain seuil. [...] Si donc l'ambition de toute politique monétaire est de permettre au système économique de s'approcher aussi près que possible du maximum de production réalisable, sa responsabilité est d'éviter que, du moins de son fait, cette limite ne soit jamais franchie. C'est cet équilibre difficile que les autorités monétaires s'efforceront, cette année encore de maintenir. » (p.12)

Le double objectif de la politique monétaire régulièrement énoncé au cours des délibérations du Conseil général et dans les documents officiels est la préservation

---

83. ABF, Rapport du Conseil National du Crédit 1948, p.37.

84. Mêmes si la politique monétaire des États-Unis prenaient une toute autre forme, Romer et Romer (2002) ont établi un constat similaire sur les politiques de la Fed dans les années 1950, la caractérisant de « frustré mais sensée » (*crude but fundamentally sensible*) (p.11)



de « l'équilibre interne » et de « l'équilibre externe » de la monnaie. Cet objectif n'est pas à première vue fort éloigné des objectifs traditionnels de la Banque de France sous l'étalon-or. Ainsi les restrictions de crédit sont imposées dans des périodes où l'inflation, comme le déficit de la balance des paiements sont considérés comme trop élevés. Lorsqu'elles se révèlent insuffisantes, une dévaluation est alors nécessaire comme en 1949, 1958 et 1969. Mais il faut insister sur le fait que les dévaluations viennent toujours à la suite de plusieurs mois de politique restrictive : le gouvernement ne procède jamais à une dévaluation sans que la Banque centrale ait comprimé auparavant la demande intérieure. Comme l'a bien noté Michael Loriaux (1991) les dévaluations sont un mécanisme qu'utilise la France afin de pouvoir sauvegarder son système d'organisation du crédit sans remettre en cause les règles de Bretton Woods. On peut aller plus loin et réinterpréter toute la politique de lutte contre l'inflation comme un élément essentiel au maintien de l'institution du crédit après 1945.

### *Une politique sans taux*

L'utilisation du contrôle direct des quantités plutôt que le maniement des taux d'intérêt doit donc se comprendre dans le contexte plus général d'une conception dirigiste du crédit. Les chapitres suivants, 3 et 4, étudieront les divers arguments théoriques qui peuvent soutenir un tel choix ainsi que les conséquences de ce choix sur le développement du crédit et sur les ajustements internationaux. A ce stade, contentons-nous de souligner le fait que le choix du contrôle par les quantités convient naturellement à la politique de sélectivité des crédits, puisqu'il permet facilement de faire des exemptions et d'agir ainsi sur l'allocation. Ce choix apparaît ainsi comme une évidence jusqu'à la fin des années 1950 au moins : il n'est pas théorisé et donne peu lieu à des débats entre économistes ou décideurs. Les membres de la Banque de France se satisfont du fait que la hausse des taux n'est plus efficace, que l'élasticité de la demande de crédit et de monnaie aux taux est très faible. Ils s'accordent ainsi sur le fait que le taux d'escompte a uniquement un effet

« psychologique »<sup>85</sup>. Reprenons les mots révélateurs du Gouverneur Baumgartner tentant de convaincre un Conseil général sceptique de la nécessité d'accompagner la baisse des plafonds d'escompte par une hausse du taux de l'escompte en 1951 :

« Si les restrictions de crédit ont sans aucun doute plus de portée pratique, un relèvement du taux de l'escompte constitue encore une mesure significative au regard de l'opinion française et aussi de l'opinion étrangère, elle indique clairement que tous les efforts seront faits pour défendre la monnaie »<sup>86</sup>.

Les discussions sur le maniement des taux au cours des années 1950 sont donc empreintes de confusion. Puisqu'ils sont largement considérés comme inefficaces pour lutter contre l'inflation, les justifications invoquées pour les augmenter sont nécessairement ardues et l'argument « psychologique » peine souvent à convaincre.

Lorsqu'en juin 1957 est décidée une hausse du taux d'escompte qui ne s'accompagne pas de mesures de restrictions quantitatives et qui a comme seul but d'envoyer un signal à l'opinion, l'économiste Pierre Dieterlen commente ainsi :

« Les raisons sur lesquelles elle [cette décision] se fonde sont des plus diverses. [...] Ces raisons sont opposées au plus haut point et rendent difficile une politique cohérente. C'est ainsi que la hausse du taux de l'escompte de 3 à 4% intervenue en avril dernier ne satisfait personne. Ceux qui ne croient pas à l'efficacité du taux d'escompte jugent cette hausse inutile par définition. Ceux qui y croient la jugent inutile parce qu'insuffisante. Ne parlons pas de ceux qui la croient nuisible. » (Dieterlen 1957, p.634).

La Banque de France s'intéresse principalement au différentiel entre le taux d'escompte et les bons du Trésor comme nous l'avons expliqué auparavant, ainsi qu'au différentiel avec celui des autres pays<sup>87</sup>. Sur le plan intérieur, il semble que les dirigeants de la Banque ne savent plus eux-mêmes quelle importance donner

---

85. Le terme « psychologique » pour qualifier l'effet du taux d'escompte est notamment employé à plusieurs reprises par le Gouverneur dans les séances du Conseil Général. ABF. PVCG. Séance du 30 septembre 1948 (E.Monick), séance du 11 octobre 1951 (W.Baumgartner) et séance du 11 avril 1957 (W.Baumgartner).

86. ABF, PVCG, 11 octobre.

87. Sur le rôle international du taux d'escompte, voir aussi les déclarations de Baumgartner citées par Feiertag (2006b, p.440-441).

au taux d'escompte : s'ils y prêtent encore attention en référence à son rôle de l'entre-deux-guerres, son maniement perd peu à peu de son sens. Alors même que l'inflation et l'orientation de la politique monétaire connaissent des variations importantes au cours des années 1950, le taux d'intérêt directeur (nominal) de la Banque de France est maintenu entre 3,5 et 5 %. Il atteint paradoxalement son maximum en 1955, afin de suivre la hausse du taux d'intérêt de la Fed, au moment où la Banque de France mène pourtant une politique ouvertement expansionniste (cf. chapitre 3).

Quelle est la ligne directrice des mesures de lutte contre l'inflation ? Notre hypothèse est qu'elle se comprend mieux dans le cadre général de l'institution du crédit que nous avons décrite qu'en référence à des théories monétaires explicites et prédéfinies. Les contemporains ont d'abord pensé conjointement l'organisation du crédit et le contrôle monétaire en liant ces deux éléments dans le droit avant d'établir les règles strictes du contrôle de l'inflation et des objectifs plus précis pour la politique monétaire. Ajouté à un cadre intellectuel hérité de l'entre-deux-guerres ainsi qu'à des pratiques traditionnelles de la Banque peu inspirées de références anglo-saxonnes, la nouvelle conception du crédit donne naissance à une pensée originale et qui se construit dans la pratique et dans l'interaction avec le système bancaire <sup>88</sup>.

Les principales difficultés auxquelles la Banque centrale se heurte dans la lutte contre l'inflation et le rétablissement des équilibres de la balance des paiements

---

88. Nous ne faisons pas ici référence à la théorie de l'économie d'endettement qui se développa au sein de la Banque de France dans la seconde moitié des années 1970 (Lévy-Garboua 1978, Maarek et Lévy-Garboua 1985, Goux 1990) et que certains ont repris comme grille d'interprétation (Loriaux 1991, Feiertag 2006b) de cette période.. Celle-ci se fonde sur des modèles standards de théorie monétaire auquel elle ajoute l'endettement des banques auprès de la Banque centrale causé par une contrainte des ménages. Hormis le fait que cette théorie constitue une rationalisation a posteriori non dénuée de présupposées, et qui doit à ce titre être elle-même un objet d'analyse historique, elle laisse de côté pour le besoin de la modélisation des caractéristiques fondamentales du système français, prévalant au moins pendant les années 1950 et 1960. Ainsi, l'ajustement au sein de ces modèles s'effectue par les taux d'intérêt et ils ne donnent pas de place au contrôle du crédit, que ce soit dans son lien avec la monnaie ou en raison de son pouvoir sélectif.

sont les résistances du gouvernement ainsi que celles des banquiers et des petites et moyennes entreprises qui souffrent le plus des restrictions de crédit<sup>89</sup>.

Les problèmes d'efficacité des instruments quantitatifs de contrôle du crédit se posent également étant donné la rapide reconstruction du système bancaire français qui modifie la composition du bilan des banques que les autorités monétaires entendent contrôler. A la fin des années 1950, le défi auquel font face la Banque de France et le gouvernement consiste à adapter la politique du crédit à une économie qui a en grande partie tourné la page des problèmes immédiats de la reconstruction de l'après-guerre.

## 2.4 Évolution de l'institution et progressive dés-institutionnalisation : la libéralisation ambiguë des années 1960-1970

Les années 1958 et 1959 marquent un tournant dans la vie politique et économique française. La formation de la Ve République s'accompagne en effet de l'internationalisation de l'économie symbolisée par le Traité de Rome en 1957 et le retour à la convertibilité totale du franc en 1959, ainsi que par l'amorce d'un désengagement de l'État dans le domaine économique par rapport à la décennie précédente (Quennouëlle-Corre 1996, Chélini 2001, Warlouzet 2010). Ce que certains qualifient de tournant « libéral et gestionnaire » s'incarne dans le plan Pinay-Rueff, une série de réformes mises en place à partir de 1959 qui visent principalement à désendetter l'État, rétablir la concurrence dans certains secteurs et promouvoir le commerce international (Chélini 2001, Denord 2010). Comment ces

---

89. Ce constat est souvent effectué au sein de la Banque. Les plaintes des petites entreprises remontent notamment à Paris par le biais des succursales. En plus des lettres des banquiers et commerçants cités dans la section précédente, on peut mentionner cette mise en garde du Gouverneur en 1957 : « L'une des difficultés que comporte le resserrement des crédits bancaires tient à ce que, d'une manière générale, ce sont les petites et moyennes entreprises qui risquent surtout de pâtir de ces restrictions. », ABF, PVCG 12 août 1957.

changements affectent-ils la politique du crédit ? Ils entraînent d'abord une baisse des concours direct de la Banque de France et du Trésor à l'économie (cf. annexes 1 et 2, figures 10 à 14 et 17). Pour la Banque de France, cela se traduit par une baisse des avances au Trésor et par la diminution du réescompte de crédit à moyen terme (figures 9, 13 et 14). Dès le début des années 1960, la participation des banques au financement de l'économie augmente par rapport à celle de la Banque de France et des établissements publics et semi-publics. Le développement du crédit bancaire se voit ensuite encore favorisé par les lois de 1966 qui donnent aux banques une plus grande liberté d'activité et permettent une meilleure rémunération des dépôts.

Ces mutations, autant la « débudgétisation »<sup>90</sup> que l'expansion du secteur bancaire, affectent nécessairement les outils de la politique monétaire. Pourtant, s'il y a bien une augmentation en volume des financements sans intervention directe de l'État, les grands principes de la politique interventionniste du crédit ne sont pas fondamentalement remis en cause. Le cadre juridique est ainsi quasiment identique à la période précédente et la politique de « sélectivité du crédit » est maintenue et assumée. Ainsi, au cours des années 1960, la Banque de France participe moins au refinancement des banques mais elle renforce notamment sa capacité à soutenir le développement de certains secteurs en acceptant des crédits à moyens termes plus divers et plus longs au réescompte.

La fin des années 1960 est cependant marquée par une tentative de rendre l'intervention de la Banque centrale plus neutre et moins sélective par l'instauration des réserves obligatoires en 1967 puis par le développement de l'*open market* en 1971. Mais on peut parler d'une libéralisation ambiguë au sens où ces réformes n'aboutissent pas complètement et surtout, finissent paradoxalement par engendrer de nouveaux instruments de sélectivité qui se développent au cours des années 1970. Des moyens hybrides, que ce soit des taux préférentiels ou un marché secondaire de « droits au crédit », se développent, complexifiant encore le système et participant à donner peu à peu à la sélectivité du crédit une connotation négative au sein de la Banque de France.

---

90. Le terme est employé à l'époque pour désigner la baisse des financements directs du Trésor à l'économie.

En 1973, la révision des statuts de la Banque de France qui dataient de 1936, assure par ailleurs l'entrée juridique des principes de la loi de nationalisation du crédit de 1945 dans les objectifs et le fonctionnement de la Banque. Mais elle consacre aussi une reprise en main de la politique monétaire par le gouvernement.

Si dans les années 1960 et 1970 on voit s'affirmer de manière continue et linéaire une conception plus libérale de l'économie en ce qui concerne le budget de l'État et la politique de la concurrence (Quennouëlle-Corre 2000, Warlouzet 2010), il n'en est pas de même pour la politique du crédit.

### 2.4.1 Évolutions sans remise en cause du cadre juridique

Contrairement aux normes sociales et à la politique de lutte contre l'inflation que nous étudierons par la suite, le cadre juridique de l'institution évolua assez peu après 1945. La loi de 1945 constitua le cadre de la politique du crédit pendant près de quatre décennies, et ne fût affectée ni par la nouvelle constitution de la Ve République ni - dans un premier temps du moins - par les chocs économiques et politiques que furent la fin du système de Bretton Woods, l'augmentation des prix du pétrole et la stagflation des années 1970, ou l'arrivée de la gauche au pouvoir en mai 1981<sup>91</sup>.

Si la loi de 1945 demeure inchangée, plusieurs réformes modifient toutefois son application. Pendant le milieu des années 1960, une réforme du crédit à moyen-terme et de nouvelles lois bancaires viennent apporter des amendements notables au système tandis qu'en 1973, les statuts de 1936 de la Banque de France sont modifiés.

#### *Les réformes de 1965-1967 : libérer le système bancaire et financier sans abandonner la sélectivité*

Au cours des deux années 1966 et 1967, plusieurs lois modifient la réglementation des banques. Elles sont habituellement regroupées sous l'appellation « lois Debré-Haberer », du nom du ministre des Finances Michel Debré et de son

---

91. Les nationalisations bancaires de 1981 ne changent pas en effet la loi du 2 décembre 1945.

conseiller Jean-Yves Haberer qui en sont les initiateurs. Elles n'amendent pas la loi de 1945 mais l'exécution de l'article 14 de cette loi qui permet au ministre des Finances, sur proposition du CNC, de fixer les règles des établissements bancaires. Ces décrets d'exécution dataient du 28 mai 1946 et révisaient les lois bancaires de 1941. Sans revenir sur les principes de la loi de 1945, les lois Debré amorcent donc toutefois de nouvelles inflexions dans leur exécution<sup>92</sup>. Parmi ces réformes, plusieurs participent à une libéralisation de l'économie française et reposent sur une confiance accrue dans les forces du marché comme élément de mobilisation de l'épargne et d'allocation du crédit. Le décret du 25 janvier 1966 « sur l'exercice de la profession bancaire » qui autorise les banques de dépôts à avoir une activité d'affaire - certes limitée - revient ainsi sur un élément crucial établi dans la loi de 1941<sup>93</sup>. Celui du 28 décembre 1966 sur l'usure libéralise en partie les taux d'intérêt sur les dépôts (instauration du taux effectif global), et permet la rémunération des dépôts à vue. Ce décret est publié le même jour que la suppression du contrôle des changes (Teyssier 1973) et révèle ainsi la confiance des dirigeants français dans la politique monétaire qu'ils pensent capable à elle seule d'éviter des flux de capitaux incontrôlés : les arbitrages potentiels à court terme des déposants ne sont plus considérés comme une menace. Suite au rétablissement du contrôle des changes en novembre 1968, la rémunération des dépôts à vue est donc naturellement à nouveau supprimée<sup>94</sup>.

Les réformes bancaires voulues par Debré sont complétées par des réformes visant à développer les marchés financiers et qui sont juridiquement indépendantes de la loi de 1945. Ainsi les ordonnances du 28 septembre 1967 qui créent la Commission des opérations de bourse (COB), les groupements d'intérêt économique (GIE) et les sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie (SICOMI), ou

---

92. Les discussions au sein du Ministère des Finances ayant mené à ces réformes sont étudiées Quennouëlle-Corre (2005).

93. Dans un premier temps l'effet de cette mesure sur le paysage bancaire est minime. Mais certains Banques comme la Société Générale pour le crédit-bail, en profite tout de même pour mettre en place des filiales de crédit spécialisées sur un type particulier de financement.

94. Par une décision de caractère générale du CNC du 8 mai 1969

des mesures visant à développer les SICAV et à créer un marché hypothécaire<sup>95</sup>. Toutefois ces lois n'empêchent pas l'indice de la bourse de Paris de continuer à baisser jusqu'en 1979 (Hautcoeur et Le Bris 2010 et chapitre 6).

L'ensemble vise donc clairement à impulser des changements dans le système bancaire et financier français afin qu'il puisse mobiliser plus facilement l'épargne par des mécanismes de marchés (rémunération des dépôts, émissions d'actions et obligations). Les lois de 1966-1967 témoignent également d'une conception du rôle de l'État plus centrée sur « la supervision bancaire » que sur la « direction du crédit » (pour reprendre la distinction de Lacoue-Labarthe 2007), mais, contrairement aux réformes qui eurent lieu presque vingt ans plus tard en 1984, celles-ci ne mettent pas en cause ce second point sur le plan juridique.

Même si son poids dans le financement direct de l'économie continue de décroître, le rôle de l'État - et particulièrement celui de la Banque centrale - dans l'allocation et l'organisation du crédit est confirmé et même étendu par certaines réformes du milieu des années 1960. Tout d'abord, plusieurs décrets permettent à la Banque de France de faire des avances sur titres à des sociétés qui n'en bénéficiaient pas auparavant<sup>96</sup> : la Banque de France continue donc bien à développer des moyens d'actions pour garantir les financements sélectifs à l'économie.

---

95. Les réformes Monory de la fin des années 1970, comme la loi sur l'orientation de l'épargne du 13 juillet 1978 continueront cette voie ouverte par les réformes Debré Haberer

96. -Décret du 13 juin 1962 autorisant la Banque de France à faire des avances sur les Obligations, les Bons et les parts de production émis avec la garantie de l'État,

par Électricité de France, Gaz de France et Charbonnages de France

-Décret du 3 août 1963 autorisant la Banque de France à faire des avances sur les titres des emprunts unifiés émis par les Départements, Communes, Syndicats de communes, Chambres de commerce, Ports autonomes et organismes bénéficiant de la garantie de ces collectivités.

-Décret du 23 juillet 1964

autorisant la Banque de France à faire des avances sur les titres des emprunts émis par les sociétés de développement régional.

-Décret du 29 octobre 1965 autorisant la Banque de France à faire des avances sur les titres des emprunts

émis par la Caisse nationale des Autoroutes.

-Décret du 22 décembre 1966 autorisant la Banque de France à faire des avances sur les titres des emprunts émis par la Caisse centrale de Crédit Hôtelier, Commercial et Industriel.



La réforme du crédit à moyen terme de 1966 confirme également cette tendance. Elle vise à étendre la faculté de réescompte par la Banque de France des crédits à moyen terme pour l'équipement des entreprises et la construction immobilière à des maturités de crédit qui n'en bénéficiaient pas auparavant : la limite passe de 5 à 7 ans. Un des buts de cette réforme est donc clairement de soutenir la construction de logements. Ce faisant, la Banque de France décide de réserver dorénavant le réescompte aux « échéances les plus proches des crédits », c'est-à-dire aux effets de mobilisation dont le délai de remboursement n'excède pas trois ans au moment de la présentation des effets. Il s'agit donc de réduire le danger inflationniste des crédits à moyen terme tout en accroissant le pouvoir de sélectivité de la Banque centrale.

Comme l'exprime une note de la Direction des études de la Banque datée de 1965 faisant le bilan du projet de lois :

« La réforme projetée du réescompte des crédits à moyen terme n'est destinée ni à encourager systématiquement l'allongement de la durée des crédits, ni à rendre leur financement plus difficile. Son objet essentiel est de faire reposer la distribution des crédits à moyen terme, qui bénéficiaient jusqu'à présent d'un régime de réescompte exceptionnel, à la fois trop généreux et trop restrictif, sur une base plus saine et plus durable. En faisant désormais bénéficier les crédits d'équipement et les crédits à la construction de facilités de réescompte normales bien qu'encore supérieures à celles qu'accordent les instituts d'émissions étrangers, la Banque de France créera des conditions favorables à l'expansion de ces crédits. »<sup>97</sup>

Alors que les réformes des années 1965-1967 sont souvent vues comme l'avènement des politiques libérales du général de Gaulle dans le domaine financier (Quennouëlle-Corre 2000, p.497-526, 2005)<sup>98</sup>, il faut pourtant les saisir dans leur globalité et voir comment cette période ne correspond pas à un désengagement uniforme de l'État dans le domaine de la politique du crédit. En particulier, la

---

97. ABF, 1397200602/12. Note confidentielle du 6 septembre 1965, « Analyse du projet de réforme du réescompte des crédits à moyen terme ».

98. Sur leur rôle dans le développement du crédit à la consommation, voir Lazarus (2010).

volonté de donner un poids plus important au financement reposant sur les dépôts et le marché financier, ne remet pas en cause la légitimité et la capacité de la Banque de France de pratiquer une politique sélective sectorielle.

### **L'ambiguïté des nouveaux statuts de 1973**

Le principal changement touchant directement au fonctionnement de la Banque de France est la révision de ses statuts de 1936 par la loi du 3 janvier 1973. La loi de 1945 sur la nationalisation de la Banque de France et l'organisation du crédit n'avait en effet pas eu d'incidence sur les statuts juridique de la Banque centrale. Cela expliquait notamment pourquoi la Banque de France devait toujours agir « au nom du Conseil national du crédit » lorsqu'elle imposait des nouvelles mesures de politique monétaire ou de réglementation.

Sur le plan de la politique du crédit, la réforme de 1973 marque donc l'entrée de certains éléments de la loi de nationalisation du crédit de décembre 1945 dans les statuts de l'Institut d'émission. « Le crédit et la monnaie » apparaissent ainsi officiellement dans les objectifs de la Banque dès le premier article, validant ainsi à la fois la distinction et la double priorité qui s'est imposée depuis 1945.

Loi N° 73-7 sur la Banque de France (du 3 janvier 1973) :

*Article 1 :*

« La Banque de France est l'institution qui, dans le cadre de la politique économique et financière de la nation, reçoit de l'État la mission générale de veiller sur la monnaie et le crédit. À ce titre, elle veille au bon fonctionnement du système bancaire. Le capital de la Banque de France appartient à l'État. »

Les nouveaux statuts précisent également le rôle du CNC dans l'élaboration de la politique monétaire, aux côtés du Conseil général de la Banque et du Gouvernement :

*Article 4 :*

« La Banque contribue à la préparation et participe à la mise en œuvre de la politique monétaire arrêtée par le gouvernement, et avec le concours, dans le cadre de sa compétence, du Conseil National du Crédit. »

Mais le but principal de la révision des statuts était de préciser la nature des liens entre le gouvernement et la Banque centrale que la loi de 1945 n'avait pas juger bon de formaliser autrement que par la nationalisation du capital. La genèse de cette révision a été décrite notamment par Jean Bouvier (1987) et Michel Margairaz (2008) : les négociations entre le gouverneur Olivier Wormser et le ministre Valéry Giscard d'Estaing sont âpres car il apparaît vite que le second entend profiter de la révision des statuts pour soumettre toujours plus la Banque au gouvernement. Pour reprendre les mots de Jean Bouvier, le résultat final est marqué par le fait que la loi « fut volontairement rédigée de manière telle que le compromis fut enveloppé dans les formules larges et floues des nouveaux statuts. Le non-dit y importait autant que la rédaction de certains articles. » (1987, p.29). Toutefois, la mention de l'article 4 est frappante : « la politique monétaire [est] **arrêtée** par le gouvernement » (nous soulignons). Cette précision ouvre la voie à plusieurs interprétations puisque le terme « arrêtée» peut signifier que le gouvernement enregistre et valide les décisions de la Banque de France ou au contraire qu'il les commande directement. Surtout, on ne sait pas si ce sont les objectifs généraux ou l'orientation de la politique monétaire qui sont fixés par le gouvernement. Toutefois, on ne peut nier qu'avec cet article, le gouvernement dispose d'un important moyen de pression juridique en cas de conflit avec la Banque, alors qu'il ne bénéficiait auparavant que de son pouvoir de nomination du Gouverneur et de sa représentation au Conseil général.

Mais le changement le plus important par rapport aux statuts de 1936 et à la politique établie depuis 1945 concerne la composition du Conseil général de la Banque de France. La loi de 1973 substitue en effet des experts nommés pour leur compétence économique aux « membres de droits » qui représentaient les milieux économiques (travail, agriculture etc.) et les établissements semi-publics de crédit. Dès la réforme mise en place, Edmond Malinvaud et Raymond Barre furent ainsi les premiers à entrer au Conseil de la Banque de France en tant qu'économistes. Selon le secrétaire général de la Banque, Hubert Morant<sup>99</sup>, cela reflète la peur

---

99. Cf son article publié dans le *Bulletin trimestriel de la Banque de France* en mai 1973, p.25, cité dans Bouvier (1987, p.30) ;

du gouvernement que les membres de droit ne fassent que refléter leur intérêt particulier plutôt que l'intérêt général. Même si la composition du CNC demeure quant à elle inchangée et toujours paritaire, il s'agit bien d'un changement de perspective fort par rapport à 1936 et 1945. Dans l'immédiat d'après-guerre, il semblait évident que les représentants des organismes publics et semi-publics de crédit représentaient l'intérêt général de l'économie française ; ce n'est plus le cas au sein de la Banque de France et du gouvernement en 1973. La compétence économique l'emporte dorénavant sur le « corporatisme républicain ».

Enfin, les nouveaux statuts de 1973 redéfinissent les moyens de financement du Trésor public par la Banque de France. Il s'agit essentiellement de compter comme « concours direct au Trésor » ce qui n'apparaissait auparavant que comme un concours indirect au travers du réescompte des obligations cautionnées et des prêts à la construction de la Caisse des dépôts et consignations (CDC). L'annexe 2 de ce chapitre fournit une estimation de ces concours et donc du financement du Trésor par la Banque de France. Cette clarification, ou régularisation, vise à rendre plus visible la création monétaire qui se fait à des fins de financement de l'État. Surtout, elle ne fait qu'appliquer aux concours au Trésor la politique conduite par Wormser depuis 1971 (cf. *infra*) : le réescompte ne doit plus être la forme privilégiée d'intervention de la Banque dans l'économie, que ce soit pour les effets privés (escompte bancaire) ou les effets publics (obligations cautionnées et prêts à la construction de la CDC).

Les nouveaux statuts apportent apparemment peu de changement à la politique du crédit qui reste régie par la loi de 1945, mais ils eurent deux conséquences durables sur la politique monétaire et le fonctionnement de la Banque de France. Premièrement il y a bien une reprise en main officielle de la politique monétaire par le gouvernement même si les avances au Trésor sont désormais limitées. Nous verrons que cela entérine en partie les pratiques du Ministre des Finances Valéry Giscard d'Estaing, appelé à devenir Président de la République, qui n'avait eu de cesse de revendiquer la paternité des décisions de politique monétaire dès la fin des années 1960, notamment lors des épisodes d'encadrement du crédit de 1969-1970 et de 1972. Deuxièmement, la Banque abandonne une représentation paritaire is-

sue du corporatisme républicain de l'entre-deux-guerres et du Front populaire ; les membres du Conseil sont dorénavant nommés en fonction de leur « compétence économique ». Ce mouvement qui vise notamment à donner plus de poids à la légitimité du savoir économique dans la politique coïncide avec le développement au sein de la Banque de France du Service d'études économétriques et de recherche<sup>100</sup>.

### **La fin d'un système**

Au cours des années 1970, les changements juridiques touchant la politique du crédit furent peu nombreux et les mutations de l'institution résultèrent principalement des modifications des pratiques de contrôle et de sélectivité, comme nous le verrons dans la partie suivante. Il faut donc attendre 1984 pour que les bases juridiques du système soient profondément remises en cause. Nous évoquons ici brièvement la fin de ce système afin de prendre la mesure des caractéristiques qui demeurent auparavant.

La loi de 1984<sup>101</sup> abroge en effet toute la partie « Direction du crédit » de la loi de 1945. Le CNC, qui devient le Conseil National du Crédit et du Titre est dessaisi de ses attributions réglementaires au profit du Comité de la réglementation bancaire (CRB) et du Comité des établissements de crédit (CEC). La libéralisation du crédit et des marchés financiers marque donc le passage d'un principe de « contrôle bancaire et de direction du crédit » à un principe de « supervision bancaire » (Lacoue-Labarthe 2007). Les réorganisations institutionnelles marquent la volonté de donner aux mécanismes de marché un rôle majeur dans l'allocation du crédit. Le CNC n'a plus qu'un rôle consultatif - qui lui sera finalement retiré en 1993 - sur les questions de politique monétaire et du crédit. Les manières « d'instituer le crédit » connaissent donc un bouleversement profond.

Enfin, ce n'est qu'avec la loi sur les nouveaux statuts de 1993 que la mission de

---

100. Pour une analyse de la mise en place du Service économétrique, voir Feiertag 2006a. Les années 1974-1975 voient aussi l'arrivée à la Banque de jeunes économistes ayant étudié aux États-Unis comme Jacques-Henri David ou Vivien Lévy-Garboua.

101.

– Loi 84-46 1984-01-24 JORF 25 janvier 1984 en vigueur le 25 juillet 1984.

la Banque de France de veiller sur « le crédit et la monnaie », inscrite dans l'article 1 des statuts de 1973, disparaît officiellement. Les autres lois et mesures concernant la politique du crédit s'étant peu à peu vidées de leur contenu, la disparition de l'objectif de « crédit » dans les textes de 1993 ne fit que sanctionner cet état de fait et fut à peine remarquée. On retient donc généralement de la loi de 1993 uniquement le fait qu'elle donna à la Banque de France son indépendance vis-à-vis du gouvernement.

## **2.4.2 La montée des oppositions et la progressive disparition de la dimension collective**

### **Le refus du changement et la réaffirmation des principes 1958-1964**

Nous avons vu dans la section 3.2 que, dès sa mise en place en 1945, le système dirigiste d'organisation du crédit est critiqué par certains en raison des risques qu'il ferait peser à terme sur l'économie s'il se montrait incapable de s'ouvrir à des principes d'allocation plus concurrentiels. Cependant, s'impose également au cours des années 1950 l'idée selon laquelle il existe finalement une bonne compatibilité entre les principes de l'allocation du crédit développés à la Libération, la protection du système contre l'inflation et l'existence de marges suffisantes de concurrence dans l'économie. Cette vision est notamment exprimée par le gouverneur Baumgartner, suite à la mise en place d'une nouvelle technique de contrôle (limitation des encours bancaires) dans une lettre au ministre des Finances datée du 6 Février 1958 :

« Il va sans dire que l'ensemble de ces dispositions ne devrait pas être considéré comme intangible. Conçue sur le plan économique général en fonction d'une situation déterminée, la stabilisation du crédit devra être infléchie dans un sens ou dans l'autre lorsqu'évolueront les facteurs de cette situation. A la longue d'ailleurs le plafonnement des encours risquerait de se traduire par une cristallisation des positions acquises qui serait contraire aux exigences normales d'un secteur concurrentiel. »<sup>102</sup>

---

102. ABF, 1427200301/334. Notes du CNC.

On peut voir dans cette déclaration que Baumgartner n'oppose pas nécessairement la concurrence et la liberté économique à l'intervention de l'État. Il incarne ainsi une voie médiane pour qui le système dirigiste ou concerté peut maintenir des principes de concurrence économique dans certains secteurs à condition de faire en sorte de ne pas laisser se développer des rentes de situation.

Pourtant, certaines critiques plus radicales émergent et visent les fondements du système. La voix la plus connue et la plus radicale portant ces critiques est celle de Jacques Rueff qui explique clairement dans des textes de la fin des années 1950<sup>103</sup> pourquoi l'organisation du crédit mise en place en 1945, et notamment le réescompte du crédit à moyen terme et la politique de sélectivité, sont inflationnistes et néfastes pour le développement économique. Selon Rueff, le développement de la concurrence entre banques, la création d'un marché monétaire et les interventions d'*open market* sont nécessaires et le système actuel doit être radicalement réformé.

Jacques Rueff est un personnage important et incontournable de la vie politique et économique française des années 1930 aux années 1970. Économiste libéral et réformateur, directeur du Mouvement général des Fonds (l'ancêtre de la Direction générale du Trésor) sous le Front populaire en 1936 puis sous-directeur de la Banque de France en 1939, il fait partie des fondateurs de la société du Mont Pélerin aux côtés de Friedrich Hayek en 1947 et fut un des critiques influents de John Maynard Keynes sur la scène française comme internationale<sup>104</sup>. Dans les années 1950 son influence a diminué et elle se concentre autour des divers postes qu'il occupe dans la construction de la Communauté économique du charbon et de l'acier et de la Communauté européenne.

Mais lorsque de Gaulle revient au pouvoir en 1958, Rueff envoie une note au ministre des Finances Antoine Pinay qui convainc le président de la République de mettre en place le fameux plan Pinay-Rueff chargé de réformer l'économie

---

103. Voir notamment sa préface à Pavès et Simon (1955) et Rueff (1957).

104. Il est connu pour ses passes d'armes avec Keynes ou James Tobin dans les revues internationales : *Economic Journal* et *Quarterly Journal of Economics*, cf Rueff (1929, 1947) et Tobin (1948).

française<sup>105</sup>. Dans la note de Rueff, en plus de mesures contre le protectionnisme, pour la concurrence et pour une stabilisation budgétaire, on trouve des attaques très claires contre le système du crédit : cesser les recours du Trésor à la Banque de France, interdire à la Banque de France le réescompte des crédits à moyen terme et faire des interventions sur le marché monétaire le principal instrument de la politique de la Banque de France. Les mesures prises en 1945 étaient selon Rueff uniquement adaptées à la reconstruction et doivent être abrogées au plus tôt<sup>106</sup>. Rueff est par ailleurs un fervent partisan du retour à l'étalon-or.

Il est par conséquent remarquable de voir que, même si les critiques du système du crédit ont un écho grandissant, elles furent les seules à ne pas être reprises dans les propositions du plan Pinay-Rueff de la fin 1958 et donc suivies d'effet. Une des raisons principales de l'exclusion du crédit des prérogatives de l'expertise de Rueff en 1958 est l'opposition déterminée de Baumgartner à ce dernier et à ces idées<sup>107</sup> (Chélini 2001, p.119, Feiertag 2006b). Et lorsque le Gouverneur de la Banque de France devint ensuite ministre des Finances de janvier 1960 à janvier 1962, il poursuit l'exécution des réformes libérales dans le domaine du commerce et du budget mais il ne toucha pas à la politique du crédit.

Si le plan Pinay-Rueff de 1958 démontre une volonté politique forte de faire baisser les financements directs du Trésor à l'économie, et de parvenir à une libéralisation des échanges commerciaux<sup>108</sup>, il ne revient donc pas sur la légitimité de l'intervention de la Banque centrale dans l'allocation du crédit. Au contraire,

---

105. Comme le note Chélini (2001, p.106), deux optiques partagent alors le monde des spécialistes et des politiques : un courant notamment représenté par Albin Chalandon à l'UNR et Guy Mollet à la SFIO qui s'oppose à toute dévaluation et réduction des dépenses budgétaires, et un second courant, plus libéral et minoritaire dont Rueff est la figure principale.

106. Note du 10 Juin, publiée dans Rueff (1972, p.153). Il reprendra à nouveau ses critiques dans son « Discours sur le crédit » prononcé en 1961 (Rueff, 1962).

107. Dans ses mémoires, Jacques Rueff (1977, p.254) dit qu'on lui a très vite notifié que le Conseil national du crédit avait toute les compétences dans le domaine du crédit et que son rapport ne devait donc pas empiéter sur ses compétences.

108. Début 1959, la France réduit drastiquement son contrôle des changes. Ainsi, en mai 1959, 90% des échanges entre la France et OEEC ne sont plus soumis aux contrôles : licences, autorisations ou contingentements.



en imposant une nouvelle rectitude budgétaire au gouvernement, il tend à éviter que se reproduise une crise budgétaire similaire à celle de 1957 qui avait conduit à une demande d'avances et à une forte tension entre la Banque de France et le ministère. La politique du crédit de la Banque de France en sort donc renforcée et moins soumise aux pressions budgétaires.

Dans quelle mesure les critiques de Rueff se répandent-elles dans la société ? A la lecture des procès-verbaux des séances du CNC, il ne semble pas qu'elles gagnent du terrain avant la fin des années 1960, mais les membres de cette organisation sont sans doute évidemment moins enclins à critiquer le bien-fondé du système. Il est intéressant de se tourner alors vers une autre assemblée, le Conseil économique et social (CES)<sup>109</sup>, auquel fut remis en 1964 un rapport rédigé par Georges Lutfalla, président de la société d'assurances la Nationale. Ce rapport intitulé « La situation actuelle du crédit à court terme et du crédit à moyen terme » est une analyse du système bancaire et financier français. Comme beaucoup de publications déjà citées il loue d'abord le rôle du système de crédit mis en place en 1945 à l'heure de la reconstruction du pays avant d'adopter les conclusions de Rueff et de prôner - avant le rapport Sadrin, Marjolin, Wormser de 1969 que nous étudierons dans un second temps - la création d'un véritable marché monétaire. Pour faire « Avis », la conclusion, non prescriptive, de ce rapport est alors soumise au vote de l'ensemble du CES. Des membres moins libéraux proposent des amendements visant à rappeler les principes de 1945 : l'allocation du crédit doit respecter les objectifs du Plan, le contrôle du crédit est essentiel à ce respect, et le Conseil national du crédit joue un rôle fondamental dans l'orientation et l'allocation. Les amendements sont les suivants :

N°1 « Une discipline du crédit s'impose, pour que soient respectées les priorités définies par le Plan et que soient mis à la disposition de celui-ci les moyens

---

109. Créé en 1946 pour prendre la suite du Conseil national économique créé en 1924 et supprimé par Vichy (Chatriot 2003), le Conseil économique et social est maintenu par la constitution de la Ve République. Conçu comme une troisième chambre aux côtés de l'Assemblée nationale et du Sénat, il n'a qu'un rôle consultatif. Le gouvernement le saisit pour donner son avis sur les projets de lois. Son avis est obligatoire pour les projets de loi de plan et des projets de loi de programmation à caractère économique et social. Il peut également s'autosaisir.

d'exécution qui lui permettent de ne pas rester lettre morte »

N°2 « Il appartient au Conseil National du Crédit de déterminer en liaison avec le Commissariat général du plan, les critères d'utilité économique et sociale en fonction desquels doit être orientée la distribution du crédit et les méthodes par lesquelles cette orientation peut être assurée. »

Il y a 158 votants ce jour là au CES et les deux amendements sont adoptés avec une large majorité : 101 pour le premier et 111 pour le second<sup>110</sup>. Dans l'ensemble, les membres du groupe des travailleurs (CGT, CFTC, FO, CGC), de l'agriculture, des entreprises nationalisées (y compris les banques), de la coopération, de l'outre-mer et de la zone franc et de l'artisanat, ont en grande majorité voté pour ces amendements. Les représentants qui se sont opposés à ces amendements sont essentiellement les entreprises privées, et les « personnalités choisies en raison de leur compétence » (dont Jacques Rueff et Rémy Goussault<sup>111</sup>).

La division sur ce vote est d'autant plus significative que le précédent avis du CES sur le crédit, datant de 1953, n'avait pas donné lieu à des votes contradictoires, les propositions ayant été adoptées pour la plupart à l'unanimité, notamment une qui précisait que les banques devaient octroyer des crédits « non seulement compte tenu des critères habituels de solvabilité et de liquidité, mais encore de celui d'utilité économique et sociale » (p.45)<sup>112</sup>.

L'insistance avec laquelle il est demandé dans le rapport du CES de 1964 de rappeler les liens ténus entre la politique d'allocation du crédit définie par le CNC et la politique du Plan annonce une rhétorique que l'on retrouve jusque dans les années 1970. Cet argument, de la part des défenseurs de la politique du crédit,

---

110. La différence entre les deux votes s'explique principalement par le fait qu'une partie des représentants de la CGT s'est abstenue pour le premier amendement. On ne dispose sans doute pas de tous les éléments pour interpréter ce vote de la CGT. Une interprétation possible pourrait être l'opposition à la « discipline du crédit ».

111. Sur le parcours de Rémy Goussault, économiquement libéral, proche de Vichy et figure du syndicalisme agricole, voir notamment Cohen (2004, p.147).

112. Conseil Economique. Etudes et travaux. Etudes sur le rôle économique du crédit, sa situation actuelle et les réformes que celle-ci appelle. Présenté par M.Malterre. Avis du 27 mai 1953.

se fonde en réalité sur une relation plus symbolique que réelle. La loi de 1945 qui définit l'ensemble des missions du CNC ne donne aucun statut juridique précis au lien entre le CNC et le Plan comme nous l'avons vu, et les liens entre ces deux organismes furent en réalité assez peu fréquents et faibles : le Plan détermine des grandes prévisions de long terme alors que le CNC adapte sa politique de manière plus conjoncturelle en fonction des conditions sectorielles de crédit et des bilans bancaires. Le Commissaire général au Plan, Pierre Massé, s'était toutefois pour la première fois déplacé au CNC en 1963 afin d'établir une collaboration entre les deux organismes. Mais comme le fait remarquer Claire Andrieu (1984, p.396) à propos de cette visite, les priorités annoncées par le Plan étaient encore une fois trop larges pour orienter véritablement les choix de la Banque de France et du CNC dans l'accès au réescompte ou les recommandations aux banques.

### *Le rapport Marjolin-Sadrin-Wormser*

Le consensus s'étirole, donc, mais reste fort. Les dissensions ne semblent venir que de quelques milieux bien définis. Elles ne parviennent véritablement sur le devant de la scène qu'avec la publication du « Rapport sur le marché monétaire et les conditions de crédit » demandé par l'Assemblée nationale en décembre 1968 et publié en juin 1969. Il est souvent qualifié par le nom de ses trois auteurs : « rapport Marjolin-Sadrin-Wormser » (MSW). Ce rapport résulte directement de la crise inflationniste de 1968 qui, bien qu'étant principalement due à des troubles politiques, a ranimé les doutes sur le modèle français d'organisation du crédit. Il se concentre en grande partie sur la question des moyens de la Banque centrale mais aborde plus généralement la question de l'intervention de l'État sur le marché du crédit. Même si les idées de ce rapport firent également face à des oppositions fortes, l'identité des trois auteurs, Robert Marjolin, Jean Sadrin et Olivier Wormser, impose de considérer que les arguments présentés reflètent des positions qui ne sont pas isolées au sein de l'administration. Beaucoup moins radicaux et franc-tireurs que Rueff, ces auteurs avaient tous participé à la construction de l'organisation du crédit et occupé des postes importants dans l'administration française au cours des décennies précédentes.

Les parcours de Robert Marjolin, Jean Sadrin et Olivier Wormser, qui avaient tous les trois une formation d'économiste, sont étonnants autant que symptomatiques. Leur vision économique libérale et sociale, accommodant les accents interventionnistes et souverainistes du gaullisme, s'est retrouvée dans la politique de construction européenne et du marché commun. Marjolin s'était engagé dans les mouvements planistes au début des années 1930 avant de s'en retirer puis de participer au Front populaire<sup>113</sup>. Proche de nombreux économistes de son temps aux tendances théoriques et idéologiques variées, il participa avec Rueff et Hayek au fameux colloque Walter Lippmann de 1938 qui conduisit à la création de la société du Mont Pèlerin (Denord 2001, Audier 2008). Il devint ensuite adjoint de Jean Monnet et aura un rôle décisif dans la mise en place du premier Plan avant de devenir secrétaire général de l'Organisation européenne de coopération économique (OECE) puis Commissaire européen. Olivier Wormser rédigea quant à lui sa thèse en 1938 sur le problème de la déflation dans laquelle il se montrait critique vis-à-vis des politiques déflationnistes du début des années 1930. Gaulliste affirmé, il fait après la guerre une grande partie de sa carrière au Ministère des Affaires étrangères, notamment à la tête de la Direction des Affaires économiques et financières de 1954 à 1966. D'abord très sceptique vis à vis de la construction européenne, il se laisse convaincre de sa nécessité notamment par son ami Robert Marjolin. Quant à Jean Sadrin, il fut directeur du FINEX, la Direction des Finances extérieures, où il s'imposa comme un libéral europhile (Warlouzet, 2010 p.82). Tout comme Rueff, ces trois hommes ont donc une formation d'économiste et ont acquis une maîtrise des enjeux extérieurs et notamment européens au cours des années 1950. Ils sont toutefois beaucoup plus enclins que Rueff à accepter les idées keynésiennes, sur le plan budgétaire comme monétaire. Marjolin avait ainsi été le premier économiste français à soutenir une thèse sur Keynes en 1941 et, tout en demeurant critique sur l'applicabilité d'une partie des théories keynésiennes au cas français, il fut l'un des acteurs de l'influence de ces dernières sur l'établissement de la comptabilité nationale en 1947 (Rosanvallon 1984, p.41).

---

113. Il devient chargé de mission auprès de Blum avec qui il aura des désaccords au sujet de la loi des 40 heures.

Entre le moment de la commande du rapport et celui de sa remise, Olivier Wormser est nommé Gouverneur de la Banque de France, disposant alors apparemment d'une carte blanche pour appliquer ses idées.

Un leitmotiv du rapport MSW est que l'exercice de la loi du marché dans le domaine du crédit est systématiquement vu comme l'objectif à atteindre. Il s'inscrit ainsi clairement dans la mouvance qui considère que le système en place était uniquement adapté à la reconstruction des années 1950. Selon les auteurs, la raison qui ordonne la nécessité du système concurrentiel est d'abord la politique d'internationalisation de l'économie souhaitée par le gouvernement. Il faut ainsi augmenter « la communication entre le marché français et le marché étranger » (p.7). Les auteurs insistent également sur le fait que l'internationalisation croissante des échanges financiers, le développement du marché des eurodollars<sup>114</sup> et la crise du système de Bretton Woods rendent de plus en plus illusoire une politique monétaire indépendante :

« Aujourd'hui, le système monétaire international est en crise, tantôt aiguë, tantôt latente. Depuis près de quinze ans, le déficit de la balance des paiements des États-Unis a mis à la disposition du reste du monde un volume croissant de dollars dont l'emploi est, pour diverses raisons, plus rémunérateur en dehors des États-Unis que dans leur pays d'origine. Il s'est ainsi constitué une sorte de vaste marché monétaire international où d'autres monnaies ont rejoint le dollar dans lequel plus des trois-quarts des opérations sont libellées. Ce marché extraterritorial d' « Euro-devises » qui fonctionne en dehors du contrôle des autorités monétaires nationales et en marge des régimes fiscaux a notamment pour effet de faciliter les mouvements internationaux de capitaux à court-terme, et de rendre plus difficile pour un pays donné une politique monétaire indépendante. » (p.6)

Le deuxième argument justifiant la nécessité d'une réforme présenté dans le rapport est que la France souffre selon les auteurs d'une insuffisance d'investissement en raison d'une offre trop faible de capital<sup>115</sup>. Les auteurs font ici référence à la

---

114. Sur le développement du marché des eurodollars, voir notamment Schenk (1998) et Battilossi (2009).

115. « Alors que l'État prélevait une part toujours croissante du produit national, les besoins des entreprises et des particuliers s'accroissaient. Sur ce phénomène bien connu, le groupe in-

faible capacité des Banques française à réaliser le financement à long terme à partir des dépôts. Dans le vocabulaire de l'époque, cette opération se nomme « la transformation ». La « transformation » devient un sujet majeur de discussion au milieu des années 1960 au sein de la Banque de France, et notamment à la Direction générale du crédit<sup>116</sup>. Selon les partisans du système en place, le meilleur moyen d'inciter les banques à prêter à long terme à partir de dépôts à court terme est de garantir que les prêts pourront être réescomptés par le Crédit National, le Crédit Foncier, ou la Banque de France. La réforme du crédit à moyen terme de 1965 prolonge cette tendance alors que les lois bancaires de 1966 veulent inciter les banques à faire de la « transformation » en rémunérant plus librement les dépôts à long terme (cf.section 4.1). Le rapport MSW se prononce quant à lui pour une résolution libérale du problème de la transformation en prônant la libéralisation des taux bancaires. Il critique frontalement ce qui fait encore la spécificité du système français, c'est à dire sa fragmentation ou sa spécialisation - élément essentiel de la sélection du crédit - et le réescompte. Tout en reconnaissant tout de même l'efficacité actuelle du système pour le financement de l'État et de l'économie (« Si la méthode de collecte [des fonds] peut paraître peu rationnelle, elle a pour elle de présenter une réelle efficacité. » p.9), le but du rapport est bien de favoriser une allocation non dirigée et où les prix retrouveraient leur rôle dans l'allocation. Les auteurs s'élèvent en effet contre « l'affectation *a priori* des fonds avant qu'ils ne soient parvenus au marché » (p.10)

Les charges de ce rapport vis-à-vis du système existant sont très fortes. Elles remettent en cause l'idée qu'un système fragmentée favorisant l'allocation par secteurs sous l'égide de la puissance publique est à même d'apporter le financement de l'économie le plus efficace. Plus loin, les auteurs affirment encore que le système

---

siste parce que la conjonction des demandes de l'État et de celles des entreprises et particuliers aboutit à ce que la demande de capitaux tend constamment à dépasser l'offre, ce qui est une caractéristique essentielle des temps présents. Par-là même se trouvent posés avec une acuité sans précédent des problèmes de financement. » [...] « En raison de l'insuffisance de l'épargne, et des procédés de financement auxquels il a fallu recourir, cet endettement a trop souvent abouti à une création monétaire. » (p.8)

116. ABF, 133120030179.

existant ne permet pas une allocation des fonds en fonction de la « rentabilité ».

« Sans nier que des objections puissent être élevées à l'encontre d'une réforme qui irait dans le sens de la formation d'un plus vaste marché où une plus grande part des disponibilités collectées serait tant offerte que demandée, le groupe considère qu'il est désirable, si l'on veut permettre aux lois du marché de jouer, de mettre fin autant que possible à la fragmentation dont celui-ci est l'objet. Il est convaincu que si une telle réforme était décidée, ce ne serait point exactement les mêmes besoins qui trouveraient satisfaction aux mêmes taux qu'aujourd'hui. C'est en cela que réside toute la différence entre répartition par voie d'autorité et répartition par le marché. Sur celui-ci, en principe, la rentabilité est l'élément décisif.» (p.10)

Malgré l'accession de Wormser à la tête de la Banque de France, les conclusions du rapport n'ont pas entraîné une réforme profonde du système financier et de la politique de crédit. Le changement le plus important, lui aussi limité, réside dans un rôle plus important donné au marché monétaire en 1971 (cf. *infra*, section 4.3). Les raisons qui expliquent l'absence de réformes allant dans le sens du rapport tiennent à la résistance de nombre d'acteurs face à la libéralisation ainsi qu'au fait que les défaillances du système français d'allocation n'apparaissent pas de manière évidente à la fin des années 1960 comme le reconnaissent d'ailleurs les auteurs. La crise de 1968 apparaît certes comme une crise de la balance des paiements et du contrôle de l'inflation (notamment salariale) mais peu y voit la nécessité de remettre en cause le système d'allocation du crédit.

Parmi les réactions à ce rapport, il est nous semble utile de porter une attention particulière à celle de Guillaume Guindey ; elle permet en effet de comprendre parfaitement la teneur des arguments en présence en France à la fin des années 1960. En outre, le parcours et la position de Guindey font de lui quelqu'un que l'on peut considérer tout aussi représentatif des idées de l'administration française de cette période que les trois auteurs du rapport. Ancien directeur du FINEX où il laissa la place à Jean Sadrin, il fut directeur de la Banque des règlements internationaux (BRI) de 1958 à 1963, puis directeur de la Caisse centrale de coopération économique (CCCE) à partir de 1965<sup>117</sup>. Très critique vis à vis de l'analyse et des

---

117. La CCCE est l'institution financière qui intervient dans les départements et territoires

recommandations du rapport MSW, il reproche aux auteurs de ne pas comprendre la cohérence du système français et de ne pas faire reposer leurs arguments sur des justifications théoriques satisfaisantes.

Tout d'abord, il critique le fait que les auteurs ne fassent pas la distinction nécessaire entre crédit à court terme et crédit à long terme. Leur analyse de la « transformation » repose donc sur l'illusion que les mêmes ressources pourraient créer les mêmes crédits, ce qui entraîne automatiquement la négation du rôle de la Banque centrale dans la « transformation ». Guindey réhabilite ici l'argument crucial des critiques du système bancaire de l'entre deux-guerres, et affirmé en 1945, selon lequel seule l'intervention publique est à même d'assurer l'existence de crédit à long terme : les banques n'ont pas d'incitations suffisantes pour octroyer des crédits à moyen et long terme à partir des dépôts. Le réescompte de la Banque de France n'est pas seulement essentiel car il peut fournir des incitations aux banques pour prêter à plus long terme, il permet aussi la sélection juste et efficace des crédits :

« il est tout à fait normal qu'une Banque centrale s'assure que les crédits distribués par le système bancaire, notamment ceux qui sont apportés au réescompte, correspondent à des utilisations saines ; c'est l'une des responsabilités essentielles d'un Institut d'émission de s'assurer que la création de monnaie n'a pas pour effet d'une façon ou d'une autre de financer des immobilisations ; il n'y a pas là confusion de responsabilités entre la Banque centrale et les banques mais surveillance normale de l'activité des banques. » (p.14)

La deuxième critique de Guindey consiste à affirmer que les auteurs se trompent en disant que la politique de lutte contre l'inflation pourrait s'effectuer par les interventions sur le marché monétaire. Selon Guindey, l'erreur du rapport MSW est de se fonder sur des références anglo-saxonnes et de ne pas prendre suffisamment en compte la spécificité du système français. Il souligne ainsi le paradoxe du rapport qui prétend à la fois se fonder sur le rapport Radcliffe de 1959 et affirmer la

---

d'outre-mer depuis 1944. Guindey continue après son départ de la BRI d'être une forte personnalité sur le plan international et il publie de nombreux essais remarquables. Il est notamment l'auteur d'un rapport pour l'OCDE en 1968 (Heller et al. 1968) et de conférences sur le système monétaire internationale (Guindey 1973, Combs et Guindey 1980).



puissance de la politique monétaire, alors que ce dernier concluait au primat de la politique budgétaire. Le rapport MSW ne cesse en effet de dire que l'élasticité de la demande et l'offre de monnaie et de crédit au taux d'intérêt est plus importante que ce que l'on considère habituellement mais il n'en apporte pas de preuves. Il affirme que la politique budgétaire a dominé les années passées et qu'il faut mettre en place une véritable politique monétaire en faisant fonctionner le marché monétaire<sup>118</sup>. Guindey souligne au contraire que le contrôle du crédit permet déjà une politique monétaire en France, contrairement aux États-Unis et à l'Angleterre qui privilégient la politique budgétaire :

« ce n'est que dans les pays anglo-saxons et tout récemment que se sont manifestés un certain désenchantement à l'égard des instruments budgétaires et un retour en vogue de théories monétaires d'ailleurs simplistes (école de Milton Friedman). » (p.20).

Il conclut ainsi :

« On s'aperçoit que les auteurs du rapport sont imprégnés de l'idée que la monnaie est une sorte de denrée dont la ressource peut augmenter sous l'influence d'une augmentation des prix. Il est pourtant bien connu que c'est le crédit, et le crédit seul, qui crée la monnaie scripturale comme la monnaie fiduciaire. La Banque centrale ne peut agir sur le volume des dépôts qu'en agissant sur le volume des crédits » (p.9).

Il ajoute que le rapport va également à l'encontre de la tradition française de séparer « le domaine proprement monétaire » et « le domaine des capitaux » reflétée dans la division entre banques de dépôts et banques d'affaires. Mener une politique monétaire à partir de ventes et d'achats de titres lui semble incompatible avec la manière dont les banques françaises créent la monnaie. Pour Guindey, l'enjeu est donc le suivant :

---

118. C'est également la position défendue par Sylviane Guillaumont-Jeanneney dans son ouvrage de 1968, dont la grille d'interprétation et les références sont très proches de celles du rapport MSW, et qui se veut une application de la théorie de l'intermédiation financière de Gurley et Shaw (1960) au cas français. Leur point de vue consiste à nier que la politique du crédit ait pu constituer également un moyen de contrôle monétaire, ce qui nous semble critiquable tant en raison des déclarations des acteurs que des résultats quantitatifs.

« Il s'agit de choisir entre deux conceptions de la réalité monétaire. Il s'agit de savoir si l'on s'en tient, en France, à la conception actuelle, qui est dans la ligne de nos habitudes, ou si l'on opte pour une autre conception fort différente, qui se rapproche beaucoup des habitudes britanniques. » (p.9)

Enfin, la troisième et dernière critique majeure de Guindey sur le rapport MSW consiste à défendre l'interventionnisme étatique dans l'allocation du crédit. Il reprend sur ce point les arguments que l'on a vu de nombreuses fois énoncés depuis 1945 ainsi que la référence à « l'intérêt général », donnant ainsi une preuve que l'idée selon laquelle l'organisation du crédit était uniquement adaptée à la reconstruction ne fait pas l'unanimité parmi les hauts fonctionnaires français :

« Il serait regrettable de remettre en cause l'idée, entrée dans les mœurs en France depuis la guerre, d'après laquelle la politique du crédit doit constituer, dans la plus large mesure possible, un auxiliaire de la politique économique et de la planification. Cette idée ne doit certes pas conduire à des notions qui méconnaissent les lois propres aux phénomènes monétaires. Un compromis doit être trouvé entre les dites lois et les besoins de la politique économique et du Plan. Le système de crédit en France constitue un compromis de cette nature, qui n'est certes pas parfait, et qui peut être amélioré. Il ne serait pas raisonnable de renoncer dans une large mesure à l'utilisation, pour des fins d'intérêt général, de la politique du crédit, utilisation d'autant plus souhaitable que les autres instruments n'ont qu'une efficacité et une souplesse limitée. » (p.11)

La note que Guindey fait circuler au sein de la Banque de France en réaction au rapport MSW, montre comment les dissensions sont grandes entre des hommes de la même génération, aux parcours et aux sensibilités *a priori* proches. A l'aube des années 1970, s'affrontent dans l'administration française deux visions de l'organisation du crédit qui semblent peu conciliables. Les débats ne portent pas sur les objectifs de la politique monétaire dont tout le monde semble penser qu'elle a pour but premier de combattre l'inflation et de préserver « l'intérêt général », mais sur les moyens d'arriver à ce but. Or il apparaît clairement que le choix de ces moyens dépend avant tout de la vision que chacun se fait de l'organisation du crédit et de la capacité du marché à allouer les fonds et financer l'investissement.

Il pourra paraître paradoxal de voir que le rapport MSW, qui rallie les défenseurs de la libéralisation du système financier français, fut rédigé par un des principaux introducteurs de Keynes en France, Robert Marjolin, et qu'il adopte une perspective théorique d'inspiration keynésienne en faisant fréquemment référence au rapport Radcliffe de 1959. Il se différencie donc fortement de la thèse de certains libéraux français comme Jacques Rueff pour qui le fonctionnement d'un marché monétaire devait nécessairement aller de paire avec le rétablissement de l'étalon-or (Rueff 1971). Mais ce paradoxe doit se comprendre dans le contexte de la France des années 1960 où, contrairement à l'Angleterre, les débats monétaires se fondent avant tout sur le rôle du crédit dans une économie dirigiste.

### *De la sélectivité à l'hétérogénéité*

A la suite du rapport MSW de 1969, la sélectivité du crédit est perçue de plus en plus négativement sans que cela ne donne naissance à un nouveau consensus et à un ensemble de politiques cohérentes.

Lors de l'épisode de politique monétaire restrictive de 1973, la question de la « sélectivité » revient sur le devant de la scène et fait polémique au sein du Conseil général de la Banque. Le changement de composition de ce dernier survenu en janvier, ayant fait entrer des « experts » choisis en raison de leur compétence économique<sup>119</sup>, renouvelle d'autant plus les termes du débat. A une question de Gabriel Ventejol - syndicaliste de la CGT siégeant en tant qu'expert des questions du travail - qui s'inquiète que « si les critères nécessaires à l'orientation des investissements ne sont pas fixés par l'Institut d'émission, ils le soient par les banques elles-mêmes » et qui demande que se multiplient des exemptions visant à assurer la « sélectivité » de la politique du crédit, le Gouverneur finit par répondre qu'« il ne croit guère à la sélectivité dans une économie aussi complexe que l'économie française » et « qu'il est extrêmement difficile non de mettre en place une mesure

---

119. Il marque notamment l'entrée, pour la première fois, d'économistes, en la personne de Raymond Barre et Edmond Malinvaud. Le premier, Professeur d'université, a été vice-président de la Commission européenne, chargé de l'Économie et des Finances, de 1967 à 1973. Le second, économiste à l'INSEE, bénéficie d'une renommée internationale. Il a dirigé la Direction de la prévision au ministère de l'économie et des finances de 1972 à 1974.

de sélectivité mais d'être assuré que celle-ci bénéficiera [aux entreprises] à qui elle est destinée. »<sup>120</sup>

Puisque les controverses sur la sélectivité ne cessent pas, le Gouverneur Wormser décide d'organiser un débat ouvert sur ce thème au sein du Conseil général à partir du 9 mai 1974. Il se prolonge sur plusieurs séances et fut interrompu par le changement de gouverneur le 14 Juin. Il est introduit par les défenseurs du rôle de l'État et de la Banque de France dans la sélectivité. Maurice Gousseau, le représentant du personnel de la Banque de France, rejoint les positions du représentant du travail Ventejol. Il s'inquiète ainsi du fait que les banques « ne prêtent qu'aux riches » et déplore la difficulté à observer si les banques allouent bien leurs crédits en fonction d'objectifs « économiques » et non pour « des motifs purement financier, fondés sur des critères de rentabilité ». Il reprend l'argument habituel invoquant l'intérêt général :

« la véritable sélectivité, c'est-à-dire la sélectivité économique, doit tendre à orienter les facilités de crédit vers les entreprises qui respectent les priorités définies par les Pouvoirs publics dans le cadre du Plan et, d'une manière plus large, à infléchir l'activité économique vers des objectifs conformes à l'intérêt général »<sup>121</sup>.

Au fil des longues discussions qui se prolongent de semaine en semaine, une position d'ensemble résumée par le Gouverneur, et apparemment consensuelle, se dégage finalement sur le fait que la sélectivité - très largement pratiquée en France - est indispensable à l'économie, que la Banque de France a un rôle essentiel à jouer dans ce domaine en raison de l'insuffisance des financements directs de l'État (du domaine de la politique budgétaire). Wormser, contrairement à ce qu'il avait exprimé dans son rapport de 1969, ne manifeste plus d'opposition ferme au système en vigueur, mais il affirme tout de même qu'il ne faut pas opposer la rentabilité financière à l'intérêt économique général et qu'il est normal que les banques se

---

120. ABF, PVCG, 19 juillet 1973. Quelques mois auparavant, le directeur du Trésor, Claude Pierre-Brossolette avait jeté un pavé dans la marre en déclarant au Conseil qu'il ne partageait pas l'avis de certains sur la nécessité de développer la sélectivité car « Dieu sait si on la pratique déjà en France - un peu trop même sans doute - , particulièrement depuis une vingtaine d'année. Et que la Banque de France paraît au surplus mal placée pour en faire. » (PCVG, 17 mai 1973).

121. ABF, PVCG, 9 mai 1974.

déterminent en fonction du premier critère. Il est rejoint sur ce point par Claude Pierre-Brossolette et Raymond Barre<sup>122</sup>. La position la plus critique vis-à-vis du système en vigueur est énoncée par Jacques Delors<sup>123</sup>. Même si, lui non plus, ne manifeste pas une volonté totale de rupture, il énonce pourtant des critiques décisives - qui se répandront largement ensuite au cours de la décennie - en insistant sur les conséquences à long terme potentiellement néfastes pour l'intérêt général de la sélectivité :

« Cependant, on doit remarquer, pour le regretter, que, lorsqu'un secteur donné de l'économie française est placé dans une situation favorisée, il y demeure constamment. C'est ainsi que les faveurs dont bénéficie le Crédit Agricole - même si elles ont été réduites - constituent un exemple de ces rigidités qui s'instituent dans une économie et qui, permettant une dérivation des crédits, sont une cause de mauvaise adaptation et une source d'inflation. »<sup>124</sup>

Ce débat prend fin avec l'éviction de Wormser de la Banque de France. Une fois élu président de la République, l'ancien ministre des Finances Valéry Giscard d'Estaing, ne voulait plus en effet d'un Gouverneur de la Banque de France gaulliste à qui il s'était heurté à maintes reprises lors de la rédaction des nouveaux statuts de 1973, et qui avait osé publier dans le *Figaro* en mai 1974 une lettre critiquant ouvertement la politique budgétaire du gouvernement. Ni dans le discours de départ de Wormser, ni dans le discours d'arrivée de son remplaçant Bernard Clappier, il ne sera question de la sélectivité du crédit. Les deux hommes insistent sur la nécessité du développement du marché monétaire mais sans l'opposer aux principes de la politique du crédit en vigueur.

Dans les années qui suivent ces débats, la politique française du crédit prend des allures schizophréniques. Alors que les critiques du système en place se multi-

---

122. Pierre-Brossolette deviendra secrétaire général de l'Elysée et Raymond Barre premier ministre à partir de 1976.

123. Entré au Commissariat général du Plan en tant que chef du service des affaires sociales et culturelles, il est un membre actif de la CFDT depuis 1964 et dut de 1969 à 1972 chargé de mission auprès du premier ministre Jacques Chaban Delmas. Il adhère au Parti Socialiste en 1974 et sera ministre de l'Économie et des Finances de 1981 à 1984.

124. ABF, PVCG, 9 mai 1974.

plient au sein de la Banque de France, cette dernière renforce paradoxalement la sélectivité du crédit par un nombre toujours plus grand de mesures d'exemptions (Galbraith 1982, Guillaumont-Jeanneney 1991 et *infra*, section 4.3).

A partir du milieu des années 1970, les critiques n'affirment plus seulement qu'il serait souhaitable d'abandonner la sélectivité, elles s'attachent à dénoncer le fait que c'est la spécialisation ou fragmentation bancaire française - sur laquelle se fonde en partie la sélectivité - qui bloque les possibilités de réformes. Après le départ de Wormser, de telles critiques ne s'expriment pas ouvertement lors des séances du Conseil Général, mais principalement à la Direction générale du crédit (DGC) et la Direction des analyses statistiques et monétaires (DASM). Ainsi apparaît une nouvelle rhétorique consistant à dénoncer « l'hétérogénéité » du système de crédit français. Le terme d'« hétérogénéité » ne désigne pas autre chose que la spécialisation ou ségrégation du système bancaire. Il apparaît comme un argument central dans les débats sur l'opportunité d'abandonner l'encadrement du crédit<sup>125</sup>. En 1978, un économiste de la Banque de France, Jacques-Henri David, justifie que la politique fondée sur les taux d'intérêts et les interventions sur le marché monétaire est mal adaptée au système bancaire français en raison de sa « spécialisation » et de son manque d'« homogénéité ». L'économiste Sylviane Guillaumont-Jeanneney et le Directeur des études, Robert Raymond, lui répondent tour à tour en défendant la position selon laquelle l'« hétérogénéité » est maintenue artificiellement par le système en place et que le changement des instruments de la politique monétaire permettrait d'y mettre fin. Pour Raymond, le maintien de l'encadrement du crédit revient ainsi à « entériner l'hétérogénéité du système bancaire en assurant hors marché monétaire une part importante du refinancement indispensable aux établissements déficitaires. » Guillaumont-Jeanneney dénonce également le fait que « l'automaticité de refinancement et l'encadrement du crédit contribuent à perpétuer cette hétérogénéité. » Cette vision s'impose petit à petit au sein de la DASM, notamment sous l'impulsion de Robert Raymond, il semble

---

125. ABF, 1415200801/3. « La politique monétaire française sans encadrement du crédit », 7 Septembre 1978. Note de la DGC par Robert Raymond. Et « L'encadrement du crédit : une intervention nécessaire ? » de JH David avec une réponse de S. Guillaumont-Jeanneney (Annales Economiques n°13).

qu'elle fait l'unanimité dès le début des années 1980. Une note de synthèse de la DASM publiée en 1981 sur le système des crédits à taux préférentiels est à cet égard symptomatique : elle dénonce sans détours le fait que l'usage de ces taux se soit accru depuis 1974 et qu'ils créent trop d'atteinte à la concurrence tout en maintenant l'hétérogénéité du système.

« Le système aboutit à réduire ou à fausser le concurrence entre les réseaux, puisque certains d'entre eux bénéficient d'avantages particuliers accordés par les Pouvoirs publics pour collecter leurs ressources ou développer leurs opérations de crédit. [...] »

« Il est de fait que les procédures spéciales qui tendent à différencier certains réseaux en matière d'octroi de crédits ou de collecte d'épargne sont par nature difficiles à remettre en cause ; leur multiplication, qui devient ainsi de règle, entraîne une rigidité toujours plus grande des circuits financiers. Un tel système rend malaisé l'évaluation du coût global des avantages consentis. [...] »

« Dans l'industrie, des aides horizontales cohabitent ainsi avec diverses interventions sectorielles ; aux actions traditionnelles recherchant la modernisation de l'économie ont été ajoutées, dans les années récentes, des concours visant à aider des secteurs et des régions en difficulté. Cette hétérogénéité se retrouve, bien entendu, dans les conditions de crédit. »<sup>126</sup>

Dans les études rédigées à la Banque de France en 1980 et 1981, on trouve même explicitement mentionné l'argument selon lequel la politique du crédit, à cause des blocages qu'elle entraîne dans le secteur bancaire, entre dorénavant en contradiction avec les objectifs du Plan<sup>127</sup>. On ne peut manquer de relever l'ironie d'un tel retournement : une décennie après les querelles autour du rapport

---

126. ABF, 1415200801/3.

127. « L'objet de cette note est d'examiner si une autre technique de contrôle ne permettrait pas, sans renoncer à la maîtrise de l'évolution monétaire - nécessaire pour contenir les tensions inflationnistes internes et maintenir la position du franc au sein du SME - d'améliorer la concurrence bancaire et de faire en sorte que la politique du crédit contribue d'avantage à la mise en œuvre de la politique de redéploiement économique et à la réalisation des objectifs du Plan. » ABF, 1415200801/3. 20 novembre 1981, « Possibilités et limites de politiques alternatives à l'encadrement du crédit »

Marjolin-Sadrin-Wormser, la coordination avec la planification constitue alors un argument pour défendre la libéralisation du système financier français.

La position exprimée dès 1974 par Jacques Delors<sup>128</sup> au sein du Conseil général s'est répandue largement : les rentes attribuées aux banques et organismes spécialisés par la politique de la Banque de France créent de l'inflation et vont à l'encontre de l' « intérêt général ». En 1945, c'était le « malthusianisme » des banquiers de l'entre-deux-guerres qui était sur le banc des accusés ; en 1975, ce sont les rentes et les rigidités du secteur bancaire. Dans les deux cas, c'est bien l'opposition entre l'action des banques et ce qui est perçu comme « l'intérêt général » qui motive les réformes du système financier et de la politique de la Banque de France.

L'évolution des normes et des croyances sur la politique du crédit au sein de la Banque de France au cours des années 1970 est très nette et ne laisse pas place au doute sur la nature des réformes à venir. La fragmentation, l'hétérogénéité, la sélectivité du système, qui étaient vues comme des éléments positifs et essentiels du système français sont dorénavant considérées comme des failles et des éléments de blocages allant contre l'intérêt général. Les normes collectives au fondement de l'institution sont remises en causes.

Des recherches plus approfondies seraient nécessaires pour permettre de mieux comprendre le changement de perspectives qui a pris place au cours de cette décennie. Il faut toutefois se garder d'interpréter les nouveaux types de discours sur le crédit comme les conséquences immédiates d'une pensée néo-libérale qui se serait introduite à la Banque de France. Les critiques du système se fondent sur l'analyse de dysfonctionnements réels et sur l'idée que l'évolution de l'institution du crédit s'est faite à l'encontre des principes d'intérêt économique national sur lesquels elle est censée reposer<sup>129</sup>. Les reproches adressés à la politique du crédit au sein de la

---

128. Et dès 1972 par l'économiste Serge-Christophe Kolm dans un article du Monde qui eut un important retentissement (Plessis 1996).

129. Dans un article d'histoire bancaire, l'historien Alain Plessis dresse une conclusion qui rejoint les constats énoncés pendant cette période : « Malgré leurs protestations, beaucoup de banquiers se sont souvent accommodés d'un système sclérosant qui, en fixant à chaque banque un contingent de crédit par référence au passé, protégeait en fait les situations acquises. » (1996, p.91)



Banque de France et au Plan rejoignent en outre les analyses de l'INSEE (1979) et Sachs et Wyplosz (1986) qui ont mis en avant que les problèmes économiques français des années 1970 proviennent avant tout d'une inadéquation de l'offre et d'une baisse de compétitivité des entreprises alors que les politiques gouvernementales tentèrent principalement de stimuler la demande.

On touche ici à l'ambiguïté persistante de l'argument des « effets pervers » sur lequel se fondent les critiques de membres de la Banque de France sur la politique du crédit à la fin des années 1970. Albert Hirschman (1991), tout en identifiant principalement l'argument de l'effet pervers à la rhétorique réactionnaire, remarquait aussi qu'il pouvait aussi être l'apanage d'un discours progressiste : seul un changement radical empêchera la catastrophe et permettra de défendre les idéaux d'origine.

Ainsi peut-on comprendre les projets radicaux de réforme qui sont proposés en 1981 par certains partis politiques ou au sein des administrations. Le Parti Socialiste voit dans la nationalisation des banques le seul salut du système et le seul moyen pour que ces dernières puissent à nouveau servir « l'intérêt général » (Plessis, 1996, p.91), alors même que ce parti avait cessé de considérer depuis 1945 qu'une telle nationalisation devait être un élément important de la politique du crédit. Parallèlement, le Commissariat général du Plan, adhérant aux conclusions de la Banque de France, fixe comme objectif au Ve Plan quinquennal français de supprimer l'encadrement du crédit et de mettre fin aux exemptions et aux privilèges des organismes publics et semi-publics de crédit<sup>130</sup>.

### **2.4.3 Des tentatives de libéralisation à la perte de contrôle de l'inflation**

La loi d'organisation du crédit de 1945 était-elle compatible avec des politiques monétaires visant à faire jouer les mécanismes de marché et les taux d'intérêt ?

---

130. Loriaux (1988, p. 182-183) présente ces propositions. Le 8e Plan est adopté avant l'élection de François Mitterrand. Jugé toutefois trop libéral, il sera remplacé par un Plan intérimaire à partir de l'année suivante.

Alors que la Banque de France sembla prendre le parti de répondre positivement à cette question au début des années 1970, elle se heurta à des résistances politiques et économiques qui plongèrent finalement la politique monétaire dans l'incertitude la plus profonde. Nous allons dans cette dernière partie étudier comment évoluèrent les moyens de lutte contre l'inflation parallèlement à l'évolution des normes sociales que nous venons de décrire.

En une dizaine d'années, du milieu des années 1960 au milieu des années 1970, la France passa donc d'une situation où elle semblait avoir trouvé les instruments efficaces de lutte contre l'inflation, bien adaptés à la singularité de son système bancaire, à un état de doute qui lui fit remettre en cause la capacité de la politique monétaire à véritablement pouvoir lutter contre la hausse des prix.

### **Les réussites de l'encadrement du crédit**

Dans la première partie des années 1960, la politique monétaire française semblait avoir trouvé dans la limitation directe des encours bancaires (l'« encadrement du crédit ») un instrument efficace répondant parfaitement au double objectif de lutte contre l'inflation et de sélection des crédits. Les expériences d'encadrement de 1958 et de 1963-1965 furent considérées comme des réussites exemplaires ayant permis la stabilisation des prix et le redressement de la balance des paiements (cf. chapitres 3 et 5, et tableau 1 de l'annexe 1 de ce chapitre)<sup>131</sup>.

Lorsque l'encadrement du crédit est arrêté en 1965 afin de réaliser une politique plus expansionniste, le Gouverneur envoie une lettre au président de l'Association professionnelle des banques le 25 juin 1965 pour l'assurer qu'il réutilisera cet outil si la progression des crédits bancaires connaît à nouveau « une trop vive progression »<sup>132</sup>.

L'heure n'est pas à la remise en cause et le refus d'utiliser les taux d'intérêt est dorénavant complètement assumé. Dans une note interne de la Direction des

---

131. Constatant la réussite inégalée en termes de croissance et de stabilité des prix de la période qui va de 1959 à 1967, Patat et Lutfalla (1986, chp.12) la qualifient, dans leur histoire monétaire de la France, de « La grande époque de la Ve République ».

132. ABF, 1331200301/330.

analyses statistiques et monétaires datée de 1966 s'interrogeant sur le bien-fondé de « l'encadrement du crédit », on lit trois principales justifications du contrôle direct. Tout d'abord, restreindre directement le crédit permet de ne pas hausser les taux et donc de ne pas attirer des capitaux étrangers ; deuxièmement le contrôle monétaire au moyen de ratios de liquidité n'est quant à lui pas assez efficace et rapide car il n'agit pas « au moment même où la monnaie est créée par les banques en contrepartie des octrois de crédits à l'économie mais uniquement lorsque le marché monétaire est déjà resserré ». Enfin et surtout,

« une réticence s'est fait jour progressivement, au point de devenir traditionnelle dans les pays industriels modernes, à l'égard des taux élevés. Il en résulte qu'en cas de fortes pressions inflationnistes, les taux d'intérêt portés au niveau jugé admissible demeurent insuffisants pour combattre les déséquilibres qui se manifestent dans les ajustements de l'épargne aux investissements et dans la formation des prix. »<sup>133</sup>

Cette dernière phrase, si elle reprend l'argument communément invoqué de l'insuffisance ou de l'inefficacité d'une politique des taux, précise pourtant un des sous-entendus cruciaux de cet argument, à savoir qu'il ne tient que pour des taux d'intérêt « admissibles ». Autrement dit, si les taux d'intérêt sont inefficaces c'est parce que la Banque les maintient à un niveau bas (cf. chapitre 4). Le refus du maniement des taux semble donc profondément ancré dans les habitudes de la Banque sans que ces préjugés soient profondément revendiqués ou théorisés. L'encadrement du crédit n'est pas remis en cause même si l'auteur de la note regrette certaines difficultés éprouvées par la Banque pour faire appliquer la sélectivité du crédit et considère que la mesure exceptionnelle de l'encadrement ne doit pas empêcher de réfléchir à améliorer le contrôle de la liquidité bancaire.

La réforme des ratios de liquidités a lieu finalement en 1967 avec l'instauration des réserves obligatoires. Pendant que les négociations sur cette réforme font du bruit à la Banque de France, un décret de 1966, passant presque inaperçu et ayant peu de conséquences immédiates, étend la capacité de la Banque de France à

---

133. ABF, 1331200301/330. Note d'avril 1966. Direction des analyses et statistiques monétaires. « Les problèmes de l'action directe sur la progression des encours de crédit ».

intervenir sur le marché monétaire. Les bons ou obligations à moyen terme émis par les organismes de crédit à statut légal spécial (Crédit Foncier et Crédit National) peuvent dorénavant être échangés sur ce marché.<sup>134</sup>

### *Vers une politique plus neutre : les réserves obligatoires*

La réforme des réserves obligatoires donne lieu à d'amples controverses, suscitant notamment des réticences au sein des banquiers et du personnel de la Banque de France qui s'inquiétaient de voir disparaître le rôle du réescompte et de tourner le dos aux habitudes de la politique monétaire française. Cette réforme, qui s'inspire ouvertement des exemples allemand et américain, modifie en effet le moyen de contrôle de la liquidité des banques en excluant toute référence à un montant d'effets escomptable. Les banques doivent déposer à la banque centrale des réserves en proportion du total de leurs dépôts. Les réserves obligatoires remplacent le « coefficient de trésorerie », instauré en 1961 en remplacement des « planchers » de bons du Trésor, qui obligeait les banques à maintenir une proportion fixe de leurs engagements en bons du trésor et effets à moyen-terme hors plafond et dépôts<sup>135</sup>. La réforme de 1967 empêche donc la banque centrale d'affecter la valeur du coefficient de trésorerie des banques par sa politique de réescompte et déconnecte la gestion de la liquidité bancaire de la possession de bons du Trésor.

Dans cette réforme qui peut paraître purement technique et de l'ordre exclusif du contrôle monétaire, se loge pourtant une mutation de la place de la banque centrale dans l'allocation du crédit. Il n'est d'ailleurs pas anodin que Michel Debré, se déplaça - fait sans précédent pour un Ministre des Finances - au CNC le 9 novembre 1966 pour annoncer et débattre de cette nouvelle mesure. Les mots de Michel Debré prononcés au CNC sont sur ce point sans équivoque :

---

134. Décret (du 2 décembre 1966), n° 66-891 relatif à certaines interventions de la Banque de France sur le marché monétaire.

135. Il complète le coefficient de liquidité imposé en 1948 qui établissait un rapport de 60% entre les dépôts et les crédits à court terme (c'est à dire en grande partie les effets escomptés), mais qui a toujours été un instrument de contrôle prudentiel et non de politique monétaire (le pourcentage n'ayant pas varié au cours du temps.)

« Le coefficient de réserves tend à réintroduire la liberté dans le choix et dans la gestion des emplois bancaires, en fonction des considérations naturelles que sont les appréciations de rendement et de risque. J'espère ainsi favoriser une remise en ordre progressive des taux, sur la base des lois du marché et dans le cadre d'une concurrence dont la notion même a été perdue de vue. La même recherche de la neutralité du système conduit au principe d'uniformité dans ses contraintes, indispensable à la réussite de la réforme. Je vois mal pourquoi le même principe d'assujettissement ne s'appliquerait pas à tous les établissements, dès lors qu'ils reçoivent des dépôts du public et que, distributeurs de crédit, ils participent à la création de moyens de paiement. »<sup>136</sup>

Les mots du ministre sont clairs sur la volonté de remettre en cause un système fondé sur une sélection des crédits en fonction de critères non déterminés strictement par le marché. La « neutralité » recherchée du système semble bien s'écarter de l'esprit de 1945.

Du début de la Ve République à 1967, la politique de lutte contre l'inflation de la Banque de France semble avoir trouvé une forme stable, ce qui n'exclut pas certains tâtonnements. Jacques Brunet qui avait remplacé Wilfried Baumgartner comme Gouverneur en 1960 se situe dans la droite ligne de ce dernier. Poussée à des pratiques plus libérales par le ministre des Finances Michel Debré, la Banque demeure attachée à ses instruments traditionnels. C'est également une période où la justification du contrôle du crédit comme moyen de garantir l'autonomie de la politique monétaire se renforce alors que le retour à la convertibilité des monnaies a eu lieu en 1959, que le contrôle des changes est supprimé fin 1966 et que le compte courant demeure en excédent.

Les troubles politiques et sociaux de l'année 1968 puis la fin du système de Bretton Woods bousculèrent à bien des égards ces certitudes.

---

136. ABF. 1427200301/29. Séances du CNC, pour l'intervention de Debré.  
1427200301/336. Séances du CNC pour les modalités de la réforme.

## Le débat sur le marché monétaire

Comme nous l'avons vu précédemment, la publication du rapport MSW et la nomination d'Olivier Wormser à la tête de la Banque changent la donne et aboutissent dès 1971 à la tentative de faire des interventions sur le marché monétaire l'instrument principal de la politique monétaire française.

Les lois de 1938 et de 1966 permettaient à la Banque de France d'intervenir partiellement sur le marché monétaire (également appelé en France *open market*)<sup>137</sup>, mais celle-ci avait toujours donné la priorité au réescompte en maintenant le taux de celui-ci plus avantageux pour les banques que le refinancement sur le marché monétaire. Ce n'était donc que la volonté qui faisait défaut pour que ce type d'intervention devienne l'instrument principal de la Banque centrale. La décision de Wormser implique trois changements de procédure. Premièrement, la Banque augmente son taux d'escompte au-dessus de celui du marché monétaire en janvier 1971. Deuxièmement, au même moment, elle allonge la liste des effets éligibles à l'*open market*, en incluant notamment les effets commerciaux et les crédits à moyen terme réescomptables<sup>138</sup>. Enfin, elle supprime ensuite les plafonds de réescompte, devenus inutiles, en janvier 1972<sup>139</sup>. Afin de mettre en place cette réforme, Wormser avait attendu que l'inflation soit relativement stabilisée et que la politique restrictive d'encadrement du crédit décidée par son prédécesseur prenne fin en octobre 1970 (cf. chapitre 3). Dans l'esprit du Gouverneur, il fallait en finir avec les plafonds de réescompte et l'encadrement du crédit ; ces instruments devaient désormais appartenir au passé<sup>140</sup>.

---

137. Respectivement par l'achat et la vente de bons du trésor et d'effets à moyens termes.

138. Décision du 21 janvier 1971. cf. ABF, PVCG 21 janvier 1971.

139. Selon les mots du Gouverneur, « puisque le marché monétaire n'est pas rationné, toute Banque y trouvera financement, sauf si sa signature est « discutable », il n'y a donc plus de raisons de réescompter à la Banque » ABF.PVCG. Séance du 6 Janvier 1972

140. La charge contre le système financier français présentée dans le rapport portait en effet également sur le contrôle quantitatif :

« Selon une première conception, à l'honneur en 1945, et qui a donc reçu application fréquente depuis la fin des hostilités, il convient de bâtir la politique monétaire en se servant avant tout de réglementations quantitatives. La réglementation permettrait, dit-on, en dirigeant le crédit, de favoriser telle ou telle activité déclarée prioritaire. En cela, elle aurait l'avantage de mieux

Il existait avant 1971 un marché monétaire en France et la Banque centrale y participait quelquefois activement (cf. annexe 1, figure 10), mais il était entièrement subordonné à la politique du réescompte ainsi qu'aux contraintes de financement du Trésor<sup>141</sup>. Les interventions de la Banque ne fonctionnaient que dans un sens : elles avaient uniquement pour but de fournir des liquidités et non de les absorber. Autrement dit, la Banque intervenait toujours pour faire baisser les taux et jamais pour les élever. Les banques se refinançaient en effet d'abord prioritairement à la Banque centrale (« en Banque » pour reprendre le terme de l'époque) et n'allaient sur le marché monétaire (« hors Banque ») que quand elles excédaient leur plafond. Ainsi la Banque intervenait principalement pour éviter que les taux des bons du Trésor et des effets privés sur le marché monétaire n'augmentent trop en période de restriction quantitative du crédit. La réforme Wormser de 1971 vise donc à faire du refinancement par le marché le principal moyen d'action sur la liquidité bancaire alors qu'il n'était jusqu'à présent qu'un moyen d'ajustement permettant d'affiner les effets des restrictions de crédit.

L'audace de Wormser consistait à penser que le changement de mode d'intervention et d'instrument de la Banque centrale pouvait précéder et entraîner la libéralisation du système bancaire français qu'il avait appelée de ses vœux dans son rapport de 1969. Mais pouvait-il réellement par cette simple mesure s'attaquer à l'organisation du crédit définie dans la loi de 1945 et aux normes et valeurs collectives de l'institution ?

Wormser, conscient des enjeux et des résistances que peut susciter son projet procède pas à pas et avec prudence. La discussion au Conseil général du 21 juin et le vote sur l'éligibilité de nouveaux effets à l'*open market*, montre qu'il se heurte au mieux au scepticisme du Conseil, au pire à son opposition<sup>142</sup>. Le Gouverneur

---

répondre aux exigences d'une économie où les interventions de la puissance publique sont multiples. Elle procurerait aussi la possibilité, dans une certaine mesure, de dresser un écran entre tel secteur de l'économie nationale et l'étranger. Cette politique conduit non pas à l'unicité d'un marché de l'argent, mais à sa fragmentation, non pas à l'unicité des taux, selon la nature des crédits et leur durée, mais à la pluralité de ceux-ci. » (Marjolin et al. 1969, p.14)

141. Nous effectuons ici une synthèse à partir de divers articles et notes regroupés dans ABF 1330201101/4.

142. ABF, PVCG, 21 janvier 1971. Le représentant du personnel Maurice Gousseau vote contre.

avoue également qu'il n'a pas reçu un appui total du président de la République et du ministre des Finances à qui il a fait part de son intention de faire passer le taux du marché monétaire sous le taux d'escompte. Il propose donc au Conseil général, comme il s'était engagé auprès du Ministre, de considérer cette mesure comme « expérimentale ». Wormser esquivait ainsi les questions qui lui sont posées pour savoir s'il pense que cela devrait entraîner à terme la suppression des plafonds d'escompte. Il tente enfin de convaincre le Conseil avec un argument inédit expliquant que cette mesure peut selon lui se justifier en raison de la baisse du taux d'escompte de la *Fed* et de la Banque d'Angleterre. La Banque de France pourrait ainsi utiliser le taux du marché monétaire pour suivre les mouvements des taux internationaux tout en maintenant un taux d'escompte élevé déterminant les conditions de crédit en France. Les conditions macroéconomiques de l'année 1971 étant bonnes, la phase « expérimentale » lancée par Wormser se passe relativement bien et l'incite à proposer la suppression des plafonds d'escompte le 15 janvier 1972. Cette mesure, votée au Conseil général, entraîne des réactions très hostiles de la part du personnel de la Banque de France ainsi que entreprises et des petites banques. Les motifs de l'opposition sont fondés sur la peur d'un moindre accès au crédit pour les entreprises, comme en témoignent les nombreuses récriminations qui arrivent au siège de la Banque de France par l'intermédiaire des succursales et qui dénoncent notamment le passage « prématuré et inopportun au système américain »<sup>143</sup>. Les petites et moyennes entreprises, notamment celles financées par des petites banques régionales ayant un accès plus difficile au marché monétaire,

---

L'ancien directeur du Budget, dorénavant directeur du Crédit Foncier, Roger Goetze, s'abstient. Les membres se montrent dans leur ensemble sceptiques, aucun n'appuie fortement le Gouverneur.

143. Un exemple parlant est un Téléx de la Chambre de commerce de Sète, transmis par la succursale de Nîmes, qui fait état d'une agitation organisée par petits banquiers, PME et négociants en vin. ABF, 1360200701/242. (transmis à la Banque par succursale de Nîmes)

« attirons votre attention sur les conséquences graves de cette décision. désormais les banques devront nourrir la totalité de leur papier commercial par fonds propres. conséquence inévitable sera la limitation par les banques de l'escompte à la clientèle. papier commercial des PME frappé gravement par cette mesure. priorité risquant d'être donnée par banques sur papier grandes sociétés. estimant tendance Banque de France supprimer lettres de change. système américain prématuré et inopportun. » [sic]



souffrent de la remise en cause de l'escompte comme l'avait d'ailleurs anticipé le rapport de 1969<sup>144</sup>. Quant au personnel de la Banque de France, représenté par la forte personnalité de Maurice Gousseau, il voit dans cette mesure la fin du rôle traditionnel de l'escompte et s'inquiète des conséquences pour l'avenir de la Banque centrale comme de l'économie française.

La nouvelle utilisation du marché monétaire suscite au cours de l'année un autre genre d'inquiétude. Il apparaît en effet rapidement que les définitions de ce marché varient au sein de la Banque de France. Ce manque de coordination reflète des conceptions différentes du système financier et met à mal le fonctionnement de l'institution. Au sein du Conseil général, le 12 octobre 1972, un débat d'aspect très technique s'engage sur l'opportunité pour la Banque d'acheter ou vendre des obligations sur le marché monétaire. Le Gouverneur Wormser est mis en minorité par son Conseil, dont plusieurs membres - parmi lesquels le sous-gouverneur Jean Saltes - insistent sur la nécessaire distinction entre marché monétaire et marché financier alors que Wormser avoue vouloir lier les deux. S'ensuit un débat sur cette distinction, que certains participants n'hésitent pas à qualifier de « théologique ». Il en ressort notamment l'idée, défendue en particulier par Pierre-Brossolette, que la conception française du marché monétaire est fondamentalement différente de celle de l'*open market* anglais bien que ces mots soient souvent utilisés comme des synonymes<sup>145</sup>. Cette distinction reflète à nouveau la conception traditionnelle de la Banque de France - que Wormser voulait réfuter - selon laquelle les interventions de la Banque centrale sur la création monétaire doivent être nécessairement liées à la création de crédit et ne peuvent pas se faire par l'échange de titres financiers. Les défenseurs de la vision traditionnelle exigent donc que la Banque accepte

---

144. On distingue mal si, pour les critiques, c'est surtout le rôle ancien de l'escompte de la Banque de France qui est remis en cause ou l'institution du crédit établi en 1945 (à l'image de l'échange mouvementé entre Wormser et Gousseau, représentant du personnel, à la séance du Conseil général du 6 janvier, PVCG 6 janvier 1972). Cela s'explique sans doute par le fait que les autres armatures de l'institution, notamment la sélectivité et l'encadrement du crédit, restent en place. En outre, le marché monétaire et la suppression des plafonds ne remplacent pas, en pratique, l'escompte de la Banque de France.

145. ABF, PVCG, 12 octobre 1972.

sur le marché monétaire uniquement des titres privés qu'elle peut potentiellement accepter au réescompte (effets de commerces, crédit à moyen terme) et non des obligations privées.

Une dernière mesure prise en 1971, qui ne concerne pas cette fois le marché monétaire mais les réserves obligatoires, montre encore une fois comment la Banque de France n'est pas prête de se défaire d'une vision de la création monétaire fondée sur le crédit. Le 1<sup>er</sup> avril 1971, les banques sont tenues de constituer des réserves obligatoires basées non plus seulement sur leurs dépôts mais également sur les crédits qu'elles ont distribués à l'économie. Ce nouveau type de réserve (en proportion des encours de crédits) s'applique non seulement aux banques, mais aussi aux établissements financiers (CDC, Crédit national etc.) Cette version des réserves obligatoires est sans équivalent à l'époque en Europe, et son but était à l'origine de constituer une alternative à l'encadrement du crédit :

« le principe de cette réforme a été annoncé au moment même de la levée de l'encadrement du crédit, en octobre 1970, la Banque de France ayant voulu d'un instrument de régulation monétaire capable d'exercer, le cas échéant, un effet dissuasif à l'encontre de la distribution des concours à l'économie, et d'éviter ainsi un nouveau recours à des limitations quantitatives autoritaires. »<sup>146</sup>

Les débats sur le marché monétaire de 1971 ne recourent donc pas complètement ceux sur la sélectivité du crédit. Si l'extension de ce marché est bien en effet un moyen de réduire encore plus les mesures de sélectivité, il remet également en cause la tradition française de l'escompte qui est bien antérieure à la Seconde Guerre mondiale (Baubeau 2004) et à laquelle le système bancaire français est habitué et le personnel de la Banque de France attaché, notamment dans les succursales. Il semble également que les interventions sur l'*open market* reposent sur une conception de la création monétaire qui est étrangère aux habitudes et à la doctrine de la Banque de France fondée sur le crédit. Toutefois, cette doctrine qui établissait un fort lien entre crédit, monnaie et niveau des prix fut profondément remise en cause dans la seconde moitié des années 1970.

---

146. ABF, 1331200301/162 « Le système des réserves obligatoires », document de la DGC, 1972.

### *Le retour hybride de l'encadrement*

Ainsi le développement du marché monétaire entre en partie en contradiction avec les principes de l'institution du crédit qui prévalent encore au début des années 1970, que ce soit la conception sociale du rôle de la Banque de France, notamment vis à vis des petites entreprises, ou la conception de la création monétaire. Ce que l'on peut alors qualifier d'incohérence institutionnelle est à l'origine d'un retour à la limitation des encours bancaires (sans que les plafonds de réescompte soient réinstaurés) en décembre 1972. Ce retour à la limite quantitative directe, coordonné cette fois avec une hausse importante et rapide du taux d'escompte, est mal assumé par la Banque de France gouvernée par Wormser qui se refuse pendant plus d'un an à parler d'« encadrement ». Il est vrai que la limite est plus élevée, et donc la contrainte moins forte, que par le passé<sup>147</sup>. Surtout, cette mesure est imposée par le ministre des Finances et n'est pas due à l'initiative de la Banque. Contrairement aux expériences précédentes, aucun débat au sein du CNC ou du Conseil général n'a précédé cette décision. Le retour à l'encadrement, qui prend acte de l'insuffisance du marché monétaire en raison de la faiblesse du montant des effets présentés par les banques, est décidé suite à une réunion des ministres des Finances des pays de la Communauté Européenne le 30 octobre 1972. Les ministres européens s'étaient mis d'accord pour combattre l'inflation par des mesures concertées et en fixant un objectif quantitatif (non-officiellement annoncé) : l'accroissement de la masse monétaire devait être égal à l'accroissement du Produit National Brut en valeur<sup>148</sup>. On avait déjà pu remarquer en France, lors de la phase de politique monétaire restrictive de 1969-1970, la volonté du ministre des Finances Valéry Giscard d'Estaing de faire de l'encadrement du crédit un instrument à part entière de la politique gouvernementale et d'en assumer l'entière responsabilité<sup>149</sup>. Que

---

147. La progression annuelle est fixée à 19% puis 17% en 1972 et 1973, contre 10% en 1963 et 12% en 1969.

148. Jean Truquet, « La 4e expérience française d'encadrement du crédit », ABF 1415200801/9. Voir aussi Castel et Masse (1983, p. 36-37).

149. Des recherches plus approfondies - notamment à partir des archives du Ministère des Finances - seraient nécessaires pour étayer cet argument et comprendre l'origine de changement. Mais la prise en main par le gouvernement de l'encadrement du crédit apparaît comme parti-

l'objectif de Wormser fut avant tout de développer le marché monétaire facilitant sans doute le transfert de la responsabilité de l'encadrement du crédit au gouvernement. Dans la lettre qu'il écrivait à l'Association professionnelle des banques pour annoncer la fin de l'encadrement en octobre 1970, le Gouverneur n'était déjà plus, sur ce sujet, que le porte-parole du ministre :

« Ainsi que le Ministre de l'Economie et des Finances en a informé, vendredi dernier, le Conseil National du Crédit, l'assainissement de la situation économique et monétaire du pays permet de lever, sans plus attendre, les mesures de limitation des crédits actuellement en vigueur. »<sup>150</sup>

La nouvelle phase d'encadrement du crédit qui se met en place en décembre 1972 se distingue des expériences précédentes par cinq caractéristiques principales. Tout d'abord, l'encadrement demeure permanent jusqu'à 1987 alors qu'il n'avait été auparavant qu'une mesure conjoncturelle. Deuxièmement, il s'accompagne peu à peu d'un « marché de désencadrement » qui permet aux banques qui excèdent la limite d'encours de crédit autorisée d'acheter un droit de dépassement à celles qui se trouvent sous la limite. Troisièmement, la Banque de France institue un mécanisme de « réserves supplémentaires » qui oblige les banques qui dépassent la limite de crédit à accroître leurs réserves à la Banque centrale. Ce mécanisme de réserves remplace les pénalités sur le réescompte qui existaient auparavant. Quatrièmement, le retour de l'encadrement donne finalement lieu au cours des années 1970 à une hausse des exemptions et il s'accompagne également d'une augmentation des crédits contractés à un taux préférentiels auprès des organismes public et semi-publics de crédit. Enfin, la nouvelle politique d'encadrement est accompagnée d'une politique de ciblage de la masse monétaire.

---

culièrement évidente en 1970 à la lecture des coupures de presse que nous avons pu consulter (ABF 133020110/11) . De manière sans équivalente avec les expériences précédentes, le choix de continuer ou d'arrêter l'encadrement semble appartenir uniquement au Premier ministre et au ministre des Finances. Ainsi par exemple les titres : « Le gouvernement met au point le calendrier des mesures de desserrement du crédit » (le Nouveau Journal; 13 décembre 1969) et « Le ministre des Finances maintient l'encadrement au-delà du 1er juillet » (1970, non attribué). Bordo et Eichengreen (2008) ont analysé un basculement similaire aux États-Unis où la responsabilité de la politique monétaire passe en partie de la Fed au Trésor dès 1965.

150. ABF 133020110/11, « Lettre du Gouverneur », 27 octobre 1970.

Nous allons maintenant analyser les enjeux principaux de ces profonds changements institutionnels.

La limitation des encours bancaires devient en effet permanente mais moins contraignante que lors des précédents épisodes : 1958-1959, 1963-65, 1968-1970 (cf. chapitre 3). S'instaure alors un marché secondaire de « cessions de crédits » sur lequel les Banques peuvent s'échanger leurs « marges », c'est-à-dire la différence entre encours constatés et encours autorisés. Ce marché, qui prend rapidement le surnom de « marché de désencadrement » est une réponse des autorités à la constatation d'opérations interbancaires visant à échapper aux plafonds de croissance d'encours de crédit, et donc aux réserves supplémentaires. Pour institutionnaliser ces pratiques, la Banque leur donne un cadre légal par une circulaire du 31 octobre 1973 ; une seconde, du 13 octobre 1978, assouplit encore les conditions d'échange sur ce marché. Même si le volume de ce marché est relativement modeste par rapport au total des encours bancaires<sup>151</sup>, il est révélateur d'un changement profond dans le contrôle de l'institution du crédit, comme le souligne notamment une note de la Direction générale du crédit du 16 juin 1978<sup>152</sup> : d'une contrainte individuelle, l'encadrement devient une contrainte globale (et donc, permanente) soumise aux forces du marché. C'est là une façon plus ou moins déguisée de laisser au marché la capacité de prendre en compte l'« hétérogénéité » des banques. Seules les grandes banques sont actives sur le marché du désencadrement ; les petites banques étant beaucoup plus contraintes mais n'ayant pas suffisamment de fonds pour y acheter des marges.

Mais en parallèle de ce marché qui vise à donner plus de liberté à l'allocation du crédit entre banques, Sylviane Guillaumont-Jeanneney (1991) a bien mis en évidence que la fin de l'année 1972 consacrait un retour à ce qu'elle nomme le « dirigisme monétaire » et tournait le dos à la réforme de 1971. Alors que la Banque

---

151. Les cessions opérées atteignent 10 milliards avant la réforme de 1978 puis montent rapidement autour de 20 milliards. En 1982, l'encours total de crédit recensés était de 1640 milliards (dont 840 pour les Banques inscrites qui échangent sur le marché), et les cessions sur le marché au 4 janvier atteignent 23 milliards.

152. ABF, 1360200701/160. N.B : cette boîte, ainsi que la précédente, 1360200701/159, contiennent l'essentiel des informations et textes sur le marché du désencadrement.

de France favorise le développement des marchés financiers et le marché du désencadrement, elle accroît paradoxalement au cours des années 1970 les exemptions et renforce ainsi la sélectivité (Galbraith 1982). La part des crédits exemptés de l'encadrement, atteint 18,2% dès 1975, - chiffre jamais observé auparavant - alors qu'elle n'était que de 8% à la fin de l'année 1972<sup>153</sup>. La politique de développement du marché monétaire est également contredite par la hausse de la part des crédits à taux préférentiels accordés à l'économie par les organismes publics et semi-publics. Une étude du début des années 1980 tentant de comptabiliser ces crédits montre que leur part avait chuté fortement au début des années 1970, passant de 48% en 1968 à 40,8% en 1974, mais est remontée à 44,6 en 1978<sup>154</sup>. Les variations du marché monétaire ne peuvent pas affecter le coût de ces crédits.

Parmi les autres contraintes empêchant le marché monétaire de fonctionner, il faut souligner le taux préférentiel que la Banque de France applique depuis 1972 au réescompte des crédits à moyen terme à l'exportation hors Communauté européenne, et qui se situe sous le taux de l'*open market*. Cet accès préférentiel au refinancement par la Banque centrale est utilisé à plein par les banques à la fin des années 1970 et l'accroissement du déficit commercial bloque toute possibilité politique d'y mettre fin (Le Bourva 1979, Guillaumont-Jeanneney 1971). Ainsi alors que la proportion de réescompte à taux fixe dans le refinancement des banques à la Banque centrale était passée de 93% en 1963 et 70% en 1968 à 15,9% en 1973, elle remonte à 40,5% en 1975 et atteint 74,6% en 1980.

L'ensemble des exemptions, la présence du marché du désencadrement que la Banque a du mal à superviser, ainsi que la faible efficacité du contrôle par le marché monétaire, rendent la maîtrise de la politique monétaire toujours plus complexe et difficile. C'est dans ce cadre qu'elle développe à partir de 1973 un « indicateur de morsure de l'encadrement du crédit » (Sterdyniak et Vasseur 1985) résultant d'un sondage mensuel auprès des ménages, des entreprises et des banques et permettant à la Banque de savoir dans quelle mesure sa politique est contraignante pour l'économie. Si l'usage de cet indicateur est certes à comprendre dans le contexte

---

153. Truquet, *ibid*, p.5. Voir aussi Guillaumont-Jeanneney (1991, p.529).

154. Note citée, ABF, 1415200801/3.

d'un développement des études statistiques et économétriques de la Banque de France au début des années 1970, la nécessité du recours à l'opinion révèle aussi la difficulté de la Banque à maîtriser les effets de sa politique.

### *Ciblage de la masse monétaire et théorie monétaire de l'inflation*

Nous ne pouvons discuter ici dans le détail la genèse et la mise en place du ciblage monétaire en France au cours des années 1970<sup>155</sup>. Mais si le ciblage de la croissance de M2 ne devient officiel qu'à partir de 1977, il est important de voir qu'il est pratiqué au sein de la Banque de France depuis 1973. La réunion des Ministres des Finances européens de 1972 et l'exemple de la Bundesbank encourage la Banque à se tourner vers la règle visant à égaliser la croissance de la masse monétaire et celle du PIB nominal.

Il serait cependant trompeur de voir dans ce changement une conversion de la part de la Banque de France au monétarisme : tout d'abord car la masse des crédits demeure l'objectif intermédiaire privilégié et ensuite car ce ciblage n'entraîne pas une politique de rigueur monétaire et de lutte drastique contre l'inflation. Bien au contraire : le ciblage monétaire se met paradoxalement en place à la Banque de France en même temps que se développe l'idée selon laquelle l'inflation n'est pas un phénomène monétaire. Ainsi en 1975, alors que le ciblage n'est pas encore officiellement pratiqué, les études du Service d'Analyse monétaire de la Banque se montrent dans l'ensemble très sceptiques à l'égard de ce nouvel objectif. Les premières analyses économétriques menées à la Banque de France concluent à la difficulté du contrôle de la masse monétaire. Elles expliquent cette difficulté par l'endettement trop important des banques auprès de la Banque centrale : « l'importance des besoins de refinancement des banques, compte tenu de la faiblesse et de l'irrégularité de l'apport extérieur ainsi que du montant limité des recours du Trésor à la création monétaire, amène en fait la Banque de France à considérer d'abord ses responsabilités à l'égard de l'équilibre du système bancaire, et

---

155. Sur le lien entre études économétriques et ciblage monétaire à la Banque de France, voir Feiertag, 2006a.

l'empêche donc de contingentiser ses concours. »<sup>156</sup> Cet argument sonne étrangement par rapport à la conduite de la Banque lors des deux décennies précédentes : il semble dorénavant qu'il y ait une opposition entre la politique du crédit et le contrôle de la masse monétaire.

Dans un démarche différente, certains économistes de la Banque pointent l'ineptie du ciblage en raison des montants bien trop élevés des cibles choisies : on remarque en effet par exemple que la masse monétaire n'a progressé que de 6% par an lors de la période de politique restrictive de 1969-1970 alors qu'aucune cible inférieure à 12% n'est envisagée au cours des années 1970<sup>157</sup>. Alors que l'inflation française atteint 11% en 1976 et que la *Bundesbank* adopte quant à elle une cible de croissance monétaire égale à 7% (Beyer et al. 2009), la Banque de France choisit une cible de 13% pour la croissance de M2. Les prévisions et les simulations réalisées par les différents services de la Banque en 1976 montrent clairement qu'il est hors de question de mettre en place une politique monétaire dont l'objectif serait un taux d'inflation en dessous de 11% par an<sup>158</sup>.

Le ralentissement de l'activité depuis 1973 et la montée du chômage à partir de 1975 sont des éléments importants justifiant que la Banque centrale et le gouvernement refusent de mettre en place une politique aussi restrictive que lors des décennies précédentes. Nous n'avons toutefois pas trouvé de mention de la courbe de Phillips dans les études de la Banque de France<sup>159</sup>. Il apparaît surtout l'idée

---

156. ABF, 1417200405 /1. Note du 8 janvier 1976 : « La progression des liquidités et le contrôle de l'émission de monnaie Banque centrale pendant le VIIe Plan. »

157. AB,F 1417200405 /1. Note du 7 Janvier 1976 de JP Patat, « La régulation de la masse monétaire en 1973, 1974, 1975. » Les cibles non officielles de croissance monétaire en 1973, 1974 et 1975 sont respectivement de 15, 14 et 13 %.

158. ABF, 1417200405 /1. Note de Jean Pecha de mars 1976, « Comparaisons entre les prévisions concernant l'évolution de la dépense nationale brute en 1976 selon les trois variantes de la direction de la prévision »

159. Il n'y a pas en France de relation négative significative entre inflation et taux de chômage pendant les Trente Glorieuses. Au début des années 1970, le taux de chômage n'est pas encore un problème politique et il ne dépasse pas 3% en 1974 selon l'INSEE (annexe 1, table 1). L'inflation et le chômage augmentent conjointement pendant les années 1970 et c'est seulement la politique de rigueur amorcée en 1983 qui fait apparaître la relation négative entre inflation et taux de chômage.



nouvelle selon laquelle l'inflation ne serait plus un phénomène monétaire, comme on peut le voir dans une note de la DASM de 1975 :

« Les restrictions monétaires de 1968 et 1973 ont eu un impact très faible sur les prix par rapport aux périodes restrictives précédentes. Les prix semblent entraînés par un *trend* tout à fait indépendant du rythme de la création monétaire. Dans ces conditions, le prix à payer depuis 1967 pour lutter contre l'inflation paraît excessif en termes de réduction de création monétaire et de production réelle par rapport aux périodes précédentes. Il n'est donc pas déraisonnable d'estimer que la politique monétaire n'est que peu responsable de la crise économique actuelle. »<sup>160</sup>

Selon les notes d'étude de la Banque, les causes responsables de l'inflation sont l'indexation des salaires et l'inflation importée des États-Unis. Cette thèse émane principalement de la fin du système de Bretton Woods et de la hausse des salaires décidée en 1968<sup>161</sup>. Elle fit notamment le succès de deux ouvrages d'économistes influents, François Perroux (1971) et Jean Denizet (1977) et on la retrouve encore plus tard dans le rapport du 8e Plan de 1981.

La graphique 2 de l'annexe 1 confirme le décrochage survenu en 1968-1970 entre la masse monétaire et le PIB nominal, et constaté par les services de la Banque de France. Les deux séries reprennent toutefois rapidement une tendance similaire. L'évolution comparée des prix et des salaires (annexe 1, figure 6) montre effectivement l'importance de la hausse des salaires de 1968 mais ne permet pas de conclure par la suite à un changement radical entre l'évolution de ces derniers et celle des prix à la consommation par rapport aux décennies précédentes. Des études plus approfondies seraient par conséquent nécessaires pour évaluer le bien-fondé des arguments de la Banque de France sur le changement de nature de l'inflation au début des années 1970<sup>162</sup>.

L'utilité du ciblage monétaire fait donc constamment débat au sein de la Banque de France lors de l'expérimentation non officielle de 1973 à 1976.

---

160. ABF, 1417200405 /1. Note « L'évolution de l'écart entre PIB et M2 de 1950 à 1975 »

161. Les accords de Grenelle décident d'une augmentation de 35% du revenu minimum et de 10% de l'ensemble des salaires.

162. Il est notamment essentiel de prendre en compte le fait que l'inflation est bien un phénomène mondial (Ciccarelli et Mojon 2010).

L'adoption d'une cible officielle à partir de 1977 n'émane pas d'une conviction monétariste mais de la recommandation du VIIe Plan en 1976 de fournir aux épargnants un point d'ancrage nominal afin de développer le recours au marché financier. Cette nouvelle doctrine du Plan, notamment portée par le directeur du Trésor Michel Camdessus, aboutit ensuite à la « loi d'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises » de juillet 1978 qui détaxe les revenus investis en actions. L'idée principale est qu'il est nécessaire de promouvoir une « épargne longue » en vue d'assurer un financement non inflationniste des investissements.<sup>163</sup> Ainsi l'annonce officielle d'une cible monétaire en 1977 par la Banque de France est essentiellement motivée par l'idée qu'elle va agir sur l'inflation non pas de manière directe mais en permettant le développement du marché financier et en réduisant ainsi la quantité de crédit bancaire. Les cibles sont maintenues ainsi à un niveau élevé afin d'éviter qu'elles ne soient trop largement dépassées<sup>164</sup>. Les discussions d'un groupe d'analyse sur l'inflation constitué au sein de la Banque en 1976, comprenant notamment les économistes Robert Marjolin et Edmond Malinvaud, montrent que l'on s'accorde sur la nécessité d'une politique des revenus et de libéralisation des marchés financiers afin de réduire l'inflation. Les arguments avancés pour soutenir ce dernier point distinguent d'une part taux d'intérêts nominaux et taux d'intérêts réels et d'autre part inflation passée et inflation anticipée. Une cible de masse monétaire permet à la Banque d'ancrer les anticipations d'inflations et donc aux agents d'anticiper les taux d'intérêts réels, ce qui aura pour effet d'augmenter les achats d'obligation même si l'inflation est élevée (le taux des obligations est à cette date de 12% et le taux d'inflation anticipé par la Banque de 10% environ). Toutefois, les cibles de masse monétaire, même larges, seront largement dépassées (Sterdyniak et Vasseur 1985) ce qui empêche sans doute en partie le décollage du marché financier avant la « loi de libéralisation de l'épargne » votée en 1978.

---

163. ABF, 1417200405 /1. Note du 24 octobre. Compte rendu de la réunion sur « le marché financier et le financement des investissements à l'aube du VIIe Plan »,

164. En 1976, le gouvernement tente une brève expérience de contrôle des prix qui pour la première fois depuis 1948 s'applique à tous les produits et services. Il fixe également un seuil limite d'augmentation des salaires.

Le ciblage de la croissance de la masse monétaire se met donc en place au moment même où la théorie monétaire de l'inflation a de moins en moins de fidèles au sein de la Banque de France. Pendant plus de vingt années, le contrôle quantitatif du crédit (plafonds de réescompte ou limitation des encours) a été justifié par la théorie selon laquelle la croissance des crédits augmente la masse monétaire et ainsi l'inflation. Au début des années 1970, cette relation semble cassée et l'inflation est attribuée en grande partie à d'autres causes. Le contrôle quantitatif est donc utilisé dans un but différent et de manière beaucoup moins rigoureuse que lors des épisodes précédents de politique monétaire restrictive. Il accompagne le ciblage de la masse monétaire comme un objectif large, permettant de développer le financement non monétaire des investissements, et non pas comme une politique de stabilisation à court terme. La cohérence théorique qui caractérisait la place de la politique monétaire dans l'institution du crédit semble mise en difficulté, notamment car le cadre national dans lequel se construisait le raisonnement apparaît de plus en plus inadapté<sup>165</sup>. Les peurs exprimées par le Gouverneur Baumgartner en 1958 semblent plus réelles que jamais : l'encadrement devait être sélectif mais temporaire afin de ne pas favoriser les positions acquises. Lorsque le Commissariat général du Plan se prononce pour la suppression de l'encadrement du crédit en 1981 il le fait donc au nom d'une meilleure efficacité économique et non dans le but de prôner une politique monétaire moins restrictive. Ceci manifeste encore une fois combien le sens attribué à ce dernier a changé par rapport à la décennie précédente<sup>166</sup>.

Les conclusions de cette étude rejoignent celles des travaux récents qui ont

---

165. C'est ainsi qu'à partir de 1977, des économistes de la Banque de France tentent de développer un nouveau cadre théorique à partir du concept « d'économie d'endettement » emprunté de manière libre à John Hicks (Goux 1990), notamment dans le but d'adapter les avancées théoriques récentes du monde anglo-saxon (en particulier sur la théorie des taux de changes, l'intermédiation financière et la détermination des taux d'intérêt) au système financier français qui demeure caractérisé par un fort taux d'endettement des banques auprès de la Banque centrale.

166. A ce stade, il peut paraître étrange que la limitation des encours soit encore fixée de manière globale. Il faudra attendre fin 1984 pour qu'elle s'établisse sur des bases individuelles en fonction des réserves de chaque banque, ce qui met naturellement fin immédiatement au marché du désencadrement. Les limites quantitatives seront définitivement supprimées en 1987.

étudié comment les banques centrales des États-Unis et de l'Angleterre ont laissé se développer l'inflation au cours des années 1970 <sup>167</sup>. Elles se rapprochent en particulier de Batini et Nelson (2005) et Capie (2010) qui ont montré comment la Banque d'Angleterre adhère à l'idée que l'inflation n'est plus causée par une hausse de la masse monétaire mais par les politiques salariales. La Banque de France, et le gouvernement français, parviennent à une analyse en partie similaire ; ils en concluent que faire baisser l'inflation uniquement à partir du contrôle du crédit et de la monnaie serait trop coûteux pour l'économie et qu'il faut donc privilégier une politique de taux de change fixes, de régulation salariale, de libéralisation financière et de contrôle des prix <sup>168</sup>.

Mais nous avons ici montré comment la doctrine de la Banque de France pendant les années 1970 doit se comprendre dans le contexte d'une évolution institutionnelle qui a abouti à une remise en cause des principes sur lesquels s'était fondée la politique monétaire pendant les décennies précédentes. Il nous semble que le processus de perte de cohérence institutionnelle du « capitalisme coordonné » que Barry Eichengreen (2006) a mis en évidence en particulier pour le marché du travail est aussi à l'œuvre dans la politique monétaire. Au début des années 1970 les rapports de la Banque de France au système bancaire, à l'allocation du crédit, au gouvernement et même à la théorie monétaire, se trouvent bouleversés, sans que de nouveaux principes directeurs apparaissent. La Grande Inflation est aussi le fruit de ces changements institutionnels.

---

167. On trouvera un résumé de cette abondante littérature dans Romer et Romer (2002) et Bordo et Orphanides (2012).

168. Le contrôle des prix est réinstauré de 1976 à 1977 et touche pour la première fois depuis 1949 à l'ensemble des produits. Son utilisation au cours des années 1950 et 1960 concernait principalement le revenu minimum l'agriculture et l'énergie (Franck 1979).

## 2.5 Désinstitutionnalisation et désencastrement du crédit

Ce chapitre a montré comment s'établissent et évoluent les principes d'organisation du crédit en France de 1945 aux années 1970. Cela inclut le cadre juridique définissant les acteurs en présence et répartissant les pouvoirs, les croyances sur l'intervention de l'État dans l'allocation du crédit (la « sélectivité du crédit ») et la politique monétaire ayant pour but de limiter les crédits pour lutter contre l'inflation. Nous avons en particulier étudié comment ces diverses composantes de l'institution interagissent de manières plus ou moins cohérente et complémentaire et adoptent des temporalités parfois différentes.

L'évolution de la politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses n'est pas l'histoire d'une libéralisation progressive et sans entraves. La « débudgétisation » et libéralisation partielle de l'économie prônées par le plan Pinay-Rueff de 1958 n'a d'abord pas de traduction directe dans le domaine du crédit hormis la baisse des avances de la Banque de France au gouvernement et des crédits à moyen terme réescomptés par la Banque de France. Le soutien de la Banque à l'économie et sa légitimité d'intervenir dans l'allocation du crédit ne sont pas remis en cause au début de la Ve République. Au cours des années 1960 on voit s'opposer deux visions : l'une affirmant que le système en place se justifiait seulement par la nécessité de la reconstruction, l'autre y voyant la garantie d'investissements productifs et de l'intérêt national. Pour beaucoup la baisse du réescompte à moyen terme et le développement des banques qui s'opèrent au cours des années 1960 sont bien en effet le signe que la reconstruction est achevée mais ils ne remettent pas en cause les principes de « sélectivité du crédit ». De 1966 à 1972, de nouvelles propositions émanent et font accepter l'idée qu'il faut redonner au prix et aux marchés leur rôle distributif. Dans un contexte de crise économique, les années 1970 voient s'affronter ces deux visions sans que l'une ne l'emporte véritablement sur l'autre et sans bouleversement des principes inscrits dans la loi de 1945. Nous avons montré qu'il en résulte un système hybride, une libéralisation manquée et un déplacement du débat : le crédit ne semble plus être au centre du contrôle de l'inflation, et les

discussions en viennent à se focaliser sur la préservation des avantages acquis que favorise la fragmentation ou la spécialisation bancaire française.

A la fin des années 1970 la politique monétaire Française semble donc bien mal armée pour pouvoir affronter les défis de l'inflation : l'*open market* ne fonctionne pas pleinement, l'encadrement du crédit n'offre plus qu'un vaste cadre dont le contournement est devenu la norme et aucune règle de conduite ou doctrine cohérente n'est venu remplacer ce qui avait constitué le cœur du contrôle de l'inflation pendant les décennies précédentes.

Il est donc également trompeur de considérer dans son ensemble la période qui va de 1945 aux années 1980 et de se suffire de la caractériser comme l'âge du « dirigisme » comme le font de nombreux travaux en sciences politiques (Zysman 1983, Schmidt 1996) sans voir les évolutions et les tensions qui l'ont parcourue. Si le cadre juridique persiste et demeure globalement inchangé, les moyens de l'intervention du gouvernement et de la Banque centrale, ainsi que la manière de concevoir le système varient fortement au cours du temps. Lorsqu'on prend en compte ces évolutions, il devient plus suspect d'interpréter la rupture des années 1980 uniquement à l'aide de choc extérieurs, que ce soit l'intégration européenne et la fin de Bretton Woods (Loriaux 1991), la globalisation financière (Perez 1998, Fourcade et Babb 2002), ou le choc de la déflation Volcker aux États-Unis.

Même s'il est clair que les changements économiques internationaux ont eu un impact fort sur l'institution - en particulier l'ouverture financière et commerciale, le développement du marché des eurodollars, la fin de Bretton Woods, les chocs pétroliers ainsi que les pratiques et cadres théoriques des autres banques centrales - ce n'est pas à cause de chocs exogènes que se développe l'idée selon laquelle la sélectivité du crédit est devenue un moyen de sauvegarder des rentes en opposition à des critères de rentabilité économique et à l'intérêt général. Comme nous l'avons ici montré, la rupture du début des années 1980 doit se comprendre comme l'aboutissement d'un processus de désinstitutionnalisation dont les sources peuvent être trouvées dans les caractéristiques même de l'institution. Alors que certaines analysent (Galbraith 1982, Zysman 1983, Katzenstein 1985) voient dans la France du début des années 1980 l'exemple d'un État « fort » capable de mettre en place

des réformes importantes, cette conclusion montre au contraire les faiblesses d'un État divisé (Hall 1986) et d'une Banque centrale en proie aux doutes sur sa capacité à maîtriser l'inflation et orienter le crédit en fonction de critères unanimement acceptés. S'en suivit un désencastrement du crédit (Polanyi 1944, Ruggie 1982) au sens où disparut l'idée qu'il était possible de définir des critères économiques et sociaux d'allocation du crédit en dehors des mécanismes de marché<sup>169</sup>.

L'histoire de la Banque de France de 1945 aux années 1980 montre que les évolutions de la politique monétaire et de la politique du crédit s'expliquent principalement par le rapport entre la Banque centrale et les banques. Le rapport au gouvernement change peu même si les avances diminuent sous la Ve République et si le rapport de force devient moins favorable à la Banque de France à partir du début des années 1970. Il est frappant de constater que les arguments qui se développent dans les années 1970 et aboutissent aux réformes de 1984 présentent de remarquables similarités avec ceux développés dans les années 1930 et ayant conduit à la loi de 1945. Même si ces arguments recommandent des politiques opposées, les réformes sont justifiées dans les deux cas par l'idée que la Banque de France a abandonné l'intérêt général et privilégié les rentes du secteur bancaire au mépris de l'investissement et de la croissance.

## **2.6 ANNEXE 1 : Statistiques générales sur l'économie française, le crédit et la Banque de France, 1945-1974.**

Cet annexe présente une vue d'ensemble du financement de l'économie française de 1945 à 1973 et du rôle joué par la Banque de France.

Le premier fait marquant est le fort développement du crédit qui a lieu pendant cette période (figure 1). L'ensemble des crédits à l'économie représentant 20% du

---

169. Pour une vue d'ensemble des réformes de l'administration française pendant cette période, voir Bezes 2006, 2010.

	Croissance PNB (réel)	Inflation (Dé- flateur PNB)	Inflation (CPI)	Croissance de M2	Dettes pu- blique/PIB	Taux de chô- mage (IN- SEE)	Balance com- mer- ciale	Parité fixe :\$ en francs
1950	7,6	7,5	11,1	17,5	27,4		-0,27	3,5
1951	6	15,5	16,9	18,3	22,8		-2,69	3,5
1952	2,6	14,2	11,8	13,5	23,5		-2,16	3,5
1953	2,9	1,5	-1,2	11,8	25,8		-1,18	3,5
1954	4,8	0,9	-0,4	14	24,8		-0,62	3,5
1955	5,8	1,2	1,2	12,8	23,7		3	3,5
1956	5	5,1	2	10,5	23,2		-2,83	3,5
1957	5,9	5,5	2,7	10,5	24,1		-3,23	3,5
1958	1,8	11,7	15	6,1	27,3		-1,03	4,31
1959	2,3	6	6,2	12,4	27,1		2,8	4,9
1960	7,1	3,2	3,7	16,1	22,1		0,5	4,9
1961	5,4	3,3	3,3	16,6	19,3		2,4	4,9
1962	6,7	4,7	4,7	18,1	20,4		2,3	4,9
1963	5,8	6,1	4,8	16,1	19,7		0,8	4,9
1964	6,6	4	3,4	9,8	17,5		-0,5	4,9
1965	4,7	2,4	2,5	10,9	15,2		1,8	4,9
1966	5,6	2,9	2,7	10,5	14,7		-0,1	4,9
1967	4,9	2,8	2,6	13	15,2		0,8	4,9
1968	4,6	4,4	4,6	11,5	15,3	2,6	-1,5	4,9
1969	7,3	8,1	6,5	6,1	14,5	2,5	-6,4	5,55
1970	5,8	5,6	5,2	16,3	12,4	2,4	-4,7	5,55
1971	5,3	5,6	5,5	18,2	10,8	2,7	-1,5	
1972	5,7	6,1	6,2	18,6	8,8	2,8	-1,5	
1973	5,8	7,4	7,3	14,9	12	2,9	-2,2	
1974	3,8	11,6	13,7	18	18	2,7	-16,9	

TABLE 2.1 –

Sources : INSEE, Rapports du CNC, Loriaux (1991, p.21). Les chiffres sont en milliards de nouveaux francs. Valeurs de fin d'année.



PIB en 1949 contre 62% en 1973. Ce développement est principalement dû aux crédits à moyen et long terme (figure 1 et chapitre 6). Il s'accompagne d'une hausse rapide de l'épargne liquide qui passe de 10% du PIB à 40% (figure 5).

Un second fait important est que la masse monétaire, les crédits bancaires, les crédits non bancaires et le PIB nominal connaissent un développement parallèle au cours de la période (figure 2). La vélocité de la monnaie est quant à elle relativement stable (figure 3).

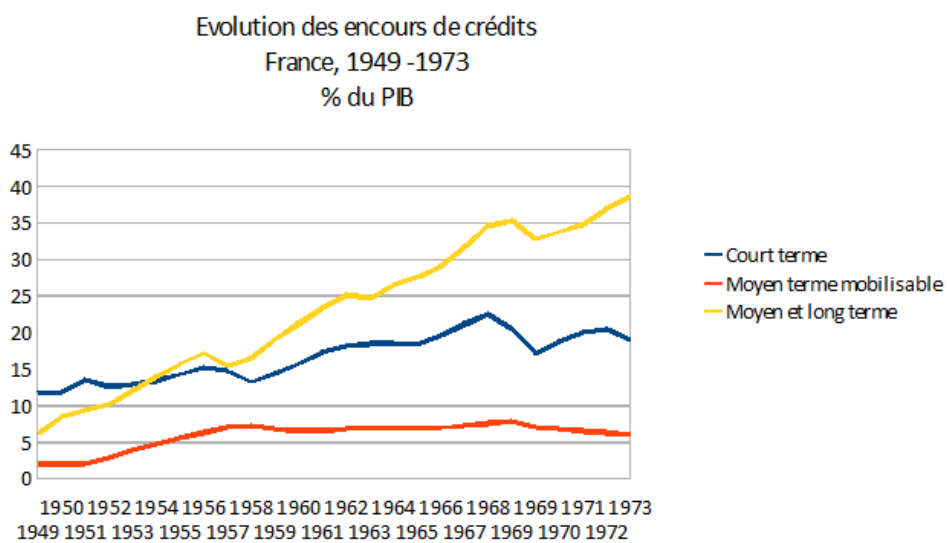


FIGURE 2.1 –

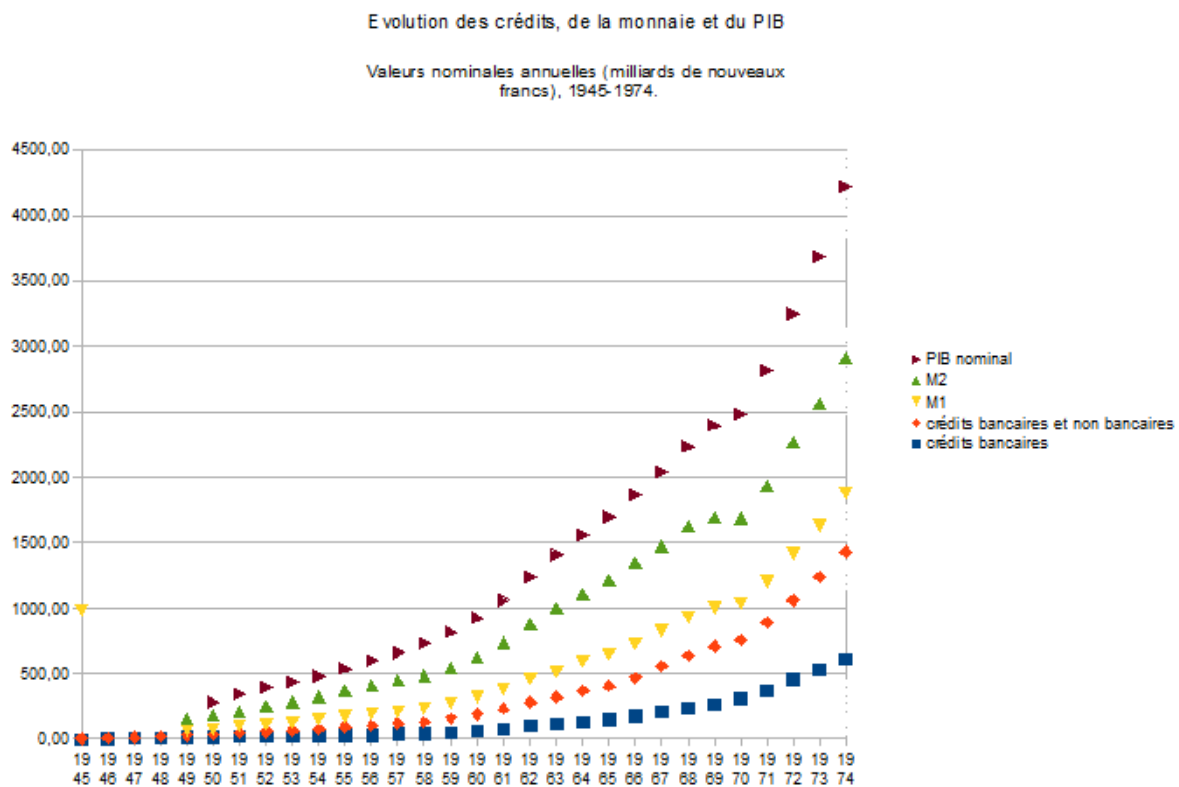


FIGURE 2.2 – Sources : Rapport du CNC pour les crédits et la monnaie, INSEE pour le PIB.

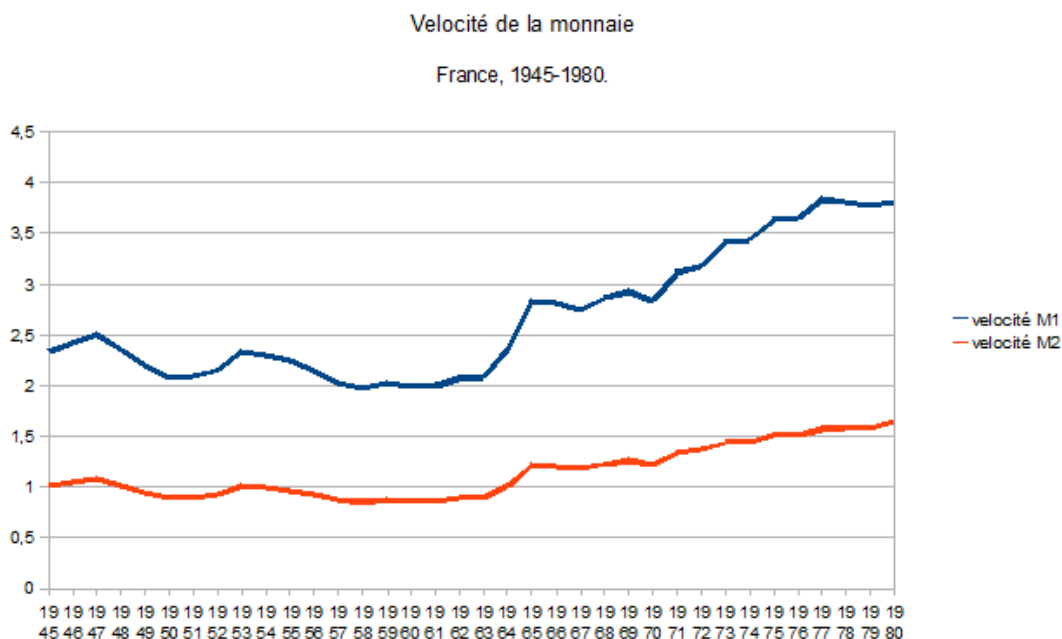


FIGURE 2.3 –

## 2.6.1 Financement des crédits et rôle de la Banque de France

Du milieu des années 1950 au milieu des années 1960, le réescompte de crédits à moyen terme fut le principal moyen d'intervention de la Banque de France dans l'économie (figure 10).

Dans les années 1960, les banques jouent un rôle de plus en plus important ; la part des financements accordés par la Banque de France et le Trésor dans le total à l'économie se réduit donc (figures 9, et 12 à 14) en particulier pour les crédits à moyen et long terme. Le même phénomène caractérise la distribution des liquidités (figure 7). Les statistiques du CNC présentées ici attribuent à la Banque de France un crédit accordé à une entreprise par une banque mais réescompté ensuite à la Banque centrale (de même pour les organismes spécialisés).

La figure 18 (annexe 2) montre que le total des actifs de la Banque centrale en proportion du PIB est constant pendant les Trente Glorieuses. L'ensemble de ses

Variations trimestrielles des crédits, de la monnaie, du PIB et de l'inflation.

1949-1974

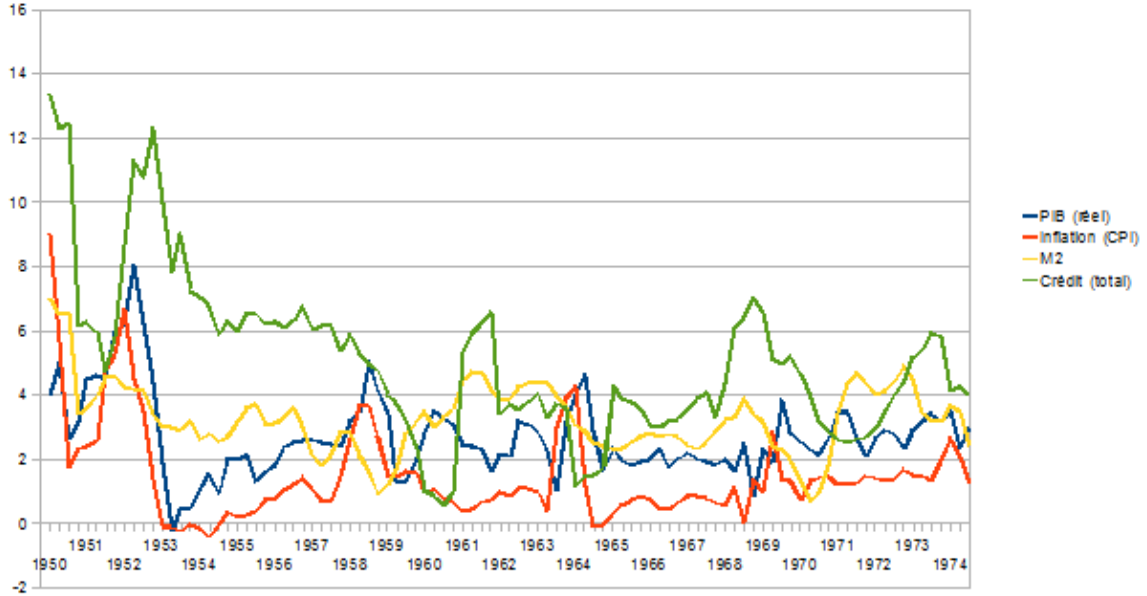


FIGURE 2.4 – Moving average (3 trimestres).

Evolution de l'épargne liquide

% PIB

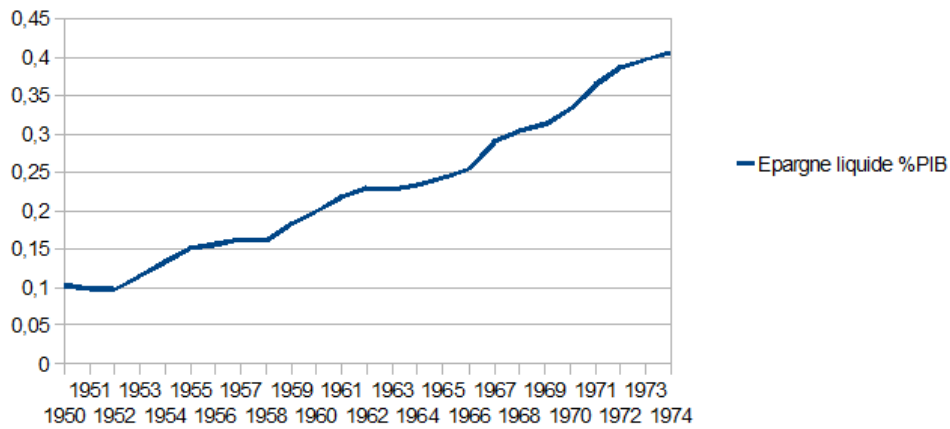


FIGURE 2.5 – Source : Rapports du CNC.

### Taux d'inflation de plusieurs indices des prix.

Séries trimestrielles. 1950-1974.

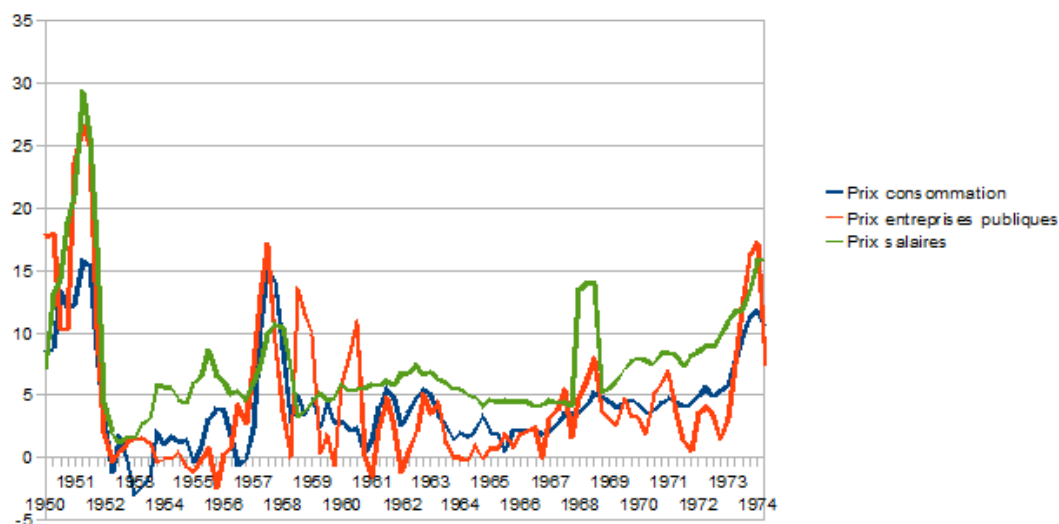


FIGURE 2.6 – Source : INSEE (1981).

concours à l'économie ne subit pas de baisse continue et il représente une proportion similaire du PIB au début des années 1950 et à la fin des années 1960 (annexe 2, figure 17). Les concours de la Banque centrale au Trésor (décrits longuement dans l'annexe 2) connaissent quant à eux une baisse importante, de 9 à 3% du PIB au cours de la période (figure 17). Au fur et à mesure que la dette de l'État en proportion du PIB diminue au cours des Trente Glorieuses, les concours de la Banque de France au Trésor connaissent une baisse similaire.

Une caractéristique monétaire essentielle de cette période est que jusqu'au début des années 1970, plus de la moitié des liquidités sont distribuées par l'État (Trésor, Banque de France, CDC) (figure 7). Ces liquidités sont détenues par les ménages à hauteur de 80% (figure 8). Le rôle des crédits non bancaires accordés par l'État (Trésor et organismes semi-publics et publics spécialisés) est également essentiel dans les crédits à moyen et long terme non réescomptables (figure 14).

Le chapitre 3 présentera les séries de taux d'intérêt et le chapitre 6 l'évolution du marché financier et des crédits par secteur.

Ventilation des liquidités.  
Proportion des agents distributeurs

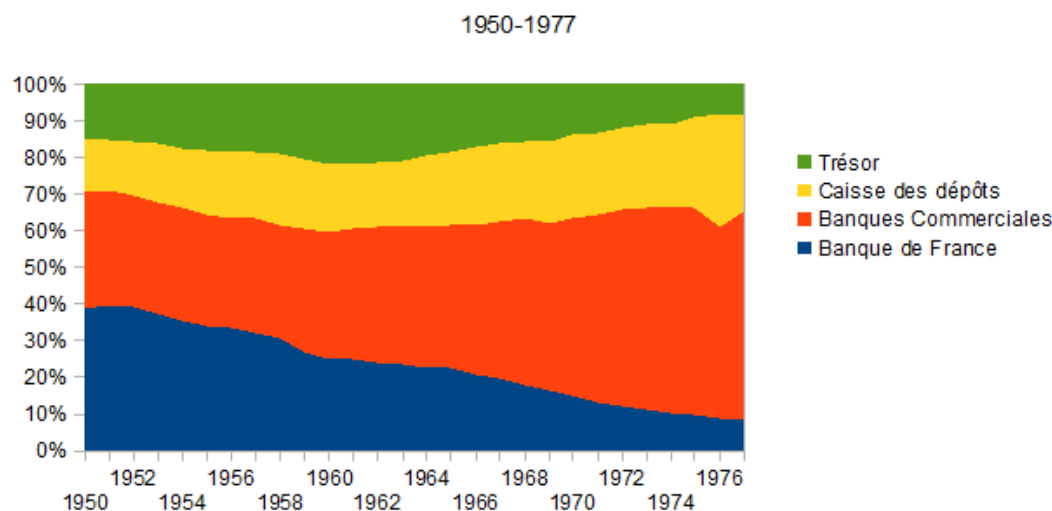


FIGURE 2.7 – Source : INSEE(1981)

## 2.7 ANNEXE 2 : La Banque de France et le financement direct du Trésor pendant les Trente Glorieuses (ou comment comprendre la loi de 1973).

Fournir une estimation précise du financement du Trésor public par la Banque de France pendant les Trente Glorieuses est une entreprise périlleuse. La difficulté tient à deux raisons inextricablement liées. La première est que, dans une économie où les banques et les institutions publiques de crédit peuvent réescompter leurs effets à la Banque de France, il est difficile de distinguer de ce qui relève de l'activité traditionnelle de réescompte de la Banque de ce qui relève potentiellement d'un financement indirect du Trésor. Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, dans une économie dirigiste il est souvent difficile de distinguer avec certitude ce

Ventilation des liquidités.  
Proportion des agents détenteurs.  
1950-1977

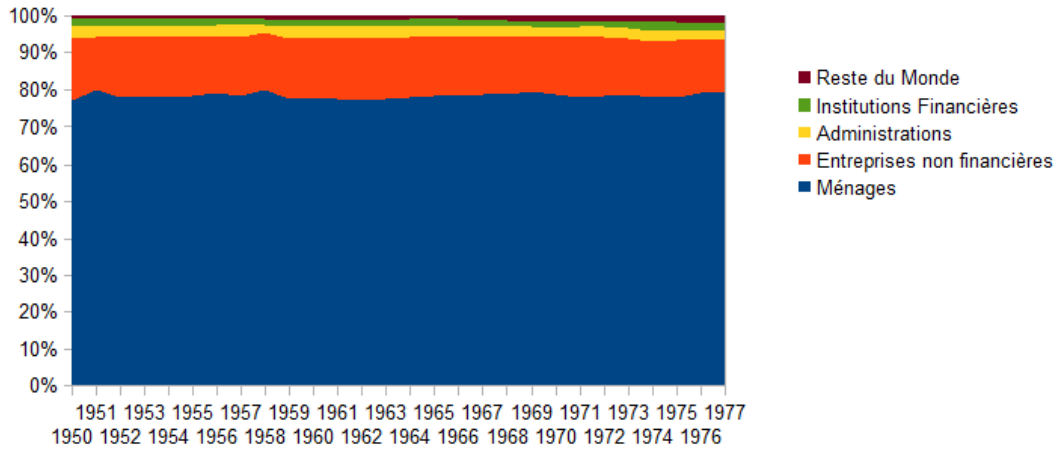


FIGURE 2.8 – Source : INSEE(1981)

Détention d'effets de commerce et comptes débiteurs  
% du PIB

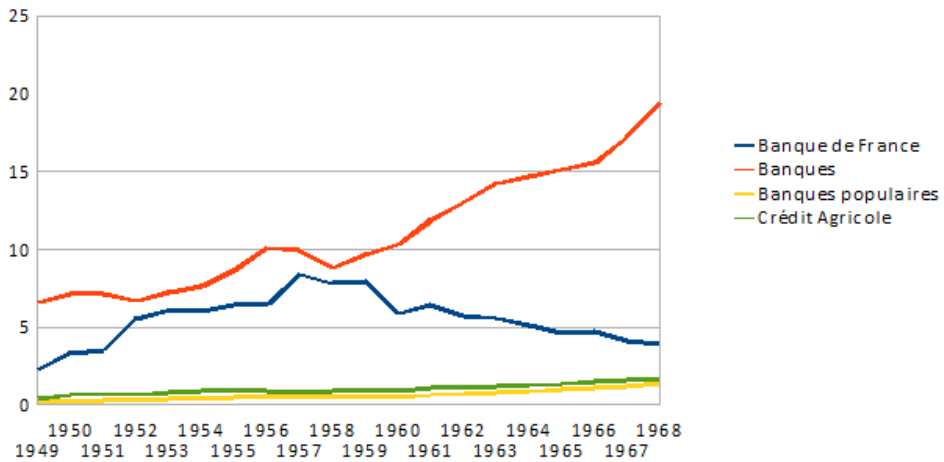


FIGURE 2.9 – Source : Rapports du CNC.

Décomposition du portefeuille des titres de la Banque de France

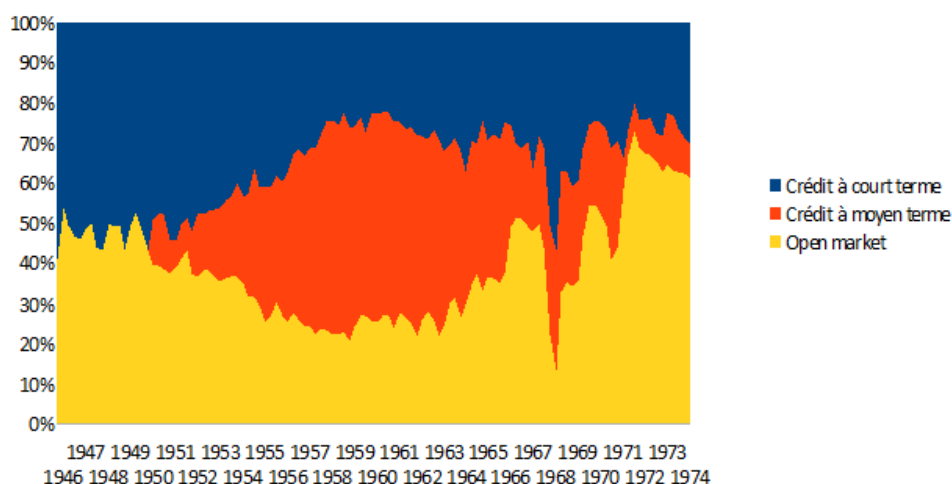


FIGURE 2.10 – Source : Situation hebdomadaire de la Banque de France, ANNHIS.

qui relève du crédit « public » ou du crédit « privé » ; les bilans révèlent souvent plus les normes comptables que la nature des financements. Comme il est reconnu par les acteurs de l'époque, il est toujours possible à l'État de demander momentanément à un de ses « satellites » (CDC, Crédit Foncier etc.) de lui prêter de l'argent qui peut provenir en partie de prêt de la Banque centrale. L'existence même de ce que l'on appelait le « circuit » faisait que la Banque centrale était une institution comme une autre au milieu d'un système dont le but ultime était que l'argent dépensé par l'État revienne dans les caisses du Trésor par le moyen d'achat de bons ou de prêts directs d'établissements publics.

La seconde raison est que le Trésor avait tout intérêt à profiter de cette situation pour minimiser ses difficultés financières et les cacher aux yeux du public. Ainsi, pendant l'ensemble des Trente Glorieuses, seulement une partie du financement direct de la Banque centrale au Trésor apparaît officiellement dans les bilans de la Banque centrale sous la dénomination d'avances (et parfois d'achats de bons du Trésor)<sup>170</sup>. Cette situation fut régularisée à la fin de l'année 1973 lors

170. Patat et Lutfalla (1986) ne prennent pas en compte ces financements.



Composition des actifs de la Banque de France,  
1945-1974

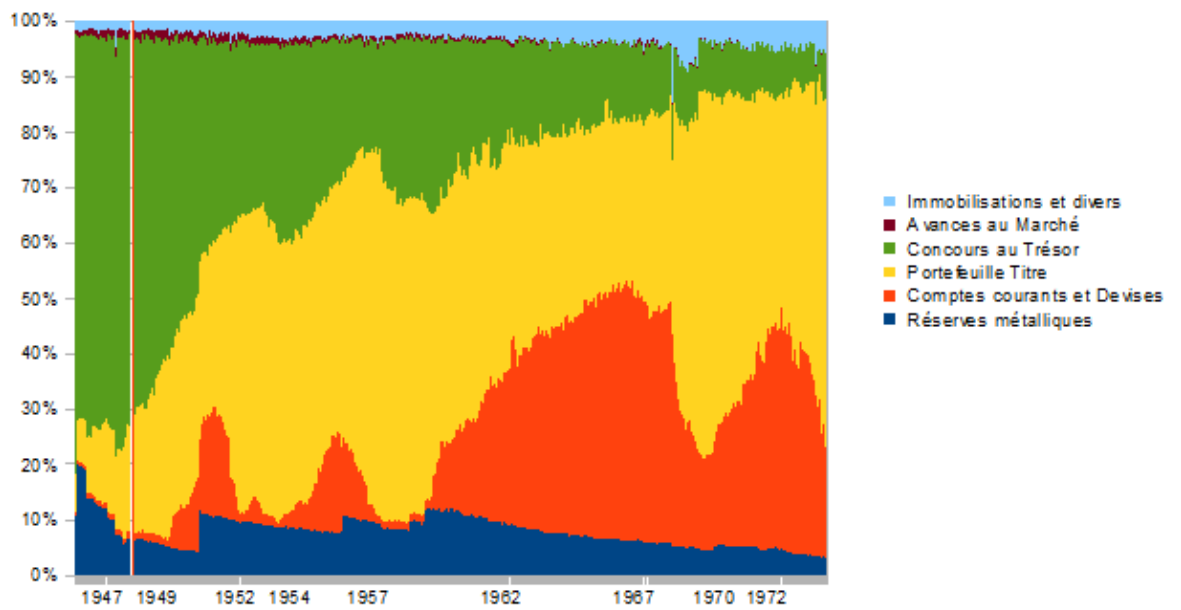


FIGURE 2.11 –

Source : Situation hebdomadaire de la Banque de France, ANNHIS.

Note : le poste “Concours au Trésor” est celui officiellement reporté dans le bilan de la Banque de France, il ne contient donc pas les concours inclus dans le “portefeuille de titres”, cf. annexe 2.

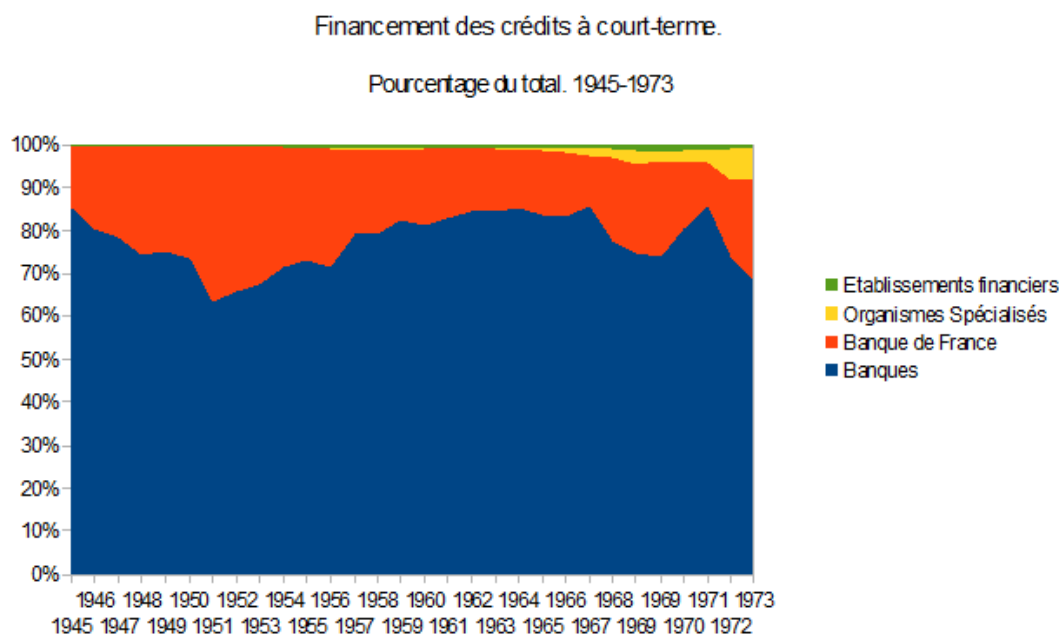


FIGURE 2.12 – Source : rapports du CNC.

de l'application des nouveaux statuts de la Banque de France dont un des objectifs était justement de rendre plus lisibles aux yeux du public ces « concours au Trésor ». La limite des avances à l'État fut alors fixée officiellement à 20,5 milliards de francs. Au sein de ces 20,5 milliards, 10,5 correspondent à la limite précédente des avances directes à l'État à un taux d'intérêt nul. Les 10 autres milliards correspondent à une évaluation du maximum accepté de ce qui était auparavant caché au public mais qui s'effectuait à un taux d'intérêt positif au moyen du réescompte. L'objet de la loi de 1973 est donc de « moderniser » l'État et la gestion des finances publiques en la rendant plus transparente tout en garantissant un financement monétaire (en valeur nominale) au moins équivalent à ce qui prévalait précédemment.

Les statuts de 1936 avaient bien précisé que la Banque de France ne pouvait réescompter des effets à court terme du Trésor (3 mois) que lorsque ceux-ci étaient présentés par des banques et non par le Trésor public. La Banque conservait des effets publics pour échanger sur le marché monétaire mais non comme un moyen

Financement des crédits à moyen-terme mobilisables.

Pourcentage du total. 1945-1973.

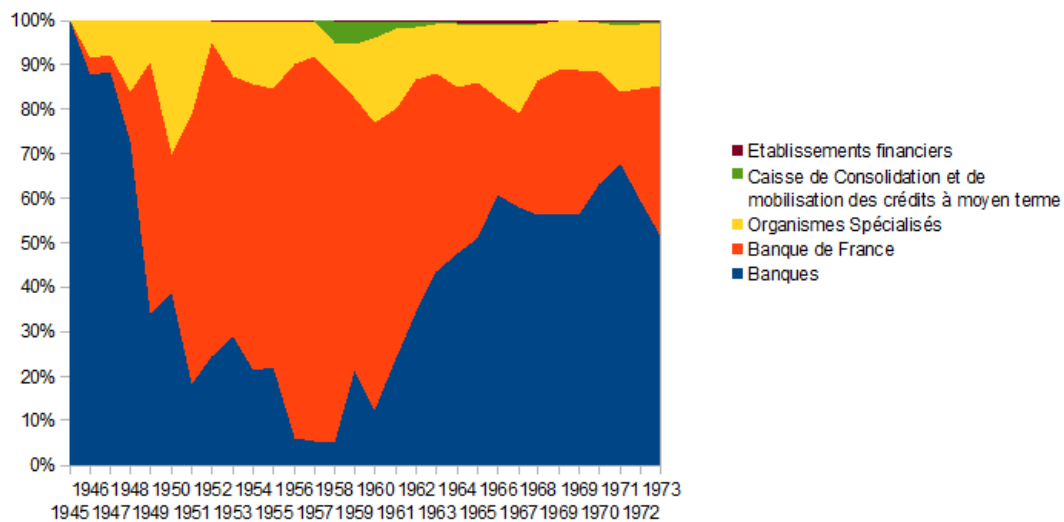


FIGURE 2.13 – Source : rapports du CNC.

Financement des crédits à moyen-terme (non mobilisables) et à long-terme.

Pourcentage du total. 1945-1973.

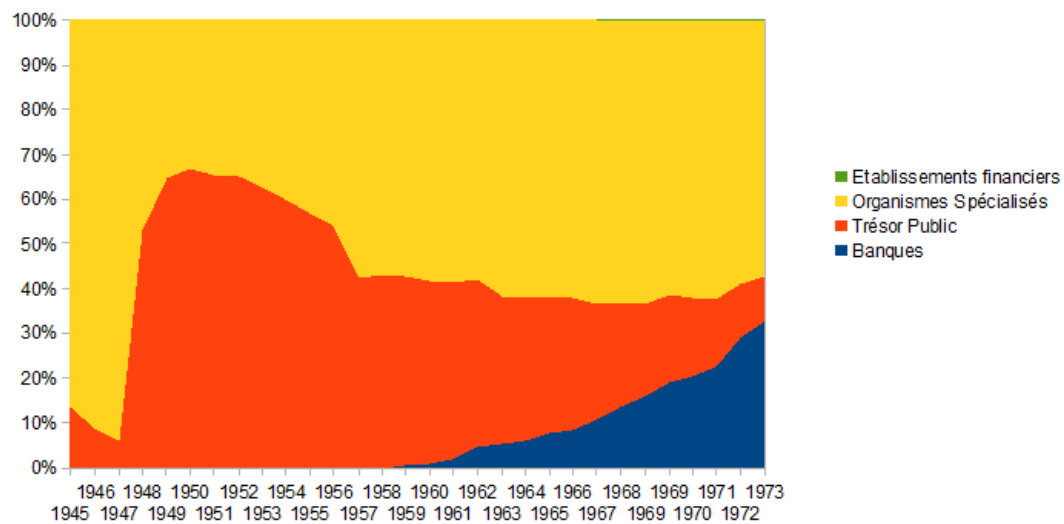


FIGURE 2.14 – Source : rapports du CNC.

important de financement de l'État.

La partie « cachée » du financement de l'État se composait essentiellement de deux types de crédit : les obligations cautionnées et les prêts à la construction de la Caisse des dépôts et consignations (CDC). La mobilisation par la Banque de France de ces titres offrait un crédit direct au Trésor. Les obligations cautionnées étaient des traites accordées par le Trésor à des entreprises en règlement de certaines taxes (au lieu de payer l'impôt, les entreprises achètent cette obligation ce qui constitue donc un prêt au Trésor). Elles existaient depuis 1875 mais leur généralisation ainsi que leur utilisation systématique par le Trésor et la Banque de France pour le financement de l'État date de 1947. L'utilisation des prêts à la construction relève quant à elle d'un accord tacite entre le Trésor et la Caisse des Dépôts : quand la Banque de France réescompte ces prêts, les Fonds dégagés étaient directement déposés par la CDC au compte courant du Trésor. Un maximum à l'utilisation de ces fonds était fixé tacitement entre les deux institutions et fut variable au cours de la période avant de s'établir à 4,5 milliards de Francs à la fin des années 1960.

Jusqu'en 1964, ces titres n'apparaissent pas nommément dans la situation hebdomadaire (le bilan) de la Banque de France qui est rendue publique. La justification de cette pratique se trouve très clairement exprimée par le Gouverneur au sein du Conseil de la Banque en 1949 au moment où s'établit la nouvelle présentation de la situation hebdomadaire et où il est décidé de ne pas isoler ces effets des autres « effets escomptés » dans la présentation du bilan de la Banque. Cette mesure a paru préférable « pour répondre à certaines préoccupations du Trésor. Les obligations cautionnées, simples engagements souscrits par des catégories de redevables, sont depuis toujours un mode normal de paiement de taxes et impôts, et depuis toujours aussi ont été admises aux escomptes de la Banque. Il n'en reste pas moins que le nom et la chose sont à peu près totalement ignorés du public. Le Trésor craint donc que si les opérations, encore une fois absolument courantes, que représentent ces titres, donnaient lieu à l'ouverture d'une ligne spéciale, certains commentateurs ne prétendent qu'elles constituent un concours direct à la trésorerie. »<sup>171</sup>

---

171. ABF, PVCG 29 décembre.

Mais, quelque fut la sincérité avec laquelle cette décision avait été prise, il fut rapidement reconnu à la Banque de France et au Trésor que le réescompte des obligations cautionnées correspondaient bien à un financement direct du Trésor et c'est ainsi qu'elles sont présentées au cours de toute la période dans les discussions au sein du Conseil Général de la Banque. Laure Quenouëlle-Corre (2000) a bien étudié leur utilisation par le Trésor et montré comment l'existence de ce financement se fondait sur la méconnaissance du public. Pour reprendre ses mots : «Un circuit de financement du Trésor reste cependant à l'écart des critiques extérieures et pour cause : il faut être de la « maison » pour connaître et comprendre le système des obligations cautionnées ! » (p.426) .

En 1964, à l'occasion d'une restructuration générale de la présentation du bilan de la Banque il est décidé de distinguer les « obligations cautionnées » des « effets escomptés en France » et les « prêts à la construction » des « effets de crédit à moyen terme ». Cette opération, proposée par la Banque et acceptée par le Trésor s'effectue « dans un souci de clarté » et en raison du fait que l'utilisation des obligations cautionnées s'est généralisée et n'est plus seulement un moyen d'aide en temps de crise<sup>172</sup>. En 1963-1964, le financement de la Banque de France au Trésor en pourcentage du PIB est en effet faible en comparaison de la décennie précédente mais la proportion des obligations cautionnées et des prêts à la CDC en constitue toujours une part importante (figure 17).

De 1964 à 1971, le financement de l'État par la Banque de France est donc toujours morcelé et quelque peu crypté mais son montant est accessible au public pour qui veut prendre la peine de lire et comprendre les bilans de l'Institut d'émission.

La situation change en 1971 lorsque la Banque de France décide de recourir plus systématiquement au marché monétaire et ainsi de fixer son taux d'escompte au-dessus du taux prévalant sur ce marché. La Caisse des dépôts décide alors de nourrir elle-même les effets de construction à moyen terme plutôt que de les réescompter à la Banque de France, mais la Banque achète alors des effets à moyen terme de la CDC sur le marché monétaire ce qui, de l'aveu du Gouverneur, relève

---

172. ABF, PVCG, séance du 20 février 1964.

uniquement d'une substitution d'un prêteur à un autre et n'a donc pas d'influence sur la liquidité bancaire et le montant des disponibilités au Trésor, tout en permettant à la CDC de bénéficier d'un taux plus avantageux. L'utilisation sur le marché monétaire des effets à moyen termes des organismes publics par la Banque de France a été permise par la loi de 1966 (cf. *supra*, section 4.3 ). La catégorie « prêts à la construction » du bilan de la Banque se vide donc presque entièrement et les fonds de la CDC disponibles pour le Trésor entrent donc alors dans la catégorie « effets publics »<sup>173</sup>, sans qu'il soit possible de les distinguer des effets des autres organismes de crédit ou des bons du Trésor. Le réescompte des prêts à la construction ne s'arrête toutefois pas complètement et résulte par la suite d'un arbitrage de la CDC entre les conditions du marché monétaire et celles du réescompte. Ce poste subit donc des variations très abruptes et importantes en fonction de ces conditions. Devant la complexité de ces opérations, la Banque de France prend l'habitude de considérer que les fonds de la CDC disponibles pour le Trésor sont égaux à 4,5 milliards, c'est à dire le montant tacite fixé entre ces deux derniers organismes. Mais il devient très difficile de savoir quel montant est effectivement utilisé par le Trésor. Ces difficultés, qui découlent directement des réformes de 1966 et, surtout, de la nouvelle politique de la Banque sur le marché monétaire, furent donc une des principales motivations de la simplification des relations financières entre Trésor, CDC et Banque de France en 1973.

Cette brève description de l'évolution des moyens monétaires de financement direct du Trésor et de leur apparition dans la situation hebdomadaire de la Banque de France rend évidente la difficulté de fournir une estimation précise de ces montants. Seule les situations hebdomadaires publiées pendant la période 1964-1971 permettaient en effet au public (et donc aujourd'hui au chercheur) d'avoir une évaluation correcte des prêts accordés par l'Institut d'émission au gouvernement.

Pour contourner ce problème nous avons tenté de retrouver les distinctions opérées en interne au sein de la Banque et cachées au public. Ces distinctions au sein des postes « effets escomptés » et « crédit à moyen terme » n'étaient pas accessibles en permanence aux membres du Conseil général de la Banque et

---

173. ABF, PVCG, séances du 18 février et 11 mars 1971.

elles n'étaient pas regroupées systématiquement dans un même type de document détenu par un même service, mais étaient tout de même assez régulièrement présentées au cours des séances du Conseil. Nous avons donc procédé à une recherche systématique des mentions des obligations cautionnées et des effets à moyen terme ou prêts à la construction de la CDC au cours de cette période. Cette méthode crée automatiquement un biais de sélection car ces montants sont beaucoup plus fréquemment évoqués et discutés lors des crises de trésorerie du gouvernement. En outre, les variations de ces montants sont plus souvent mentionnées que leurs niveaux, sans qu'il soit toujours possible de retrouver ces derniers pour les périodes précédentes. Toutefois, nous avons réussi à obtenir au moins une occurrence des montants du solde des obligations cautionnées et des concours à la CDC par trimestre pour l'ensemble de la période. Cela permet donc de construire une série trimestrielle de l'endettement du Trésor à la Banque de France, c'est à dire de l'utilisation par le premier de ses disponibilités.

Cette estimation est toutefois très imprécise pour deux raisons. Tout d'abord, ce ne sont par définition que des stocks à un moment donné qui ne peuvent donc prendre en compte les flux à court terme soldés entre deux points. Ces flux sont potentiellement importants pour les obligations cautionnées qui étaient en priorité utilisées par le Trésor pour obtenir de la liquidité à court terme de la part de la Banque. Ainsi, notre méthode tend à sous-estimer le montant des obligations cautionnées utilisé par le Trésor. Deuxièmement, il est impossible d'estimer exactement les montants de l'utilisation du financement par la CDC car, avant 1964, nous avons uniquement le total des effets réescomptés à la Banque de France par la CDC (et non les « prêts à la construction ») et de 1971 à 1973 nous n'avons plus leur montant exact et les crédits des prêts à la construction ne sont plus utilisés systématiquement. En considérant l'ensemble des effets de la CDC réescomptés avant 1964, nous surestimons donc le financement monétaire du Trésor. Les réformes de 1964 et 1973 nous permettent de voir qu'à ces dates, 85% et 75% des effets à moyens terme de la CDC réescomptés à la Banque de France étaient des prêts à la construction escomptés pour le compte du Trésor ; ces proportions étaient sans doute à même de varier fortement en fonction du déficit public. Quant à la

période 1971-1973, nous sommes seulement en mesure de fournir une fourchette : le montant exact du financement du Trésor par les prêts de la CDC se situe entre le montant reporté des prêts à la construction et le montant maximum de 4,5 milliard. En choisissant de considérer ce maximum, notre méthode tend donc à surestimer l'utilisation des prêts de la CDC par le Trésor.

Enfin, une évaluation complète de l'endettement du Trésor auprès de la Banque centrale, implique également de prendre en compte le poste « comptes courants postaux » qui est quant à lui visible dans la situation hebdomadaire de la Banque de France au cours de l'ensemble de la période.

Il s'agit du compte de l'Administration des postes auprès de la Banque centrale, principalement important dans les succursales. Il s'agit donc bien d'une créance de la Banque contre l'État mais ces comptes sont soldés à la fin de chaque semaine et le Trésor n'a pas la possibilité de les utiliser comme moyen variable de financement car il ne peut décider de leur montant sinon en contraignant l'activité de la Poste... S'il convient de prendre en compte ce poste pour fournir une évaluation complète de l'endettement du Trésor à un instant donné, on ne peut en tirer de conclusion politique générale. Sa part dans le bilan de la Banque évolue d'ailleurs peu pendant la période.

Les séries que nous proposons sont donc trop imprécises pour servir à une analyse économétrique rigoureuse portant sur le déficit de l'État mais elles permettent néanmoins d'avoir une idée de la part du financement du gouvernement par la Banque centrale constituée par ces moyens pas ou peu connus du public. Comme le suggèrent les nouveaux montants des avances proposés dans la loi de 1973, il apparaît en effet que les obligations cautionnées et les prêts à la construction peuvent constituer la moitié du financement monétaire du Trésor pendant les Trente Glorieuses. Avant 1973, utiliser uniquement les séries présentes dans la catégorie « concours au Trésor » de la situation hebdomadaire de la Banque de France<sup>174</sup> revient donc à laisser de côté la moitié de ce qu'étaient réellement les « concours au Trésor »...

---

174. La situation hebdomadaire de la Banque de France est disponible en ligne de 1894 à 1974 (base ANNHIS) sur le site de la Mission Historique de la Banque de France.



Le graphique 15 montre en effet que les obligations cautionnées et les prêts de la CDC constituent fréquemment entre 30% et 50% des concours directs à l'État. Ces modes de financement prennent véritablement leur essor dans la première moitié des années 1950, lorsque les aides du Plan Marshall et du FMI s'arrêtent. Elles atteignent un maximum lors de la crise budgétaire de 1957-1958 en dépit de l'octroi d'une nouvelle avance directe par la Banque de France en juillet 1957. Leur proportion demeure ensuite stable au cours des années 1960 jusqu'à la décision de 1973. Ainsi, alors même que les années 1960 voient s'établir une baisse notable du financement du déficit public par la Banque centrale, les moyens alternatifs aux avances directes s'institutionnalisent.

La reconstruction de cette série permet donc d'avoir une idée plus juste du financement monétaire du déficit public au cours des Trente Glorieuses. Les figures 17 à 19 confirment que l'année 1958 constitue bien une rupture importante comme l'avait montré les travaux de Laure Quenouëlle-Corre (2000, chp.6 et 8) sur la politique du Trésor. Non seulement la dette baisse et le ratio dette/PIB s'établit systématiquement sous les 20% pendant les années 1960, mais la part de la Banque de France dans le nourrissement de la dette fléchit de manière importante, laissant ainsi plus de place aux marchés financiers. Pendant les années 1950, 28% de la dette française en moyenne est financée par la Banque d'émission et ce chiffre est de 16% au cours de la période 1960-1973. Ces chiffres correspondent respectivement à 7% et 3% du PIB environ. Et si les prêts au gouvernement constituent la majeure partie de l'activité de la Banque de France dans les cinq années de la reconstruction après la fin de la Seconde guerre mondiale, ils ne constituent plus que 40 - 50% des actifs de la Banque centrale dans les années 1950 et entre 15 et 30% dans les années qui suivent. Si la Banque de France est bien le principal créancier du Trésor, sa fonction ne se limite pas à cela.

Une dernière remarque concerne la loi de 1973. Il est clair que le plafond de 20,5 milliards d'avances fixé à cette date ne constitue en rien un frein ou une diminution importante des avances à l'État par rapport aux années précédentes. Il est même supérieur aux disponibilités utilisées réellement par le Trésor au début des années 1970. Dans les graphique 18 et 19, le chiffre de l'année 1974 est égal à ce montant

afin d'établir une comparaison entre ce maximum et les utilisations des années précédentes. Toutefois, étant donné l'inflation à deux chiffres des années 1970, il est évident que ce plafond put apparaître bien faible au début des années 1980 en pourcentage du PIB en comparaison des Trente Glorieuses, même si l'inflation permettait par ailleurs de diminuer la valeur réelle de la dette publique. Cela explique sans doute en partie les nouvelles demandes d'avance du gouvernement à la Banque en 1981 (Duchaussoy 2011).

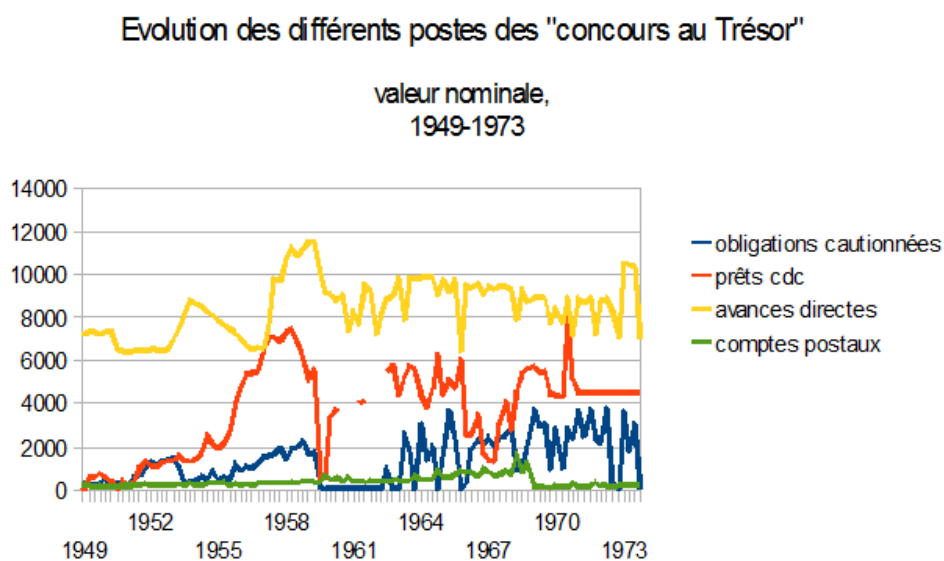


FIGURE 2.15 –

Sources : PVCG et ANNHIS, calculs de l'auteur. Les vides dans la série des obligations cautionnées au début des années 1960 signifient que cette disponibilité n'est pas utilisée par le Trésor.

Part des différents moyens de financement du Trésor par la Banque de France

% du total des "Concours au Trésor" 1949-1973

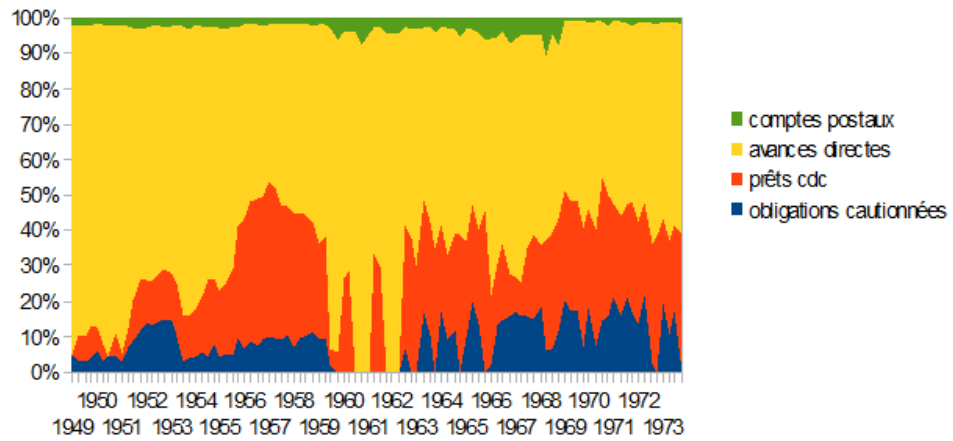


FIGURE 2.16 – Sources : PVCG et ANNHIS, calculs de l'auteur.

Concours de la Banque de France

% du PIB

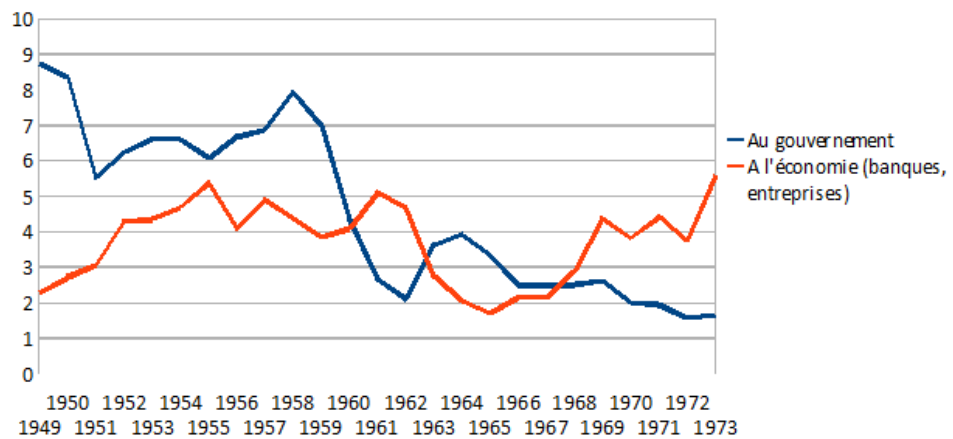


FIGURE 2.17 –

Concours au Trésor en proportion des actifs de la Banque de France.  
 Actifs de la Banque en proportion du PIB.  
 1949-1974

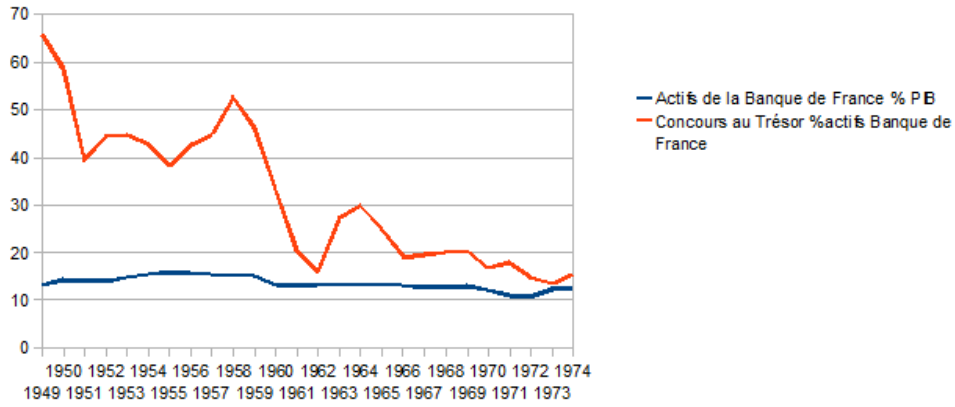


FIGURE 2.18 –

Montant des "concours au Trésor" de la Banque de France  
 en proportion de la dette publique et du PIB  
 1949-1974

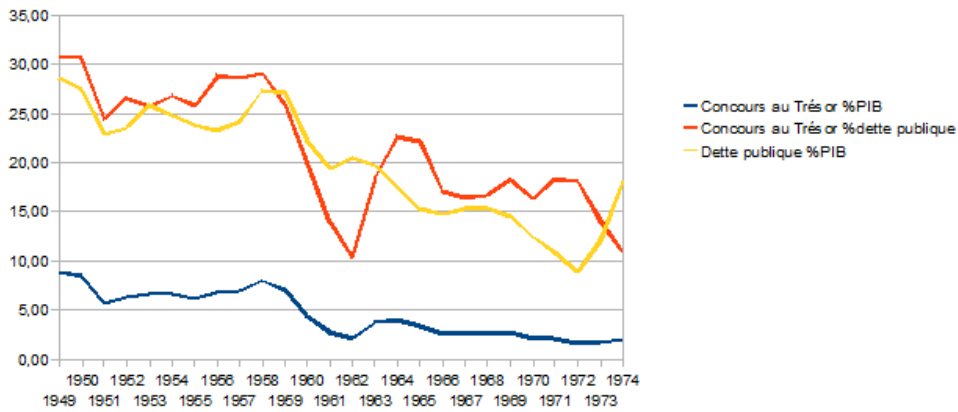


FIGURE 2.19 –

## 2.8 ANNEXE 3 : Décision de caractère général

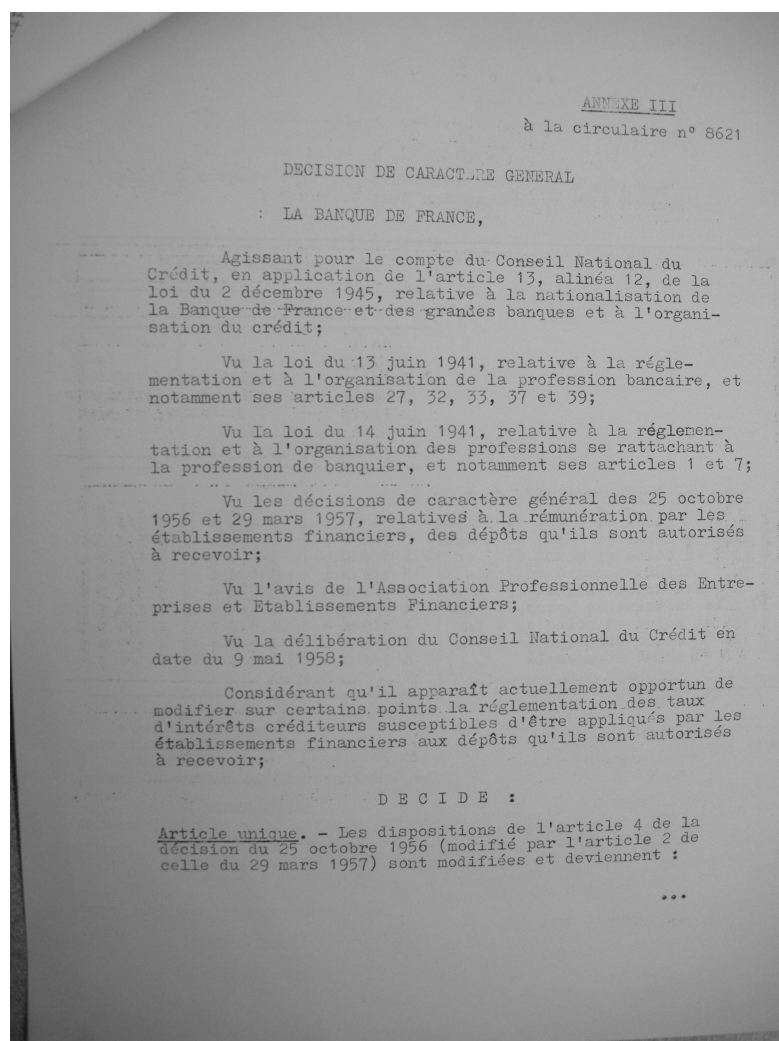


FIGURE 2.20 – Exemple de préambule d'une Décision de caractère général.

## 2.9 ANNEXE 4 : Archives et sources statistiques

### Archives principales utilisées à la Banque de France

- *Procès verbaux (PVCG) du Conseil Général.*
- *Rapports du Conseil National du Crédit*
- *Fonds du Conseil National du Crédit, n°1427200301.*
- *Fonds de la Direction Générale du Crédit, sous Fonds Cabinet, n°1331200301.*
- *Fonds de la Direction Générale du Crédit, n°1331200807*
- *Fonds de la Direction Générale de l'escompte, n°1360200701*
- *Fonds de la Direction Générale des Etudes, Direction des analyses et statistiques monétaires, n°1417200405.*
- *Fonds de la Direction Générale des Etudes, n°1397200602.*
- *Fonds de la Commission bancaire, n°1740200701.*
- *Fonds du Service d'études économétriques et de recherche, n°1404200701.*
- *Fonds de la Direction du marché monétaire et Direction des Interventions monétaires, n°1332199101, n°1361198802.*
- N.B : dans le texte, nous indiquons le numéro du Fonds suivi du numéro de la boîte.

### Données

- Situation hebdomadaire de la Banque de France : base ANNHIS  
*<http://www.banque-france.fr/fr/instit/histoire/annhis/html/idx-annhis-fr.htm>.*
- Rapports du Conseil national du crédit



# Monetary policy without interest rates. Quantitative controls in France 1948-1973.

---

“By the middle of 1950, in the comparatively hopeful days before the Korean crisis, France had attained reasonable internal stability and had approached an acceptable international balance. In the rehabilitation and stabilization of the French franc, credit controls have been an essential instrument, but France’s experience with them has remained almost unnoticed on this side of the Atlantic.”

M.A.Kriz, *American Economic Review*, 1951.

“There is no case, whatsoever, for direct controls on credit”.

1

Milton Friedman, 1980

Recent central bank interventions have raised new concerns about the use of quantitative instruments as devices for monetary policy. Yet this creates a great uncertainty about the future of monetary policy’s effectiveness and raises questions about the possibility to use credit controls or other quantitative tools when inflation strikes back. But it is often forgotten that quantitative controls have been the main instruments of monetary policy for decades in Western Europe, Japan and East Asia after WWII, during the period of highest growth ever experienced by these countries. Many countries, prominently China, still use them today.

---

1. Quoted in Batini and Nelson (2005), p.57.



These monetary policy experiments are nevertheless widely absent of the standard literature on the effects of monetary policy. The first explanation of such a neglect is the widely held view that inflationary fiscal Keynesian-type policies were the main determinants of the business cycle in the three decades following WWII, whereas monetary policy was either inexistent or ineffective. A second explanation is that usual econometric methods take for granted that the interest rate is the main instrument of monetary policy and then fail to account for the peculiarity of unconventional policies. We thus lack tools to compare the effectiveness of these policies to standard results about conventional monetary policy such as the ones collected in the classical papers by Sims (1992) and Christiano, Eichenbaum and Evans (1999) using the SVAR (Structural vector autoregression) framework.

French postwar monetary policy from 1948 to 1973 was a paradigmatic example of the use of temporary quantitative credit controls that negated almost completely a role for interest rates.<sup>2</sup> But, as for similar policies in history, we have neither a comprehensive account nor a quantitative evaluation of its effects. Such a policy was associated with an average GDP growth rate of 4.8% over the period and an average inflation rate of 5%.<sup>3</sup> The very high volatility of inflation during this period (ranging from less than 1% in 1953 and 1954 to 15% in 1957) suggests that monetary policy could have played an important role in avoiding much higher inflation rates. This paper thus proposes to characterize this quantitative policy and to estimate how it affected real and nominal variables.

The first contribution of this paper is to show that combining a *narrative approach* (following Romer and Romer 1989, 1994, in the spirit of Friedman and Schwartz, 1963) with vector autoregressions (VAR) is necessary to study the ef-

---

2. In a authoritative survey of credit controls in western Europe, Hodgman (1973, p.138.) writes that the experience of credit controls were very diverse across countries. "In Germany interest rate policy and indirect instrument of monetary policy were already strongly upheld. The Netherlands and the United Kingdom occupied an intermediate position. Only in Belgium, Italy and France credit controls were fully accepted and extensively applied in practice."

3. As shown by Bordo and Schwartz (1999), this period - mainly under the Bretton Woods system - corresponded to a monetary regime with very good performances compared to historical standards.

fects of monetary restrictions when monetary policy is not conducted primarily through interest rates. In so doing, I stress methodological requirements that are necessary to apply the narrative approach to other contexts than the US history. I especially show the importance of taking into account the duration and the potential endogeneity of monetary restrictions.

The second contribution of the paper is to highlight the importance of monetary policy in the European Golden Age of growth after WWII. Up to now, the literature has mainly considered fiscal policy and productivity shocks as the main factors explaining business fluctuations in Western Europe during the period which preceded the Great Inflation (Carré, Dubois, Malinvaud, 1972, Cooley, Ohanian, 1997, Battilossi, Foreman-Peck, Kling 2009). I emphasize that a proper measurement of monetary shocks shows that monetary and credit policy also mattered. Because of the lack of an appropriate measure, no previous study had provided econometric estimations of the effect of French monetary policy over the period.<sup>4</sup> While the effectiveness of monetary policy through quantitative controls is debatable and unclear from a theoretical point of view, French postwar policy offers an interesting case of study. I find that the actions taken by the Banque de France over this period explain around 40% of the variance of industrial production and the price level. The ability to control banks and to avoid substitutability between assets was crucial to the implementability of such a policy.

Can quantitative monetary policy instruments have an effect on the economy? From a theoretical point of view, we need to distinguish whether the quantitative instruments affect directly either the banking loans (credit) or the money supply.

---

4. Among the authors that previously dealt with the effects of monetary policy in France, Sims (1992) estimated a VAR on French data from 1966 to 1990 and found a very strong price puzzle and a long delay of the response of production to innovations on the interbank (call) rate. He did not attempt to restrict the sample to the pre Great inflation period. Using also a VAR approach, Bruneau and De Bandt (1999) chose 1972 as their starting date. Mojon (1998) chose 1986. In their study of international monetary policy reaction functions, Clarida et al. (1998) used French data starting 1986. In all these studies, the difficulties that arise using the interest rate as a measure of monetary policy - rather than the lack of data - probably motivated the choices of the sample.

Friedman (1969, p.75) stresses the point that this distinction is fundamental although it is often neglected in monetary models. Credit controls can be appealing since they can affect negatively output and prices while decreasing interest rates on money and bonds (Bernanke and Blinder, 1989). But they may create an adverse monetary expansion because of assets substitution (Tobin, 1970, Davis, 1971), or even have no effect at all on output if the LM curve is vertical (Friedman, 1969). Hence the need to combine both types of instruments : controls on credit and on money.

For practical purpose, I will nonetheless use the term “monetary policy” in the remaining of the paper to refer to the whole set of central bank operations (including both direct actions on credit and on the stock of money). However, the two kinds of instruments, and possible channels of transmission, will be distinguished in the analysis.

The Banque de France indeed combined quantitative controls on money and credit, rather than relying on interest rates. Credit controls included discount ceilings and, starting 1958, limits on credit expansion. Controls on the money supply (or liquidity controls) included minimum reserves requirements (on Treasury bonds, on medium term credit and then obligatory reserves starting 1967). The evolution of both kinds of instruments aimed to avoid the risk of circumvention of the controls by banks. The quantitative instruments kept adapting to the changing financial system. Some were used only during one restrictive episode, over 2 or 3 years. As a whole, I have counted at least 13 different quantitative instruments used by the Banque de France between 1948 and 1973.

Such characteristics of monetary policy are challenging for the econometrician who wishes to construct a measure of quantitative monetary policy over a long period. Building an index of several instruments is made too difficult by the impossibility to weight the importance of each of them and, most of all, by the fact that most of them are discontinuous and were used over a part of the period only. Furthermore, using interest rates or spreads would lead to inconsistent results since the aim of quantitative credit ceilings is by nature to distort or to downplay the role of prices in the allocation process (McKinnon 1973, van Wijnbergen 1983, Fa-

rahbaksh and Sensenbrenner 1996, Demetriades and Luintel 2001, and chapter 4).<sup>5</sup> Using the money supply as a measure of monetary policy would also be unsatisfactory since it would miss the potential direct short term effects of credit controls on production (Romer and Romer 1994a). As a consequence of these difficulties, there is a lack of econometric estimations of the impact of monetary policy in countries that use quantitative controls. Hence, comparisons with the conventional interest rate policy are absent.<sup>6</sup>

However, there exists an alternative to measuring monetary policy with single series (such as interest rates or borrowed reserves). This alternative method, called *narrative approach*, was pioneered by Friedman and Schwartz (1963) and then integrated to an econometric framework by Romer and Romer (1989). The main feature of this method is to identify monetary policy shocks using narrative evidence on the intentions and instruments of policymakers. While the initial insight of the Romers' work was to find an exogenous measure of monetary policy, the narrative approach also proved very useful to take into account much more information about policy than a single statistical series (Romer and Romer 1989, Boschen and Mills 1995). Recent work has also been devoted to show that VAR techniques and the narrative approach are actually compatible in various ways. Christiano et al. (1999) among others, showed that using narrative measures of monetary policy shocks ("the Romer dates" or "the Boschen and Mills index") led to results that are close to the ones of a SVAR with interest rates or borrowing reserves.<sup>7</sup> But we have many reasons to believe that this result is actually very peculiar to the US case since the United States is the only country which has almost always used open market operations and interest rates as its main instruments of

---

5. More generally, the use of quantity controls characterize second-best equilibria when the price mechanism is not sufficient to reach the first best equilibrium (cf. Weitzman 1974, Guesnerie and Roberts 1984).

6. Comparing the effects of monetary policy in Honk Kong, Taiwan and China, Mehrotra(2007) is only able to conclude that "in China, interest rates have not been an important monetary policy tool and neither exchange nor interest rate shocks influence significantly price developments."

7. The narrative and VAR measures of fiscal policy had also been compared by Favero and Giavazzi (2010) and Ramey (2011).

monetary policy.<sup>8</sup>

This paper argues that measuring and identifying monetary policy with a narrative approach is the only way to give a proper account of the monetary policy stance when quantitative controls are used. It thus should be relevant for the history of many countries. To my best knowledge, this is the first study that extends Romer and Romer's narrative approach in a similar way (notably using a dummy variable in a auto-regressive estimations) to another country than the United States in order to estimate the impact of quantitative controls or an unconventional monetary policy.<sup>9</sup>

A strong requirement of the narrative approach is that the measure of monetary policy, even though it takes into account many instruments, must describe restrictive episodes of a similar nature. In other words, it is context specific. In this paper, what will be measured are temporary quantitative controls (on credit and on money) implemented to fight inflation and to solve balance of payments problems. Such a policy has been implemented between September 1948 and September 1973 only. Before 1948, only qualitative controls and the discount rate were used. At the end of 1973, after the first oil shock, the nature of French monetary policy changed. Quantitative credit controls remained permanent but looser (often non binding) until the mid 1980s, and interest rates started to play a more important role. This hybrid system is different and would require another identification of monetary policy shocks.

Relying on archives of the Banque de France, I construct a dummy variable that takes the value one when temporary quantitative controls were tightened or imposed in order to make monetary policy restrictive. In contrast to the Romer and Romer (1989) methodology, my method is able to take into account the duration

---

8. The Volcker disinflation from 1980 to 1982 used mainly reserves. This change in the policy main instrument can create some measurement problems if we use interest rates, cf. Bernanke and Mihov (1998) and Coibion (2011).

9. Tsatsaronis (1995) used narrative indices of restrictive monetary policy to study the credit channel in Germany, England, Japan and the US from the 1970s to the early 1990s. He relied on secondary sources only, did not investigate the impact on prices and did not draw conclusions for the narrative methodology. He did not discuss the potential effect of credit controls.

of the monetary policy restrictions. Since the duration of controls is endogenous to most of the economic variables (as highlighted by narrative evidence and statistical tests), the dummy is introduced as endogenous in a VAR. This follows a recommendation by Leeper (1997) and common practice (Gertler Gilchrist 1994, Carlino and De Fina 1998, Ramey 2011). The narrative evidence provide justifications for an appropriate Cholesky decomposition : policy-makers knew only lagged values of the nonpolicy variables (the dummy variable is thus ordered first in the VAR).

SVAR estimations using the narrative measure show that monetary policy influenced significantly and importantly French business cycle and inflation. It accounts for around 40% of the variance of production and prices and lower their level by 5% after 20 months. The striking result is that the impulse response functions of production, prices, money and unemployment show a pattern very similar to standard VAR studies of monetary policy despite the sample, the country, the type of monetary policy and the identification method being all quite different. The impact on money and production is immediate while the impact on unemployment is delayed (as an evidence of labor market rigidities). The impact of a restrictive shock is maximum after around 20-25 months as usually found in the VAR literature. Contrary to most studies (Sims 1992, Christiano et al. 1999, among others), there is no price puzzle. Interestingly, I find a strong price puzzle and a lag in the response of production to a monetary policy shock only when the duration of monetary policy restrictive episodes is not taken into account.

On the other hand, using the discount rate or the money market rate in a VAR does not show any significant and consistent response of nominal and real economic variables. There was a total disconnection between quantities and prices.

These results shed light on the fact that monetary policy was not absent during the French postwar period.<sup>10</sup> They show that quantitative controls can actually

---

10. The idea that monetary policy played a minor role during the postwar “Keynesian consensus” in Europe is notably due to the influence of the Radcliffe Report written in 1959 by British prominent Keynesian economists. This report refuted the quantity theory of money, casted doubt on the effectiveness of monetary policy on short-term fluctuations, and consequently stated that the role of central banks should be limited to avoid distorting the structure of interest rates (Kaldor 1960, Batini and Nelson 2005). On the other hand, studies of US monetary policy state

be effective to decrease output and prices. Furthermore, whatever the instruments used, an appropriate identification of monetary policy shocks display very standard and common results. It pushes further the case for the combination of VAR methodology and the narrative approach to bring robust stylized facts useful for the construction of business cycles models. This investigation of French postwar monetary policy can also be seen as a radical example of the “liquidity puzzle” (the link between the money base and the interest rate is broken).<sup>11</sup> Without any liquidity effect we nevertheless obtain standard impulse response functions. And monetary policy still does matter indeed.

**Section 2** provides a simple model of monetary policy through quantitative controls and explains how and why such controls can be implemented. It concludes in explaining why only a “narrative approach” can account fully for such a policy. **Section 3** discusses the methodological issues of the narrative approach. **Sections 4 and 5** applied the narrative approach. The historical evidence are presented and contractionary episodes are defined. I then justify the structural identification in the VAR. **Section 6** presents the results of the VAR estimations, discusses their implications and provides robustness checks and alternative specifications.

## 3.1 Quantitative instruments for monetary policy

### 3.1.1 Direct controls on credit or on money? Theoretical insights.

The reasons why central banks may choose quantitative instruments is still not very well understood from a theoretical point of view. The mechanisms and the transmission channels that link these quantitative controls to the behavior of

---

that the effect of monetary policy on output was actually greater before the so-called “Great moderation” (Boivin and Giannoni 2006, Mojon 2008, Barakchian and Crowe 2010, Bénati and Goodhart 2010) although the average inflation rate was higher. In their studies of US monetary policy, Romer and Romer (2002) and Meltzer (2010) have also rehabilitated monetary policy in the 1950s.

11. The standard and seminal reference is Gordon and Leeper (1992).

real and nominal variables are often not clear and miss important distinctions. The many studies that have surveyed the popular use of credit ceilings or other direct instrument of monetary policy in Europe and Asia until the 1980s as well as in developing countries (Hodgman 1973, Alexander et al. 1995, Farahbaksh and Sensenbrenner 1996, De Melo and Denizer 1997), do not rely on a well specified model of the economy. On the contrary, the usual dynamic stochastic general equilibrium models that are used nowadays to assess the role of monetary policy rely on interest rate policies and include credit only as a provider of frictions that can amplify other kind of shocks.<sup>12</sup> Understanding the nuts and bolts of quantitative instruments first requires to distinguish between controls that affect the supply of credit and controls that affect directly the stock of money.<sup>13</sup>

As it will be shown below, a central bank that decides to use mainly quantitative instruments is likely to combine these two types of control. But their theoretical effects are potentially very different. To see how and why they differ, it is necessary to use a model that features different assets and different interest rates (as suggested by Brainard and Tobin, 1963, Tobin, 1969 and Brunner and Meltzer, 1972) and thus includes both a credit market and a money market. It was done in some modified standard IS-LM models including a credit market : Blinder (1987), Bernanke and Blinder (1989), and Greenwald and Stiglitz (1992) and recently Woodford (2010).<sup>14</sup> These very stylized model are not dynamic but

---

12. Recent promising exceptions include Curdia and Woodford (2011).

13. The need for such a distinction was already highlighted by Milton Friedman :“When I refer to *credit policy*, I mean the effect of the actions of monetary authorities on rates of interest, terms of lending, the ease with which people can borrow, and conditions in the credit markets. When I refer to *monetary policy*, I mean the effect of the actions of monetary authorities on the stock of money - on the number of pieces of paper in people’s pockets, or the quantity of deposits on the books of banks. Policy makers, and central bankers in particular, have for centuries concentrated on credit policy and paid little attention to monetary policy. The Keynesian analysis, emphasizing interest rates as opposed to the stock of money is only the latest rationalization of that concentration.”(1969, p.75)

14. Contrary to the other papers, Woodford (2010) models the credit market through a market-based financial intermediation. I prefer here to stick to a bank-based intermediation because postwar France was characterized by the predominance of banks in the financing of the economy (cf. Wilson 1957 among others). Note however that in his model, Woodford does not discuss the



provide sufficient insights to understand the main short-term mechanisms at work in the distinction between controlling the credit supply or the money supply.<sup>15</sup> I present the simplest version as possible that combine the main features of the Bernanke-Blinder and Greenwald-Stiglitz models, in order to study the macroeconomic short-term effects of monetary policy. A more formal discussion of the potential substitution effects between credit and money is conducted in the Appendix 2 of this chapter within the framework of the Bernanke and Blinder (1988) model.

Let's construct a simple IS curve that features a loan market whose conditions affect directly investment. This kind of modified IS curve is also called CC in Bernanke and Blinder (1988) for "commodities and credit".

$$y_t = i(\underset{-}{\rho_t}, \underset{+}{L_t}) + c_t(\underset{-}{r_t}, \underset{+}{y_t})$$

Then a traditional LM curve that features the usual negative relationship between money and interest rate :

$$r_t = \psi(\underset{+}{y_t}, \underset{-}{\frac{M_t}{P_t}})$$

where  $y$  is output,  $\rho$  is the interest rate on loans,  $L$  is the quantity of loans in the economy,  $r$  is the interest rate on bonds,  $c$  is consumption,  $i$  is investment,  $P$  is the price level and  $M$  is the money stock.<sup>16</sup> To see what happens on the price level, we can add a Phillips curve to the model :  $\Pi_t = \alpha\Pi_{t-1} + \beta(y_t - y^*)$ , where  $\Pi_t$  is the inflation rate.

As in Tobin (1969), Bernanke-Blinder (1988) and Greenwald-Stiglitz (1992), the interest on loans depends positively on the interest rate on bonds. Banks that

---

problem of assets substitution.

15. My rationale for using this simple model is neither to characterize optimal quantitative monetary policy nor to reproduce French postwar business cycle. Such motivations are left to further work. This model aims to identify and explain the economic reasons underlying the choices of instruments by the Banque de France at that time. Explaining such a choice requires taking into account at least five different assets and a non-market clearing credit market. Unfortunately, it is impossible to introduce all these characteristics in standard DSGE models and obtain a tractable form, cf. Appendix 2.

16. See Greenwald and Stiglitz (1992) for a version of this model including government expenditures.

have to pay more to raise equity will also charge a higher interest rate on loans. The stock of loans  $L_t$  is decreasing in both interest rates.

$\rho$  and  $L$  are variables that intend to take into account the peculiarity of the loan market. This model can be microfounded in various ways (see Greenwald and Stiglitz 1992, for the microfoundation of the IS curve), and can be considered as a static version of new Keynesian models in which credit frictions affect the IS curve.

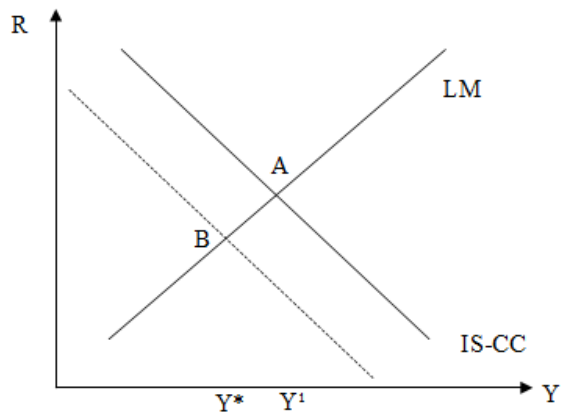
One interesting aspect of this IS curve is that it can also take into account an important characteristic of quantitative credit controls policy in a very simple way : the Bank (discount) rate may be set by the central bank at a level below the market clearing rate. Such a rationing policy is intended to increase the participation of banks in the economy (cf. chapter 4). It is a rent allowed by the central bank to banks that would not have access to the lending facilities if the discount rate was set at a higher level. In case of a second best equilibrium on the loan market, the central bank may have incentives to set a stable interest rates below the market clearing and to vary only the quantity of credit through discount or credit ceilings. In the model, it corresponds to the case when  $L$  is decreased directly by the central bank through discount or credit ceilings without a move in  $\rho$  (or at least without an increase in  $\rho$  equivalent to the market clearing case). Such a disequilibrium situation can break the link between  $\rho$  on  $r$ .<sup>17</sup> The model thus accounts for the peculiar (but realistic) situation of a non-market-clearing discount rate but a market-clearing bond rate.

Let's think about a central bank that observes a positive deviation of output from its natural level - corresponding to an inflationary boom - and then decides to run a restrictive quantitative policy. Credit controls will reduce the amount of loans that banks can lend to firms and thus will shift the IS-CC curve downward.<sup>18</sup> Graph 1) on Figure 1 shows the short-run impact of such a policy that would target

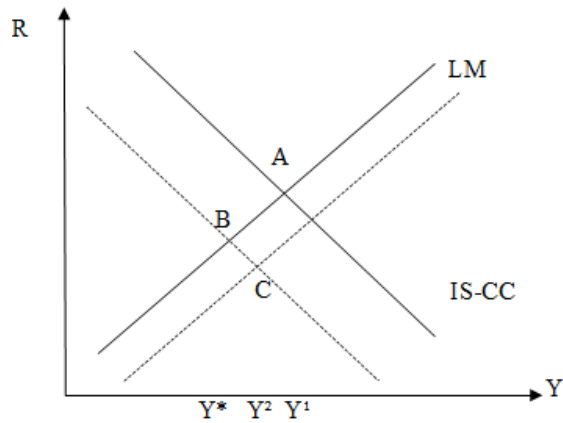
---

17. The fact that monetary policy using credit controls or legal ceilings on interest rates leads to disequilibrium (the price is not the market clearing price) have been discussed notably in McKinnon(1973), van Wijnbergen (1983) or Blinder (1987).

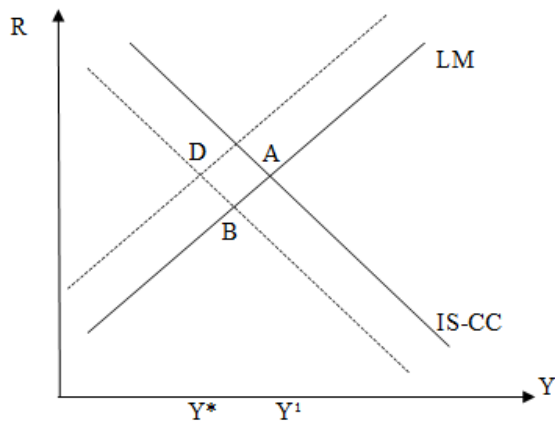
18. It is thus equivalent to a contractionary fiscal policy, except that the cost is not directly supported by the state



1) Quantitative credit policy in the short run



2) Quantitative credit policy with an adverse increase in the money supply.



3) Combination of quantitative credit and money policy

FIGURE 3.1 – Quantitative policies in the IS/CC - LM model

potential output,  $y^*$ , in order to lower inflation. The price level is affected through the Phillips curve and finally the money stock through the wealth effect of the LM curve (demand for money for transactions motives is lowered). But, if the LM curve is fixed in the short run (that is there is no action of the central bank on the money stock), credit controls also cause a decrease in the interest rate on bonds (and on money) since agents have less wealth for a fixed amount of money.<sup>19</sup> If the correlation between  $\rho$  on  $r$  is very high, this effect will be partly offset nevertheless because  $r$  increase with the price of credit  $\rho$ . It is not likely to be the case if the price of credit is not the market clearing price (cf. chapter 4).

However, the impact of credit controls can be offset for other reasons even if the interest rate on loans increases in the short run. Such a scenario, that points out why credit controls can actually create an expansion of the money supply, was originally discussed by Tobin (1970) and Davis (1971). Cottarelli et al.(1986) made a similar statement studying the Italian case.<sup>20</sup> The mechanism works as follows : when the banks cannot grant anymore the amount of loans they wish, a substitution effect can occur in favor of other assets and thus increase the liquidity in the economy. Three possible substitution effects are more likely to occur (see Appendix 2 for a formal discussion) and increase liquidity : banks buy more short-term bonds issued by firms (or governments) instead of granting loans, they reduce the time deposits that financed the loans which increases demand deposits, and,

---

19. DSGE including credit frictions also find that a negative supply credit shock decrease the unique short-term interest rate, cf. Curdia and Woodford 2011, Gilchrist and Zakrajsek (2011).

20. Nonetheless, Davis pointed out and regretted that it could not be shown in a simple IS LM framework. Hopefully, an IS-LM model augmented with a credit market *à la* Bernanke-Gertler fulfills Davis'wishes. "It is somewhat tempting to argue the case in familiar IS-LM terms. On this interpretation, the imposition of bank credit ceilings in the face of less-than-perfect non bank alternatives shifts the IS curve to the left at any given level of 'the' interest rate. Given the money supply, by assumption fixed at the policy target, and assuming no shift in the liquidity preference schedule at given levels of 'the' interest rate, the equilibrium values of both aggregate demand and the interest rate would fall. However, since a multiplicity of financial markets, demand sectors, and interest rates is an essential feature of this problem, the IS-LM framework with its single interest rate is a clumsy device. Thus, while the 'average' (in some sense) level of interest rates might fall in response to a bank credit ceiling, some particular interest rates could certainly rise."

finally - only when credit controls are imposed on banks refinancing rather than on the total amount of loans<sup>21</sup> - banks increase deposits to continue financing loans. The increase in short-term bonds supply will decrease their price and if there are substitutes to money, it will also lower the price of money and create a monetary expansion. On the other side of banks' balance sheet, time deposits can be converted in demand deposits, leading to a expansion of the money supply. These substitution effects are likely to offset the restrictive effect of credit controls, especially if many alternative financial instruments are available to agents (i.e. markets for short-term bonds, eurodollars etc.). Facing ceilings on loans, the banks will inject more liquidity in the economy. Such an adverse effect is shown on Graph 2) in Figure 1.

Only direct controls on liquidity creation or on the money multiplier can restore the power of the central bank's policy.

This is the role of quantitative instruments affecting directly the money supply.

As shown in graph 3), Figure 1, the combination of credit controls on the IS-CC curve and other controls on the LM curve can lead to an important drop in output, achieving potential output, with a stable interest rate on money and bonds.

This simple model thus highlights three very important characteristics of quantitative controls.

First, the combination of controls on credit and on money is needed for the former to be effective. If agents substitute short-term bonds for loans or if more liquidity is created through deposits, credit ceilings may actually create an expansion of the money supply. It is even more likely to be true if credit controls take the form of discount ceilings rather than ceilings on credit expansion (cf. appendix 2).

Second, such a combination eliminates the role of interest rates. Such a dismissal of interest rates is achieved both by the fact that the loan rate can be set at a non-market clearing level and by the combination of the two types of control that maintain a stable interest rate on bonds. Let's think about the difference

---

21. That is when credit controls take the form of discount ceilings at the central bank rather than limits on credit expansion per bank.

with a contractionary policy on the LM curve. It would rise the interest rate on money and bonds which will then finally push the IS-CC curve downward. In this case, the interest rates would play an important role in the adjustment. On the contrary, the use of quantitative controls both on credit and money keeps interest rates stable and considerably reduces their role in the adjustment process. Note that the combination of two types of controls could actually lead to a rise in the rate on bonds. But such a rise is lower than what would have been necessary to reach potential output without credit controls.

Third, this model also possibly features the monetarist criticism of credit controls. If the LM curve is vertical, then quantitative credit controls will have no effect on output. Their only effect is on the interest rate. It is solely a way to decrease the cost of financing for the government and it creates the risk of a positive pressure on the money supply in the medium term (cf. Cottarelli et al. 1986). If the central bank wishes to decrease output, the price level and the money stock, then only restrictions on the money supply are justified.<sup>22</sup>

Although this model explains quite well the combination of quantitative instruments in the short run, there are many things left aside about the transmission of monetary policy shocks. Prominently, this old-Keynesian model does not take into account the possible effect of real interest rates in the medium or long run. If monetary policy decreases inflation, then real rates increase and hamper further output growth.<sup>23</sup>

Despite these unfortunate pitfalls, the consequences of this theoretical discussion for measuring monetary policy are clear. Looking at only one instrument of quantitative monetary policy is not sufficient and can be misleading. Observed interest rates on bonds or loans do not necessarily reflect the stance of monetary policy. Considering only one type of controls would miss the potential substitution effects and would not fully account for the overall strength of monetary policy.<sup>24</sup>

---

22. On the other hand, the model also shows that if the economy is in a liquidity trap, then credit policy is an appropriate choice for the central bank.

23. It also assumes that expectations do not play an important role for the choice of monetary policy instruments.

24. This caveats are obviously neglected in standard general models of monetary policy with

### 3.1.2 The case for credit controls

The main goal of the previous model was to explain why monetary policy combines quantitative instruments in order to affect directly both the IS-CC curve and the LM curve. The next section will study how such a combination was indeed implemented by the Banque de France. Meanwhile, let's recall briefly why quantitative controls, and especially credit controls, are used by some central banks. The decrease in the interest rate on Treasury bonds - as highlighted in the model - is only one of them.

The justifications fall into two categories. The first category includes all the arguments that value controls as increasing the intervention of the state in the allocation process. Monetary policy is then an instrument of selective credit policy since exemptions can be used to favor some sectors (cf. chapter 6). Such credit subsidies were common in postwar Europe and East Asia, designed to solve coordination failures in the loan market (Johnson 1974, Rodrik, 1994). They were an element of an investment-based strategy that can enhance catch-up growth such as described in Acemoglu, Aghion, Zilibotti (2006). In addition to supporting an interventionist allocation of credit, credit controls also block channels of financial intermediation and maintain the banks in an equilibrium that does not contradict other public policies. It can avoid speculation on public debt or on the currency, thus being complementary with capital controls. Again, it is especially true when they are combined with other quantitative controls that impede financial desintermediation. The general limitation of financial intermediation also impedes a rise in velocity during restrictive episodes, thus giving more power to monetary policy (Hodgman, 1973). The latter argument is reminiscent of the argument that financial repression helps the government to maintain its short term monetary and fiscal objectives (Reinhart and Sbrancia 2011).

The second category includes all the reasons that focus on the ability of credit controls to decrease interest rates. As shown in the model, credit controls lower the interest rate on bonds which is beneficial for government's financing. It is again a classical explanation of financial repression. Another advantage of maintaining a

---

only one interest rate and without a loan market and a LM curve.

lower interest rate on bonds may be to disconnect domestic policy with international policy. As stated by Hodgman (1973), credit controls "check the flow of credit to the private sector without raising domestic interest rates and thus attracting foreign funds through the balance of payments". The latter argument does not apply to the French economy in most of the period studied here because there were capital controls (at least until 1958) and because most of restrictive episodes aimed to decrease domestic product in order to solve balance of payments problem. However, this argument was recognized and had been used by French policy makers at some points, in 1963 and 1972 (cf. chapter 2 and 5). Finally, credit controls can also be a way to reach an interest rate on loans that is below the market clearing rate (cf. chapter 4). It is a way to increase bank's access to the central bank discount window during restrictive monetary policy episodes. In the long run, it can foster financial deepening without impeding the effectiveness of monetary policy. In contrast to a market clearing situation, quantitative rationing increases the number of projects financed but gives less to each of them<sup>25</sup>.

To shift the LM curve, the central bank could use either open-market operations or quantitative instruments such as reserves requirements, or liquidity ratios. The reason why the latter may be preferred to the former is well known : open market operations need a well functioning money market. In economies where credit policy remains important because the central bank has important power on banks, especially through the discount window, the money market is less likely to be developed. Hence, when credit controls are used on the IS curve, the central bank is also more likely to use quantitative direct instruments on the LM curve. Note however that it is not required from a theoretical point of view and that some countries have combined or combine open market operations with credit ceilings (De Melo, Denizer 1997).

Credit controls are not a panacea. They may create a lot of distortions in the economy and lead to unproductive investments. They may maintain the economy in a lower level of financial development. These criticisms are well known (McKinnon,

---

25. Demetriades and Luintel (2001) make a similar argument with interest rate ceiling, another measure usually associated with financial repression and that was also used in France



1973, Alexander et al. 1995) and are beyond the scope of this article. These issues about French postwar economy are studied notably in chapters 2, 4 and 6. The focus remains here on their aggregate impact on production, money and inflation.

### 3.1.3 How the Banque de France combined quantitative instruments

We have now sufficient elements to interpret the choice of the main instruments of French monetary policy from 1948 to 1973.

In the years after World War II, most European countries faced two main economic problems : the economy (especially industry) needed to reconstruct, inflation was very high and kept rising. Governments reacted in different ways, some as Belgium or Italy implemented very restrictive stabilization plans as soon as early 1947 while others delayed the stabilization. In France, no rigorous stabilization happened before the end of September 1948 when a restrictive monetary policy was implemented.<sup>26</sup> At this date, the French central bank decided to control quantitatively banking credit in various ways in order to fight inflationist pressures. Starting 1948, the two main features of the new French monetary policy were first that quantitative measures (not only qualitative) were taken and second, that quantitative credit control episodes were designed to be temporary.

Indeed, by October 1947 France first imposed qualitative restrictions on credit that consisted in telling banks the sectors that deserved priority. But they were not sufficient to stop inflation. As stated by the National Credit Council, “qualitative measures are too soft to have an effect on inflation and are only designed to organize a better allocation of credit.”<sup>27</sup> Thus, by 29 September 1948, the Banque de France decided to implement quantitative measures.<sup>28</sup>

---

26. The Banque de France forced the Government to impose this rigorous policy. For a comparison of stabilization plans between France and Italy, see Casella and Eichengreen (1993).

27. In the Report of the National Credit Council, September 1948, p.38. The National Credit Council (Conseil national du crédit) was created by the law of December 1945 that nationalized the Banque de France. The Council is within the Banque de France and is in charge of “credit policy”.

28. Hereafter, I translate all the quotations from the archives of the Banque de France (ABF).

The conviction that credit controls should be used only temporarily in order to avoid damages on the competition mechanisms is a second important feature over the whole period. It lasted until 1974. It is well expressed, among others, in a letter from the Governor of the Banque de France to the Finance Minister on 6 February 1958.<sup>29</sup>

The Banque de France had been nationalized in 1945 and remained dependent on the Government over the whole period. Most of the important measures were discussed between policymakers from the Ministries and from the Banque de France. It sometimes led to conflicts as in 1948, 1952 or 1957. Thus monetary policy cannot be isolated from the political context and bargaining between the Banque and the Government. Government financing was a big issue all over the period. Within the Banque de France, the National Council of Credit was in charge of the implementation of credit control and the Commission of Banking Control supervised the banks. The tools of credit supervision were established first in the December 1945 law<sup>30</sup> and then effectively in October 1947 when qualitative (selective) credit control was implemented in order to allocate credit in high priority sectors. In a letter to the President of the Association of Professional bankers (10 October 1947),<sup>31</sup> the Governor of the central bank explained why credit control was essential to defend French economy and how banks had to declare each month the amount of credit they granted to each sector. Mandatory declarations and registrations of banking credit then became essential for the functioning of monetary policy. They were registered by the CNC and used to do policy recommendations by sector (cf. chapter 6). Sanctions (impossibility to use rediscounting at the Banque de France) would be applied to banks that did not declare their amount of credit or gave out false numbers. Threats on discount facilities were credible and effective since banks used rediscounting at the Banque de France rather than the money market. As a whole, quantitative credit controls could not have been implemen-

---

Original quotations are available on demand.

29. ABF, 1427200301/334. Quoted in chapter 2.

30. “Loi du 2 décembre 1945 relative à la nationalisation de la Banque de France, des grandes banques de dépôts et à l’organisation du crédit”.

31. ABF, 1331200301/9

table without abilities to supervise banks and the development of a large collection of banking credit statistics.

Direct credit controls on bank lending took only the form of discount ceilings until 1958 (i.e. borrowing limits at the central bank's window). Once they were deemed less efficient to affect banking loans, ceilings on credit expansion were imposed (cf. the narrative of the February 1958 choice in the next section). These were the two main tools used by the Banque de France to shift the IS curve downward. To offset substitution between assets, quantitative controls on banking liquidity and reserves were also implemented. They aimed to influence directly the LM curve. In 1948, a minimum requirement on Treasury bonds was introduced in order to prevent the banks from selling government securities for the purpose of obtaining resources with which to expand their loans to the economy. A similar mechanism was then imposed on the requirements of medium term credit in banks balance sheet in January 1961. This new tool, called the *coefficient de trésorerie*, included both requirements on treasury bonds and on mid term credit. Since WWII, medium term credit (loans between 2 and 5 years) were rediscountable at the Banque de France. Preventing banks from rediscounting too much medium term bills during restrictive episodes (relatively to short term bills) avoided an increase in liquidity creation.<sup>32</sup> Finally, in 1967, a system of reserve requirements was implemented. The reason why the Banque de France preferred requirements on bonds and credit rather than on reserves for almost 20 years was that, as long as the discount window was still one of the main instruments of policy, banks could have used it to meet their reserves requirements, thus leading to more money creation.<sup>33</sup>

Alongside these 6 main instruments, many others were used, including some exemptions (credit to exports, credit to construction in some episodes) and penalty discount rates for banks exceeding the credit ceilings.

The discount rate of the Banque de France was only one means of monetary

---

32. The change from one tool to the other is well explained in a note dated from October 18, 1963 (ABF, 1331200301/79)

33. Such an explanation can be found in many documents, notably in a note by H.Koch, 29 January 1963, (Banque de France archives, 1331200301/10) or in a speech by M.Debré, Ministry of Finance, at the CNC, on November 9 1966 (Banque de France archives, 1331200301/11)

policy but it had never been the major one over the period. It was sometimes moved or adjusted in function of the conditions on the credit market or to send signal to foreign countries. But, according to consensual views at that time, “it has lost its meaning”.<sup>34</sup> Hence French central bankers used it mainly for “its psychological effect”.<sup>35</sup> Policy makers considered it as a “qualitative” instrument, as opposed to direct credit control, named “quantitative”, which imposed ceilings on discount or credit expansions.<sup>36</sup> All over the period, the discount rate thus remained very low, sometimes negative in real terms (cf. Figure 6).

By nature, a quantitative monetary policy involves many kinds of instruments. Moreover these instruments are likely to evolve over time in order to adapt to the development of the financial system. Changing the instruments overtime in response to financial innovations is the better way to avoid the adverse substitution effect that financial intermediation can cause to quantitative controls. Not only monetary policy with quantitative instruments over a long period cannot be measured in the usual way with one single series, it is also impossible to build an index of several continuous series.

For this reason, I follow Romer and Romer (1989) in using narrative evidence to build a measure of central bank actions as a dummy variable (restrictive monetary policy takes the value one). While these authors, in the spirit of Friedman and Schwartz, first justify this method in order to find an exogenous measure, the benefit of this approach is also to take into account numerous instruments or actions that cannot be summed up in a single series. The second reason was predominant in the work of Boschen and Mills (1995) who construct a discrete variable taking several values (from -1 to 2) in order to take into account the magnitude of monetary policy and its duration. But as written by Bernanke and Mihov, “although Boschen and Mills provide a more continuous and possibly more informative measure of policy than do Romer and Romer, their indicator likely also

---

34. “La politique du crédit en France”. Revue du personnel de la Banque de France, n°5, nov.1954.

35. This statement is notably expressed in ABF, PVCG, 30 September 1948 by the Governor E.Monick and in ABF, PVCG, 11 octobre 1951, p.511, 11 avril 1957, p.278, by Baumgartner.

36. Notably expressed by the Governor Baumgartner, PVCG, 11 octobre 1951).

suffers relatively more severe problems of subjectivity and commingling of endogenous and exogenous policy changes.”(1998, p.870) Indeed the narrative approach creates a trade-off between a broad measure that may suffer from subjectivity and a narrow measure that filters out some relevant information. It is thus necessary to review the pro and cons of the narrative approach in order to justify the construction of our measure.

## 3.2 The narrative approach in practice

Any researcher willing to replicate or extend Romer and Romer (1989) seminal paper would realize that the “narrative approach” faces strong requirements and is subject to specific caveats and problems that may differ from the standard structural VAR identification of monetary shocks. In particular, it needs a great amount of qualitative information and enough pieces of evidence in order to prove the exogeneity and the accurateness of the measure and to avoid subjective bias. The measure of the shocks then largely depends on the information available to the researcher (the Greenbook forecasts used by Romer and Romer, 2004, to improve their original measure is a good example) and is not likely to be easily extended to different countries or periods. It is definitely a context-specific approach. Furthermore, it faces four major issues. These four problems are in fact common to the narrative identification of monetary policy shocks and fiscal policy shocks (Ramey and Shapiro 1998, Romer and Romer 2009, Ramey 2011). I emphasize here that, although not entirely neglected in the previous literature, they have not been fully taken into account. One reason might be that the narrative approach exclusively focused on US post-war economy up to now and thus lacks of institutional comparisons.

First, this approach requires monetary policy to be sufficiently homogeneous over a long period, even though it can take into account several instruments used by the central bank. Indeed, if the central bank keeps changing its objectives and the nature of its interventions, no comparison and no long run statistical analysis is possible. In other words, the monetary policy regime should be stable enough in

order to ensure that monetary restrictions are commensurable. This homogeneity is usually assumed when one uses the bank rate as the measure of monetary policy in the estimations, but conversely the narrative approach could not take it for granted when dealing with unconventional policies. Second, the sample must be relatively free of other big exogenous shocks or major shifts in the economic situation. For example Hoover and Perez (1994) criticized Romer's work for not being able to separate the effect of monetary policy from the effect of oil shocks. Furthermore, a shift in the monetary policy measure may be correlated with a regime change in the economy, thus leading to a bias in the results.

These first and second points imply that the narrative approach must especially devote attention to the choice and the justification of the sample. In a more general way, not specific to the narrative approach, Boivin and Giannoni (2006) and Mojon (2008) have shown with VAR estimations that the estimated results of the impact of monetary policy differ radically depending on the sample choice.<sup>37</sup> In particular, standard results of the VAR literature on the US disappear if one does not include the Great Inflation of the 1970s (and the subsequent disinflation) in the sample. A careful choice of the period may be as important as the choice of the measure of the shock.<sup>38</sup>

Third, as already recognized by Romer and Romer (1989), the narrative approach often lacks information about the duration of monetary policy restrictions or expansions. While a series of interest rates or reserves is continuous and can be introduced as such in the VAR, the narrative approach identifies discrete episodes that are most of the time introduced as dummy variables in the econometric model (Romer and Romer 1989, 1994, Ramey 2011) without specifying the duration of the policy. But the lack of information on the duration of the shock may have important consequences. Indeed, if a central bank raises its discount rate by 2%, the impact of this policy on the economy is not only caused by the initial shock but also by the fact that the cost of credit remains high for several periods.<sup>39</sup> Not

---

37. Bernanke and Mihov (1998) among others also emphasize this sample problem.

38. Bagliano and Favero (1998) also pointed out that only VAR models estimated on a single monetary regime feature parameters stability and do not show signs of mis-specification

39. For this reason, interest rates are introduced in level rather than in differences in standard

taking account the duration decreases the estimated values of the coefficients of the impact of monetary policy and then creates misinterpretations of the impulse response function. More generally, this result is related to Ramey (2011)'s discussion of the "timing problem" and highlights that this problem is very specific to the characteristics of the policy that is studied. Ramey has shown that a "timing problem" arises when identifying fiscal shocks with government expenditures - in contrast to war dates - because of the timing of the implementation of public expenditures. I show here that the main issue for the right identification of the timing of monetary restrictions is the duration of quantitative controls.

Finally, the fourth problem concerns the assessment of the exogeneity of the measure. The great contribution of the narrative approach had been to state this exogeneity with the help of the analysis of the intentions and objectives of the policymakers using the deliberations, speeches and minutes available at the central bank. But such a method can be biased by a selective choice of the information and subjectivity. Furthermore, Hoover and Perez (1994), Shapiro (1994) and Leeper (1997) has criticized the Romer measures for being endogenous to output, based on the estimation of monetary policy reaction function. Information contained into archival material is a good source to identify causation but one must be very precise about the range of this causation. A decision is never exogenous to the whole economy, but only to some specific variables. For example, a decision can be relatively exogenous to output but completely endogenous to inflation. Furthermore, a decision (proxied by a variable  $D$ ) taken at time  $t$  can be exogenous to a variable  $Y$  at time  $t$  but  $D_{t+n}$  is not exogenous to  $Y_{t+n}$ . Thus, if one wants to take into account the duration of the monetary restrictions, we must account for the fact that the initial decision may be exogenous to output while the duration of the restriction is not. Interestingly, researchers who use the Romer dates in VARs do not make the same assumptions about their exogeneity, and generally do not discuss their assumption. Whereas in their seminal paper Romer and Romer (1989) stated that their dummy variable can be deemed exogenous to production and unemployment only, some studies used them as exogenous to all the variables in a VAR, including

---

VAR.

inflation or interest rates (Eichenbaum and Evans 1995, Christiano, Eichenbaum and Evans 1999) while other treat it as endogenous in a VAR (Boschen and Mills 1995, Gertler and Gilchrist 1994, Leeper 1997, Carlino and de Fina 1998). Ramey (2011) also uses the dummy war dates (measuring fiscal shocks) as either endogenous or exogenous in a VAR indifferently. Giavazzi and Favero (2010) and Coibon (2011) have recently compared the use of a different measures constructed upon narrative evidence and discussed whether they could be introduced as exogenous in a VAR or if the inversion of the moving average representation is needed. Such a choice can of course lead to different results. Following Leeper (1997), I argue that there is some need to reconcile VAR methodology and the narrative approach and that it requires to state clearly whether the narrative measure of monetary policy (dummy variable) should be treated as either exogenous or endogenous in a VAR with several variables. I will show that treating the dummy as endogenous still requires to use narrative evidence to do an appropriate structural identification in the VAR. Recognizing the endogeneity of the measure is not a denial of the narrative approach but a continuation by other means.

This paper tackles these four issues in the following ways. The choice of the sample (1948 - 1973) and the insights from the model of section 1 justify that the dummy variable is a proxy for a similar policy : *temporary contractionary central bank's interventions using quantitative instruments in order to affect directly both credit supply and the money stock*. There is thus a common interpretation of the monetary policy shocks. Narrative evidence will also be provided in the next section to ensure that the magnitude and the intentions of the central bank were similar across the different episodes. Keeping this narrow definition of monetary policy (0 or 1) is less subjective than the Boschen and Mills proposal and more in line with the intentions of the Banque de France at that time : credit policy was either contractionary or expansionary. When credit controls were in place, in each meeting of the *Conseil général*, the discussions ended with the decision to pursue or not a restrictive policy stance. As crude as it may seem, a dummy variable with 2 regimes (contractionary or expansionary) is a good representation of how the Banque de France viewed its interventions on the quantity of credit over this



period.

Ending the sample in September 1973 also avoids the criticism made by Hoover and Perez (1994) about the contemporaneous effects of oil shocks. The oil shock was not only contemporaneous to a restrictive monetary policy, it also caused changes in the objectives and instruments of monetary policy during the 1970s. Starting 1974, credit ceilings became permanent and the central banks started to target M2 growth. But the unemployment crisis and the decreasing belief in the monetary causes of inflation led to choosing much looser credit ceilings than before. On the other hand, the Banque de France also started to give much more importance to open market operations. The study of French monetary policy in the 1970s will thus require another measure and another identification.<sup>40</sup>

The main advantage of quantitative monetary policies, compared to the US monetary policy studied by Romer and Romer, is that it provides an easier identification of the duration of restrictive episodes. Much more information is taken into account by the dummy variable : the other variables in the estimation are thus not only affected by the change in policy but also by the fact that this policy remains restrictive or not. I will show in section 5 that taking into account the duration leads to a more precise estimation and considerably reduces the delay of the response to shocks. But taking into account the duration of restrictive episodes has a cost. It could be argued, as in Romer and Romer (1989), that the shift to a restrictive monetary policy is exogenous to some variable. But, as it will be discussed in the next section, the duration of restrictive episodes is not likely to be exogenous to any important economic variable. Following Leeper (1997) I will thus treat the dummy as endogenous in the VAR. In so doing, the narrative evidence on the construction of the measure will help to choose an appropriate recursive identification. Furthermore, as stated by Leeper, even though it is often not mentioned by VAR studies treating the dummy variable as endogenous, we need to distinguish two possible estimation methods : estimate the monetary policy reaction function in the VAR with ordinary least squares (OLS) or with a

---

40. This is partly done by Bruneau and De Bandt (1999) who use a standard SVAR starting their sample in 1972.

logit/probit estimator.

### 3.3 Definition of restrictive episodes of monetary policy

In the archives of the Banque de France (official records as well as preparatory notes and minutes), the discussions of all the monetary policy instruments, including the discount rate, appeared in the same category : Credit Policy (*Politique du Crédit*). At each meeting, the General council of the Banque discussed and stated whether credit policy should be restrictive or not.

According to policymakers themselves the discount rate could only have a psychological effect, not a “practical” and effective one. Thus, *a priori*, I do not consider a rise in the discount rate, without any qualitative restrictive measure on credit, as a genuine instance of restrictive policy. I use the fact that the beginning and the end of credit control episodes are usually easy to identify (quantitative measures were imposed and then repealed). The available documents in the archives provide many indications that help to figure out when the central bank considered that the restrictive policy ended.

Besides the duration of the episodes, the aim of the “narrative” identification procedure is to state as precisely as possible what the instruments and the objectives of each monetary restriction were. Consequently, it will be possible to state which economic variables central bank’s decisions were endogenous or, on the contrary, exogenous to, at the time of the restrictive decision.

The sources that I used (see appendix 1) are primarily the records of the weekly meetings of the General council of the Banque de France (denoted as PVCG), the deliberations of the sessions of the National Council of Credit (denoted as CNC), and various notes and letters from the archives of the central bank.

### 3.3.1 Six restrictive episodes

*30 September 1948 - 8 June 1950* The first episode of credit control occurs in a context of political instability. In order to force the government to adopt fiscal and credit restrictions, the Banque de France raises its discount rate by 1 % on 2 September, without much effects, and finally decreases it on 30 September by 0.5% since credit control measures had been approved by the government and the National Council of Credit. The objective of the quantitative control of credit was clear : fighting inflation by reducing the growth rate of credit. Among the reasons to reduce inflation was a government credibility problem : the inflation tax (seigniorage) was so high that the government had lost its credibility and could not increase its deficit anymore (Dieterlen 1954, Saint-Paul 1994). These arguments were expressed clearly in a letter of the Governor where he suggested what the Prime Minister (*Président du Conseil*) should say to the Parliament (Septembre 17th) to defend the credit control policy.<sup>41</sup>

This new policy had two main objectives : “The aim of this policy is twofold. First it must limit the expansion of credits in order to reduce the development of monetary facilities. Second, it must guarantee to the Treasury the resources that it has the right to expect from the banking system.”<sup>42</sup> Thus, the fight against inflation was also a reallocation of private credit toward public credit. The commitment of the Government to maintain its demand of credit in a non inflationary way was thus a fundamental component of this policy.

The measures, considered as excessive by many bankers, were the following : a lower limit on government securities owned by banks (*planchers d'effets publics*) equal to 95% of each bank's amount in September 1948, and an obligation for each bank to devote 1/5 of its new loans to government bonds. The reason for the control on bonds was not only to support the financing of the government but also to control liquidity : “the direct limitation of credit creates an excess of funds that banks can grant from their deposits. This excess must be invested in government

---

41. ABF, 1427200301/8, Letter of the Governor, Emmanuel Monick, to Monsieur Filippi.

42. (ABF, 1427200301/8, Preparoty notes for the CNC meeting, 29 September.

bonds in order to avoid an increase of liquidity”.<sup>43</sup> (It is the mechanism I have highlighted in the previous model). Furthermore, the CNC devoted great attention to the new systematic application of rediscount ceilings to banks : the individual ceiling applied to each bank in 1949 is determined by the nominal amount of the ceiling in september 1948 plus 10% (expected inflation).

The ending date of this episode is more gradual and thus not as obvious as for the next ones. All along 1949, the Banque de France kept insisting on the importance of these measures.<sup>44</sup> At the beginning of 1950, French monetary authorities have in fact encountered considerable resistance (from firms and banks) in implementing the restrictive credit policy. A relaxation, mainly based on lifting the ceilings on commercial bank rediscounting at the Banque de France, had been repeatedly advocated in the Parisian financial press and by certain business groups. In April 1950, the National Assembly, after a brief debate, formally requested the government to relax the restrictive credit policy, despite the Secretary of State for Economic Affairs’s warning that such a course of action would be inflationary. However, prior to the outbreak of the Korean crisis (June 1950), the Government and the Banque de France always avoided a relaxation of controls. Then, the profound change in economic climate consequent to world rearmament forced the Banque de France to keep a constant eye on credit and inflation (Kriz 1951) but monetary policy however was relaxed for more than a year. There is also a consensus among observers to date the shift of credit policy between April and June 1950 (Kriz 1951, Barrère 1951, Guillaumont Jeanneney 1969) because of the adoption of 3 measures : rise of ceilings on credit requiring an authorization from the Banque de France, (from 50 to 100 millions) on 27 April, rise of discount ceiling on 11 May and decrease of the discount rate on 8 June. The Governor justified the timing of this ending as follows : “The proposed measure may be unorthodox, in the sense that in the past we probably would have waited for a stronger stabilization of lending to private economy. Nevertheless, it seems that with the uncertainty about the development of production nowadays, some of us tend to adopt some pessimistic

---

43. ABF, 1427200301/8, Preparoty notes for the CNC meeting, 29 September.

44. ABF, PVCG, 1st September 1949.

views. I do not want to break with the tradition but only to adapt it to current circumstances.”<sup>45</sup>

Given the uncertainty regarding the end date of this episode, I will try these three ending months (April, May, June 1950) as a robustness check in the econometric analysis with monthly data.<sup>46</sup>

**11 October 1951 - 17 September 1953** The reasons for credit restrictions starting October 1951 are rather clear, and were repeated widely : inflation kept rising and France was running a permanent current account deficit. Once again, the central bank pointed its finger at the growth rate of credit, accused of fueling the current account deficit.<sup>47</sup>

In order to reduce the demand for credit, two main measures were adopted : a rise in the discount rate (from 2.5 to 3%, and then to 4% on 8 November 1951) and, more importantly, a new and more rigorous application of discount ceilings. Banks could exceed their ceiling only by 10% and a special discount rate (*escompte D*) applied to the overruns. The Governor viewed these two measures (discount rate and discount ceilings) as complementary but gave a more effective weight to direct credit control : “Even though credit restrictions are more efficient from a practical point of view, a rise in the discount rate has a greater psychological effect on the French and the foreign opinion. It clearly shows that all possible efforts will be made in order to defend the currency.”<sup>48</sup>

These measures were not well received by bankers and businessmen. For instance, there was an interesting exchange between the Governor of the Banque de France and the President of the Chamber of Commerce of Paris (letters dated from 15, 25 October, 30 November, 8 December). The latter was complaining that the restrictive monetary policy was very dangerous for the development of production and business. The Governor answered : “I do not deny that a rigorous monetary policy is likely to cause some troubles and real difficulties to the firms, but there is no sign today (looking at the index of industrial production and the level of unem-

---

45. ABF, PVCG, 8 June 1950.

46. It obviously does not differ when using quarterly data.

47. ABF, PVCG, 11 October 1951.

48. ABF, PVCG, 11 October 1951.

ployment) that this policy has pushed the country into a crisis. [...] To tell you the truth, the difficulties that firm managers are facing today are essentially due to the recent worsening of an old inflationist situation and not to the monetary policy that has been implemented to fight it.”(30 November)<sup>49</sup>This exchange highlights the motivation of credit restrictions and shows that, for the French central bank, inflation was clearly the priority ; production, firm profits and unemployment were of little concern for monetary policy choices, at least in the short-run or at the time of the decision.

The end of the restrictive period occurs on 17 September 1953, after three weeks of negotiations between the Government and the central bank. As soon as early September, rumors were already beginning to circulate in the Press and among bankers. The central bank decreased the discount rate from 4% to 3,5% and, most of all, the National Council of Credit adopted many measures to ease banking credits : rise of discount ceilings and suppression of a half of banking tariffs. The Governor of the Banque de France considered these measures - asked and endorsed by the Government - as necessary but he also pointed out the contradictions in the Government’s claims : “We must consider how difficult the Government’s task is. Indeed, on one hand it wants French prices to become more competitive and the threat of a rise in wages to disappear, and on the other hand it wants the economic trend to be stronger than in the past. For this reason, one can speak of contradictory views.”<sup>50</sup>

***(26 June 1957) 5 February 1958 - 5 February 1959***

On 11 April 1957, the General Council of the Banque de France decided to increase its discount rate from 3% to 4% because the deficit of the balance of payments as well as the growth rate of credit kept increasing. Exchange reserves had decreased by an amount of 300 millions dollars since January 1957. This measure applied to short and mid-term credit but not to treasury bills and credit to export activities. According to the Governor of the Banque, the main justification for this increase was that it took place in a general coherent plan implemented by

---

49. ABF, 1427200301/15.

50. ABF, PVCG, 17 September 1953.

the Gouvernement in order to stabilize the price level, including wage restrictions and reductions in taxes. The General Council first seemed to believe that the increase of the bank rate, together with governmental measures, would have a strong psychological effect and consequently be sufficient to slow down the growth rate of credit. This increase was intended to work together with price controls that the Government had implemented a few months before. Except for consumer credit (*vente à tempérament*),<sup>51</sup> no quantitative restrictions were imposed on credit. On 25 April, the Banque de France also raised the discount rate for banks exceeding their discount limits.

A few weeks later, in June, the newly appointed Minister of Economics and Finance, Felix Gaillard, completely changed the orientation of the economic policy and proposed some new measures. In order to fight inflation, he gave up price controls that had a counterproductive effect. In order to solve the trade deficit, he decided a “disguised” devaluation, beginning in August : purchase of foreign currencies were taxed by an amount of 20% (cf. Koch 1983, p.309, Feiertag 2006, p.528). Gaillard also obtained new advances from the Banque (300 billion) in order to finance government policies. In counterpart of these measures, which were not contractionary, the Banque de France wished to impose new controls. But pressures from the government prevented monetary policy from turning very restrictive. On 26 June, it imposed new restrictions on consumer credit, extended the treasury coefficient (25% of bank assets must be compounded of treasury bonds), and started new discussions with bankers in order to offset the inflationary pressures caused by the 300 billion advance : “organize limitations on credit in order to neutralize the flow of money that is going to rush into the money market as a consequence of the new advances to the government. We know that, in this matter, the limitations can be implemented by two means : reserves or ceilings”.<sup>52</sup> Then, in July, the CNC decreased discount ceilings for each bank by an amount of 10%,

---

51. Decision of the National Credit Council, 11 April 1957. The minimum initial amount for consumer credit rose from 25 to 30 %, and the duration of consumer credit decreased from 21 to 18 months for cars, and 15 to 12 months for household appliances

52. ABF, PVCG, 26 June 1957. Note that the term “reserves” is used to denote “liquidity ratios” and not “obligatory reserves”.

and the discount rate applying to banks that exceeded their discount ceilings by an amount higher than 10% (*super enfer*) increased to reach 10%. In August, in order to sustain the “disguised devaluation”, the discount ceilings decreased by 10% again and the discount rate increased from 4 to 5% (from 6 to 7 % for the so called *enfer* rate, that is the rate applying to banks exceeding their ceiling by less than 10%). On November 28, discount ceilings are decreased by 10% once more, and the *enfer* rate increased to 8%.

Despite a positive effect on the balance of payments, these restrictive measures did not prove to be sufficient in order to stabilize inflation. As expected, the progression of short-term credits slightly fell in the 3rd and 4th quarters of 1957, and credit from the Banque de France also decreased for the first time since 1955. But inflation in the third semester 1957 reached 2,8%, the highest level since December 1951.<sup>53</sup> For these reasons, the Banque de France decided to adopt a stricter policy that would definitely stabilize internal demand and inflation. These measures were actually imposed by the IMF and negotiated between its director, Per Jacobsson, and the Governor of the Banque de France. They provoked the opposition of two members of the General council of the Banque (M.Laurent and M.Lambert) who feared an increase in unemployment and a decrease in industrial production.<sup>54</sup> Adopted on 5 February 1958, this new measure - ceilings on credit expansion - marked a departure from the previous credit control policy : limitations not only applied to discount ceilings or reserves but directly to the growth rate of credit. Hence the new decision of the CNC forced banks to increase their credit to the economy in the same percentage as in the last quarter of 1957 ( + 3%, provided that banks furnish justifications). Banks which exceeded this percentage could be kept away from discounting facilities. The motives were well stated in letters from the Governor to the Economy and Finance minister, and to the President of Professional Bankers (12 February 1958) : “Regarding private credit, a relentless action had been carried out for long in order to fight inflationist pressures. The measures taken in 1957 have led to a slowdown of the growth of banking credits. But these

---

53. These figures were presented and discussed at the CNC meeting, 7 February 1958. ABF, 1427200301/334.

54. ABF, PVCG, 6 February 1958.



credits have nevertheless continued to grow. Thus, in order to maintain the ongoing effort, it seems necessary to adopt new measures to stabilize the amount of credit directly.”<sup>55</sup> This new policy, called *encadrement du crédit*<sup>56</sup> (official limits on credit expansion) was thus more rigorously defined than previous broad measures of credit control. Pressures from the IMF and the European Payments Union (EUP) had a strong influence on these decisions (Feiertag 2006b).<sup>57</sup>

This official quantitative credit control ended on 5 February 1959. Before this date, there had been two small changes in the policy. In July, because there were too many banks exceeding their discount limits, the *enfer* and *super enfer* rates decreased to their 1957 level. And in October, the discount rate fell from 5% to 4.5%. This small decrease was not intended to change the nature of monetary policy : it was just a response to the amelioration of the trade balance. The Governor clearly excluded to ease the “quantitative” restrictions (that is to rise discount ceilings or to abolish ceilings on the expansion of credit), for economic as well as political reasons : despite the recent success of the General de Gaulle, foreign countries were still wary of the French political situation and it would have been premature to ease monetary policy.<sup>58</sup> At the end of December, some influential policymakers and economists, including Jacques Rueff, required the rise of the bank rate, in order to create a psychological effect over foreign countries. The reason was the launch of the new French franc in January 1959. But the Banque de France argued that the rate was already sufficiently high compared to other countries (2.5 % in the USA, 4% in West Germany and England. In February, the discount rate fell to 4.25 % and, most of all, ceilings on credits expansion were abolished, sending a strong signal toward the end of the monetary restriction. The reasons for such a measure were first a balance of payment surplus, second the need to increase mid-term credit to finance public and private investment. From February to April,

---

55. ABF, 1427200301/334.

56. This expression is sometimes said to have been coined by Valéry Giscard d’Estaing, when he became Secretary of State for Finances in 1959.

57. The IMF pressures were a strong constraint on the General council of the Banque de France, as seen in the debates of the 5 February 1958 meeting. ABF, PVCG, 5 February 1958.

58. ABF, PVCG, 16 octobre 1958.

monetary policy then became clearly expansionary (decrease of the discount rate, rise of discount ceilings).

This restrictive episode shows the difficulties to establish clearly when the contractionary monetary policy started. Given our definition of a quantitative monetary policy (and compared to the other episodes), it would be inconsistent to pick the date of April 1957. July 1957 is a better choice since the Banque de France started to decrease discount ceilings. But this decrease was quite mild after all, and it was associated with an increase in the advances to the government. The advances were a signal that the Banque de France was not running a contractionary policy at any cost. According to most criteria, the true restrictive policy started in February 1958 when the Banque de France admitted (and managed to convince the government with the help of the IMF) that other means were either too loose or ineffective and finally really adopted instruments in line with its objectives. The influence of a different starting date of this episode will be discussed when the econometric estimation is presented in section 6.

**28 February 1963 - 24 June 1965** On 28 February 1963, the Banque de France reestablished an official ceiling on the expansion of banking credit (*encadrement du crédit*). As stated during the General council of the Banque, the reason for such a restriction was that “there was an abnormal rise of flows in the money market threatening the internal and external equilibrium of the currency.”<sup>59</sup> Thus, while banking credits have increased by 17.4% in 1962, monetary authorities stated that the total growth rate of credit in 1963 must not exceed 12%. In September 1963, this limit was changed to 10% (from September 1963 to September 1964). The treasury coefficient was also increased, from 32 to 35 %, and then to 36% in May. The 10% limit on credit was reconducted in September 1964 for one year, but in June 1965, the Banque prematurely ended this official credit control. According to the Governor, ending this measure before September was a strong signal because “this reglementation would have been maintained if the monetary situation had remained the same as it was until recently.” The justification is as follows : “The suspension of credit control (*encadrement du crédit*) is essentially justified

---

59. ABF, PVCG, 28 February 1963.

by the fact that banks have recently managed to maintain quite easily their credit in the limits that have been imposed. [...] It seems that the moment is well-suited to end these measures. Even though they may not disturb banking activities in general anymore, they cause some malfunctionings because they apply to all kinds of companies and thus create rents and discourage the dynamism of more active firms. There is no reason maintaining measures that would, in a way or another, lead to a sclerosis of the economy.”<sup>60</sup>

Because this restrictive episode was mainly due to inflationary pressures rather than balance of payments problems, the discount rate was not used as a psychological signal sent to foreign countries. It was raised from 3.5 to 4% in November 1963 and decreased to 3.5% in April 1965.

***12 November 1968 - 27 October 1970***

Due to a new large balance of payment's deficit, the Banque de France increased its discount rate from 3.5% to 5% on 3 July 1968. The reason was only to attract capital flows : “the state of our foreign reserves. In such a situation, it is not possible to maintain interest rates clearly inferior to those prevailing on international money market - especially the US market and the Euro-Dollar market - anymore, [...] The interest rate must be increased in order to stop the haemorrhage.”<sup>61</sup> This decision regarding the interest rate is taken without any further considerations on credit or on inflation. Contrary to April 1957, the National Credit Council is even not involved or consulted by the *Conseil général*. The signal sent by the Banque de France was not intended to announce the beginning of a restrictive monetary policy, but to show to foreign investors that the French central bank and the Government would defend the value of the currency. Furthermore, given the weak elasticity of banking credit to the discount rate, this decision alone was not likely to affect prices, credit and production.

Conversely, the rise in the bank rate (from 5 to 6%) that happened on 12 November showed a very different spirit. First, the justification of the measure was much broader and highlighted a general demand problem that monetary po-

---

60. ABF, PVCG, 24 June 1965.

61. ABF, PVCG, 3 July 1968.

licy must address : “the evolution of the foreign exchange market, as well as the domestic monetary situation reveal that the abundance of liquidities is not an accident but has been accepted to contribute to a new acceleration of the economy in a context of sustained expansion.”<sup>62</sup> Second, and foremost, the measures taken are not only “qualitative” (discount rate) but quantitative : the rate of obligatory reserves<sup>63</sup> rose from 4.5 to 5.5%, and new official limitations on credit were imposed (a maximum of a 4% rise from 30 September to 31 December.<sup>64</sup>) But contrary to previous restrictive episodes, important exceptions not only applied to credit to exports :<sup>65</sup> mid-term credit financing housing, personal and household goods and exports were not included in the limitations. However, according to the Governor of the Banque de France, these restrictions did not differ strongly from 1958 and 1963, because banks had always been told to impose their restrictions on loans that were not financing investment, construction and exports.<sup>66</sup>

The limitations were extended in 1969 and 1970, and the same exceptions applied. Each year, the growth rate of credit could not exceed 3%. On August 1970, a lively debate took place between the Finance Minister and the Banque de France. The growth rate of credit had been stabilized but the Banque wanted to wait for several months in order to be certain of the improvement. The Minister especially argued that French monetary policy was too strict compared to foreign countries and that “main indexes show a slowdown in economic activity that would justify a slight relaxation of credit controls.”<sup>67</sup> Finally, the Banque agreed to decrease its discount rate from 8% to 7.5 % in order to get close to international standards (Germany and UK had a 7% bank rate) but insisted to maintain an official restrictive policy and credit controls.<sup>68</sup> Finally, on 27 October 1970, the ceilings on credit expansion were abolished and the discount rate decreased to 7%.

***November 1972 - 1973*** The last restrictive episode is peculiar because

---

62. ABF, PVCG, 12 November 1968.

63. in 1967, obligatory reserves had replaced the treasury coefficient

64. In 1967, the rise of credit for the last quarter, was 9%

65. The discount rate applying to credit to exports remained at only 2%

66. ABF, PVCG, 12 November 1968.

67. ABF, PVCG, 27 August 1970.

68. ABF, PVCG, 27 August 1970.

the end of 1973 is a turning point from which the way French monetary policy was implemented changed altogether. From then on, limitations on credit were not officially removed before 1984. Another reason is the important money market reform of 1971 that allowed money market rate to fall below the discount rate of the Banque de France (See Figure 5). This measure was recommended in the influential 1969 *Report on Monetary Policy* by Marjolin, Sadrin and Wormser. Consequently, discount ceilings were abolished in 1972 and the bank rate (then influencing the money market rate) became only a penalty rate. The Banque increased slightly its rate on November 2 (from 5.75 to 6 %) in order to fight inflation, in agreement with Government considerations, as clearly stated in the General Council : “this measure will first mean, in a symbolic way, that we have entered a period in which money will be more expensive and more difficult to obtain. Second, it will set, at a reasonable level, the penalty rate applying to banks that do not own enough assets to be traded on the money market.”<sup>69</sup> For similar reasons, the bank rate increased to reach 7.5% on 30 November. In the minds of policymakers, changes of the discount rate would now have a similar effect as former discount ceilings. Despite this strong psychological signal, no other quantitative measure was taken before 12 December 1972 when the requirement on obligatory reserves was raised and ceilings on the growth rate of credit (*encadrement du crédit*) were established again : bank lending on 3 April 1973 should not exceed by over 19 percent the lending on 5 April 1972. Since total credit had already grown by more than 12 % from April to December, 1972, this measure was indeed restrictive. On 28 December, the bank rate was increased to reach 8%.

For several reasons, this policy never clearly ended before 1984 but its nature radically changed at the end of 1973.<sup>70</sup> What has been designed as a temporary very restrictive policy became a far less restrictive permanent policy. The reasons for such a change are clearly beyond the scope of this paper : because of economic (oil shocks and stagflation, end of the Bretton Woods system) and political factors (a new President and a new Prime Minister at the beginning of 1974), the nature

---

69. ABF, PVCG, 2 novembre 1972.

70. General limitations on credit (same for all banks) ended in 1984. Individual limits were abolished only in 1987.

of credit control changed in the second half of the 1970's.

For these reasons, I stop my study in October 1973, before the first oil shock. Doing so, I avoid the analysis to be biased by a huge supply shock, and we take into account that this shock changed the nature of monetary policy and that our method of identification of monetary policy episodes is not relevant anymore after 1973. To make sure that the results are not biased by the fact that the sample finishes in the middle of a restrictive episode, I have checked that the main conclusions are not affected by the removal of the period November 1972-September 1973 (or if I focus on the Bretton Woods period only).

## **3.4 Converting the episodes into dummies**

The narrative analysis not only defines the value that the dummy variable must take, it also brings important information which is crucial for the econometric identification. First, decisions of monetary policy appear to be endogenous to most economic variables : credit, inflation, production, balance of payments. Hence the need to include the dummy in a VAR as an endogenous variable. Second, the timing of the policy decisions suggests a structural identification in the VAR : monetary policy decisions are affected by past but not by contemporaneous values of economic variables. On the other hand, quantitative monetary policy affects contemporaneously the other variables.

### **3.4.1 Endogeneity of the dummy**

The information set of the policymakers, though sometimes imprecise, was very large. Although the primary objective of restrictive monetary policy was to fight inflation and to keep the balance of payments stable (to maintain “the external and the internal value of the Franc”), credit, unemployment and production were not left out of consideration. It is especially true regarding the duration of the restrictive episodes. A speech by the 1st Deputy governor in 1959, some months after credit controls had been repealed, provides a telling example. He stated that monetary policy in 1958 was a success since inflation fell, balance of payments' pro-

blems were solved and the Banque de France stopped financing the government deficit. He added that, as a consequence, neither the General council of the Banque nor the National Credit Council thought it was necessary to maintain a restrictive policy. The decision to turn to an expansionary policy was taken in February. This change aimed to “promote the recovery of the economic activity.”<sup>71</sup> Many other evidence discussed in the previous section confirm that policy decisions regarding the duration of the restrictive episodes were determined by an inflation-output tradeoff. Even though unemployment was low all over the period, it was also a concern. Estimating monetary policy reaction functions using the dummy variable as a dependent variable, following what Shapiro (1994) did with the Romer dates, do not provide robust results but we cannot reject that the dummy is determined by inflation and the output gap. In the VAR, many past values of industrial production, unemployment, the price level and the money base significantly explain the dummy variable. Furthermore, Granger causality tests indicate that we should reject the null hypothesis that other economic variables do not Granger cause the dummy variable.

Following Boschen and Mills (1995) and Leeper (1997) among others, but contrary to Romer and Romer (1989) and Christiano, Eichenbaum, Evans (1999), I thus conclude that the narrative measure of monetary policy must be introduced as endogenous in the VAR. It does not mean that any narrative measure of monetary policy should be treated as such in a VAR. But narrative and statistical evidence suggest that this one must be. Assuming that monetary policy is exogenous would bias upward the results of the estimation. The decision to impose quantitative control was not taken independently of developments in the economy ; they were likely to be imposed when money, prices and production were already growing rapidly. An exogenous dummy variable in the estimated equations would be negatively related to the error terms. It would produce a biased overestimation of the impact of monetary policy.

Hereafter, monetary policy shocks will thus be interpreted as innovations that

---

71. ABF, 1331200301/10, Speech of Jean Saltes, 1st deputy governor of the Banque de France, December 2 1959.

shift the dummy variable from 0 to 1. It requires an appropriate structural identification. As in most SVAR, I choose a recursive, short-term, identification. The assumptions underlying the identification can be justified with the narrative evidence.

### 3.4.2 Structural identification.

Consider a simple bivariate auto-regressive system where both variables are treated symmetrically. It is called a structural VAR.

$$y_t = a_{10} - a_{12}z_t + b_{11}y_{t-1} + b_{12}z_{t-1} + \epsilon_{yt}$$

$$z_t = a_{20} - a_{21}y_t + b_{21}y_{t-1} + b_{22}z_{t-1} + \epsilon_{zt}$$

These are not reduced-form equations and a transformation is needed in order to estimate the system. An equivalent form is called VAR in standard form :<sup>72</sup>

$$y_t = c_{10} - c_{11}y_{t-1} + c_{12}z_{t-1} + e_{1t}$$

$$z_t = c_{20} - c_{21}y_{t-1} + c_{22}z_{t-1} + e_{2t}$$

The transformation notably defines the error terms of the estimated system as composites of the two shocks of the structural VAR :

$$e_{1t} = (\epsilon_{yt} - a_{12}\epsilon_{zt})/(1 - a_{12}a_{21})$$

$$e_{2t} = (\epsilon_{zt} - a_{21}\epsilon_{yt})/(1 - a_{12}a_{21})$$

A structural identification is needed to recover the value of the  $\epsilon$  from the estimated  $e$ . The most standard identification, associated with the work of Christopher Sims, is a recursive identification. For example, we can set  $a_{21} = 0$ , which means that  $z_t$  has a contemporaneous effect on  $y_t$  while the reverse is not true. The residuals equation are thus :

$$e_{1t} = (\epsilon_{yt} - a_{12}\epsilon_{zt})$$

---

72. The standard form is the inversion of the moving average representation of the structural system.



$$e_{2t} = \epsilon_{zt}$$

Then, for example, if  $z$  is a measure of monetary policy,  $e_{2t} = \epsilon_{zt}$  is identified as a monetary policy shocks. This kind of identification thus depends on the ordering of the variables. The recursive/triangular decomposition of the residuals is called a Choleski decomposition. In an  $n$ -variables VAR, the exact identification requires  $(n^2 - n)/2$  restrictions (Sims 1992, Christiano et al. 1996, 1998). The issue of the structural VAR identification is thus to justify the restrictions that have to be imposed in the matrix linking shocks to residuals. The identification of monetary policy shocks in the VAR imposes to discuss whether we consider or not that the dummy variable has a contemporaneous effect on other variables.

The evidence in Banque de France's PVCG show that the information available to policymakers - especially the economic statistics - refer to the values of economic variables of the months preceding the decision. The only exceptions were the variables of the central bank's balance sheet (such as reserves, gold etc.) which were available weekly<sup>73</sup> and the foreign and domestic interest rates whose changes were known immediately. Otherwise, the information about production, unemployment or the money stock were based on statistics of the previous months. There are also considerable evidence that banks, households and firms adjusted immediately their behavior to the announcement of the measures. Quantitative controls reacted to past values of the other economic variables but have a contemporaneous effect on the economy. The way I compute the dummy is consistent with this interpretation : when a decision is taken at the end of a month, the dummy variable takes the value one in the subsequent month.<sup>74</sup> The opposite recursive identification would be to assume no contemporaneous effect of quantitative controls on agents's behavior once the controls are announced. This would rule out any effect

---

73. Each weekly meeting starts with the presentation of the weekly balance sheet data of the central bank.

74. Thus, when the decision to restrict money growth has been taken at the end of the month, I do not give the value 1 to this month but only to the following months (cf. Table 1). For example, for the episode starting on February 27 1963, the value of the February 1963 dummy will be zero.

of expectations<sup>75</sup> which is unfortunate when dealing with policy decisions. Furthermore, the instruments were usually implemented immediately in the month following their announcement. My ordering of variables in the recursive Cholesky identification of the VAR is thus the opposite of usual practice using a money market interest rate (Christiano et al. 1996, 1999 or Coibion 2011, among others). The dummy variable is placed first. It is due to the different nature of the variable that measures monetary policy. As explained earlier, the only variables that can be placed before the dummy are foreign interest rates, foreign or black market exchange rates (the official French exchange rate is fixed), the variables of the central bank's balance sheet and domestic interest rates (except the discount rate that is directly controlled by the central bank). The other variables are ordered in a more usual way (Christiano et al. 1996, 1999) : production, unemployment, money stock and prices. However, I will check the robustness with two alternative ordering : the opposite assumption that places the dummy variable last ; and another strategy that considers that prices and the money supply affects contemporaneously the policy variable while the reverse is not true. The second strategy is justified by the fact that some partial information about the price level and the money supply were investigated more closely at the time of the decision. Prices are also known to react with a lag to monetary policy shocks. These different assumptions actually do not modify the main results and interpretations.

In line with the conclusions of the narrative identification presented in the previous section, I construct a benchmark series reported in Table 1, with alternative specifications that will be tested when the start or end dates are debatable.

---

75. Allowing for such an effect of expectations in the narrative identification is crucial, as shown by Ramey(2010) for fiscal shocks. Agents are likely to decrease loans, consumption, investment etc. as soon as a restrictive policy is announced. Note also that the expectation effect can go in the opposite way : banks that know that they are going to be constrained grant more loans just before the implementation of the control. There would be no reason to ignore such a potential effect in the identification, whatever its direction.

TABLE 3.1 – **Dummy variable of monetary restrictions**  
**Dummy variable = 1**

<b>Monthly data</b>	alternative	<b>Quarterly data</b>	alternative
10/1948 - 06/1950	- 04/1950	4 :1948 - 2 :1950	-
10/1951 - 09/1953	-	4 :1951 - 4 :1953	-
02/1958 - 02/1959	07/1957 -	2 :1958 - 1 :1959	3 :1957 -
03/1963 - 07/1965	-	1 :1963 - 3 :1965	
11/1968 - 11/1970	-	4 :1968 - 4 :1970	-
11/1972 - 10/1973	end in 10/1972	4 :1972 - 4 :1973	end in 3 :1972

## 3.5 Impact of monetary policy on the economy

### 3.5.1 A graphical view

It is first useful to have a look at the correlation between restrictive episodes and economic variables on simple graphs. This method follows the narrative approach of Friedman and Schwartz (1963).

Figures 2, 3 and 4 show that the cyclical components of the money stock (M2), the industrial production index and the price level experience a drop during restrictive episodes.<sup>76</sup> Our dummy variable is indeed associated with negative monetary shocks (that seems to have a rather similar magnitude).<sup>77</sup> Most of the downturns of money, production and prices over the sample seem to correspond to monetary policy actions. Note however that the fluctuations in the price level are much larger in the first part of the sample.

The pattern of interest rates (Figures 5 and 6) during monetary policy restrictive episodes is also very informative. According to the simple IS-LM model presented in the first section of this paper, interest rates must have a pretty stable pattern when the central bank uses quantitative controls. The discount rate (or

<sup>76</sup>. The cyclical component of the series is derived using a Hodrik-Prescott filter over the period 1947-1973.

<sup>77</sup>. The black vertical line within the 1957-1959 episode represents the February 1958 starting date when monetary policy became really restrictive.

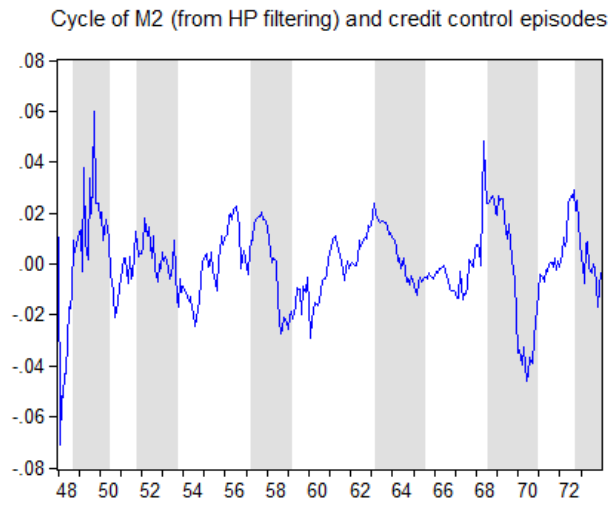


FIGURE 3.2 – Cycle component of M2 and credit control episodes.

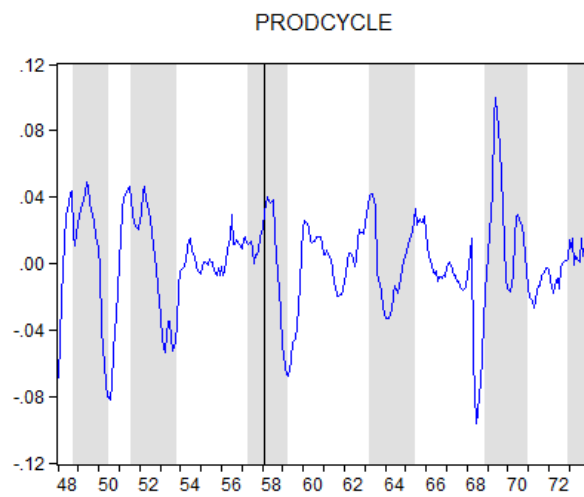


FIGURE 3.3 – Cycle component of production and credit control episodes.

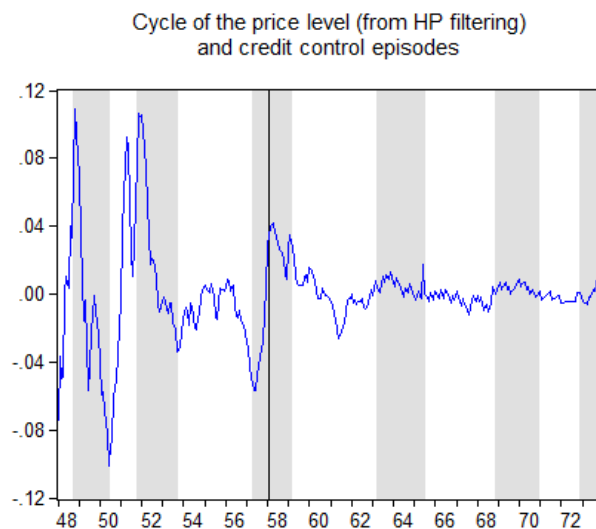


FIGURE 3.4 – Cycle component of the price level and credit control episodes.

any interest rate on loans) should rise very little and the interest on bonds should be quite stable. Figure 5 shows that the rise in the Bank rate (discount rate) was very modest during restrictive episodes. The money market (interbank) rate sometimes experiences a larger increase but only in the second half of the sample. These two rates, although broadly correlated with the dummy variable, do not show a systematic correlation with the use of quantitative controls. The base lending rate is widely disconnected from monetary policy. The 5 and 10 years interest rates on governments bonds are very stable over the sample. The short term (3 months) interest rate on government bonds is also very stable during restrictive episodes in the first part of the sample, thus confirming the relevance of the model in section 1. However, this rate rises during the 1963-1965 and the 1968-1970 episodes. However, rather than the effect of monetary policy, these two strong increases may reflect political problems that the government was facing. The progressive increase from 1963 to 1965 was influenced by the French official positions against the Gold Pool and the Bretton Woods system (cf. chapter 5). The mid 1968 increase (before the start of monetary policy controls) is mainly due to the strikes and political turmoils in May 1968.

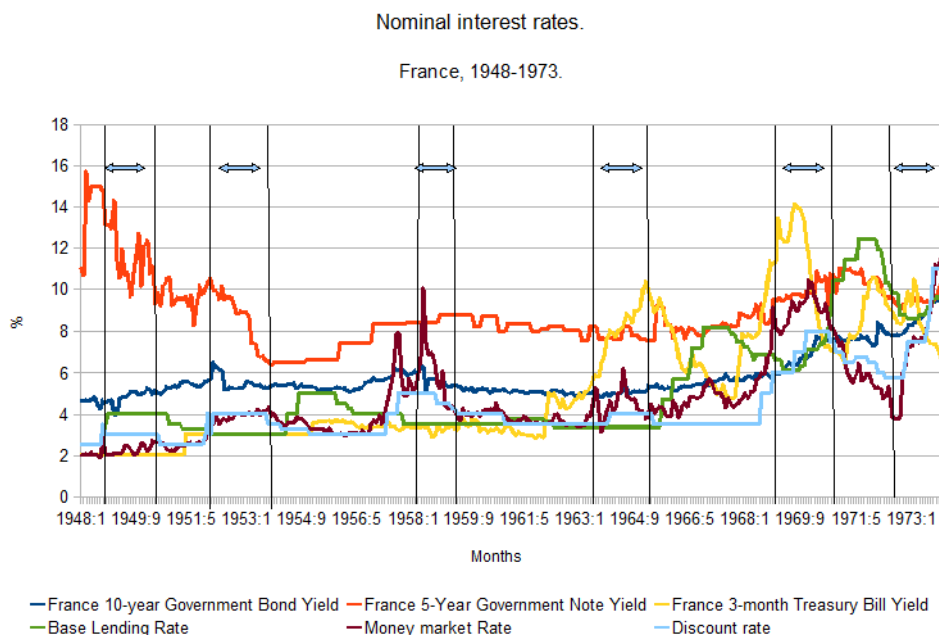


FIGURE 3.5 –

Figure 6 shows that real short term rates were very low all over the sample and negative during the inflation peaks (1948, 1951 and 1957-1958). It supports the argument of a very weak elasticity of credit and money to short term interest rates.

### 3.5.2 Econometric estimations

In this section, I introduce the dummy variable in a VAR (vector autoregressions) with monthly data in order to estimate the impact of monetary policy on the main economic variables. As discussed earlier, the inversion of the moving average representation is required.

As pointed out by Leeper (1997), a standard VAR estimated with OLS does not respect the dichotomous nature of the dummy variable. If non-linearities are important in the determination of the dummy, the linear approximation may cause misleading inferences. In the appendix 3, I check the robustness of the results when taking into account non linearities, that is estimating the dummy variable equation

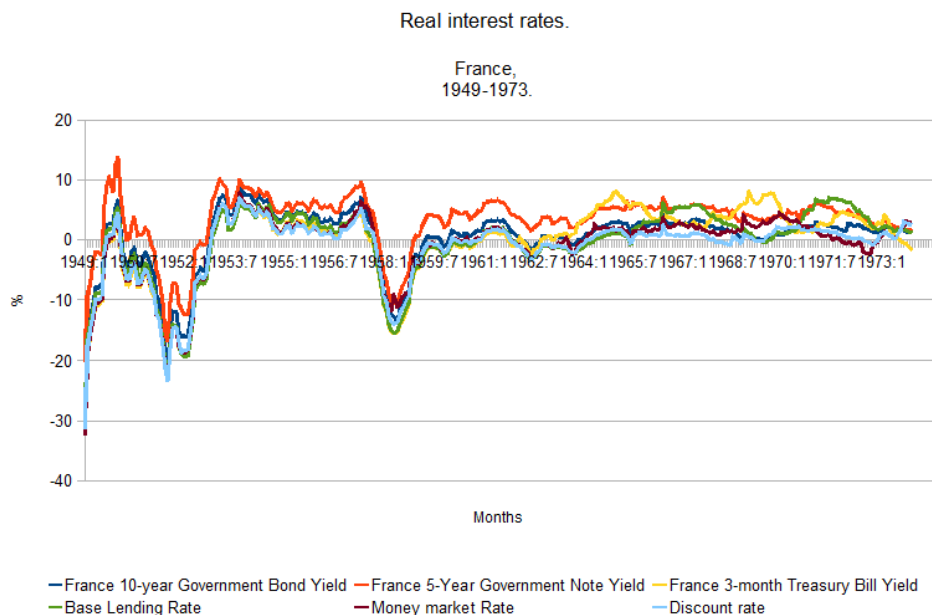


FIGURE 3.6 –

in the VAR with a logit estimator.<sup>78</sup> As in Leeper (1997), the differences in the results are not important enough to pursue the discussion on the potential non-linearities of the monetary policy reaction function.

I use monthly variables to obtain more degrees of freedom and to ensure accuracy about the Cholesky decomposition (recursive identification is better justified with high frequency data...). Data are described in the appendix 1. The benchmark specification includes 36 lags. Romer and Romer (1989, 2004) argued that this is necessary to use such lags to take into account fully the effects of US monetary policy. The AIC and BIC information criteria in our estimations in the French case also confirm that 36 months are the most reasonable lags. Results are robust when using 12 or 24 lags. However, the estimation with 12 lags is less precise and displays wider standard error bands. The VAR is estimated in level, following the common practice. Variables are in logs (except the unemployment rate and the various interest rates). Robustness checks show that the estimation in difference

---

<sup>78</sup>. Combining a singular equation (here a logit) with a system of equations estimated with OLS is often called a quasi-var.

provide similar results. As in Romer and Romer (2004, 2009) and Ramey and Shapiro (1998), my basic specification includes only two variables. The rationale is that all the other shocks affecting output are not systematic, are not correlated with monetary shocks and will thus be taken into account in the output lags. One important argument supporting this assumption is that there were not important oil or commodity prices shocks during the period. Thus criticisms of the narrative approach because of simultaneity with oil shocks, like in Hoover and Perez (1994) are not relevant here.<sup>79</sup> However, a 2 variables VAR assumes a very narrow monetary policy reaction function. With sufficient degrees of freedom, the main results are not affected with a 3,4, 5 or 6 variables in the VAR (see below).<sup>80</sup>

The standard errors are computed with Monte Carlo simulations using 1000 repetitions. I display one standard error band.

The dummy variable is denoted “Control” on the graphs of the impulse response functions. The responses read as follows : after 20 months, industrial production (Figure 7) is 5% lower than what it would have been without a monetary shock, the price level (Figure 8) is 4% lower and the unemployment rate (Figure 9) is 0.25 percentage points higher than what it would have been without the shock. The response of the dummy variable to a monetary shock is normalized such that the dummy takes the value 1 when monetary policy becomes restrictive (as shown on Figures 7 and 8); the effect of the shock then vanishes gradually.

A 4 variables VAR including money and the price level is then estimated (Figure 10). The response of M2 to a shock on the monetary policy variable confirms that the identification is right and that a shock on the dummy variable is indeed a monetary shock. If one is skeptical about the interpretation of the shock on the dummy variable, this result on the money supply offers a more intuitive interpretation : after a policy shock that decreases the money supply by 5%, then industrial production and the price level also decrease by around 5%.

---

79. Most important would be the problems of the potential effects of wars in Indochina (1946-1954) and Algeria (1954-1962). But, together, these wars lasted over 16 years, more than the half of the period, and thus are not temporary shocks.

80. Since the general results are robust, I can keep using the 2 variables specification in order to save degrees of freedom when working with sub periods or with quarterly data.



As with a 2 variables VAR, the effect on the price level is significant. It is more precise when money is included in the VAR<sup>81</sup> and there is no price puzzle. The absence of price puzzle highlights the fact that when sufficient information is included in the VAR and when the measure of monetary policy is accurate, the response of prices to a monetary policy shock has no reason to be at odds with economic theory. This finding is in sharp contrast to the results of VAR that use the Romer dates and find a very strong price puzzle (Leeper 1997).



FIGURE 3.7 – Impact of a monetary shock on industrial production. VAR with 2 variables.

The IRFs display three features that are particularly striking :

- industrial production starts to fall almost immediately, as soon as the second month after the shock. This is a sharp contrast with many studies that often find a 3-8 months delay. The effect on unemployment is much more delayed : around 10 months. Labor market institutions in France over the period (indexed wages, powerful unions) and the general low level of unemployment

---

81. Leeper and Rousch(2003) argue for the introduction of the money supply in models and VARs for similar reasons.

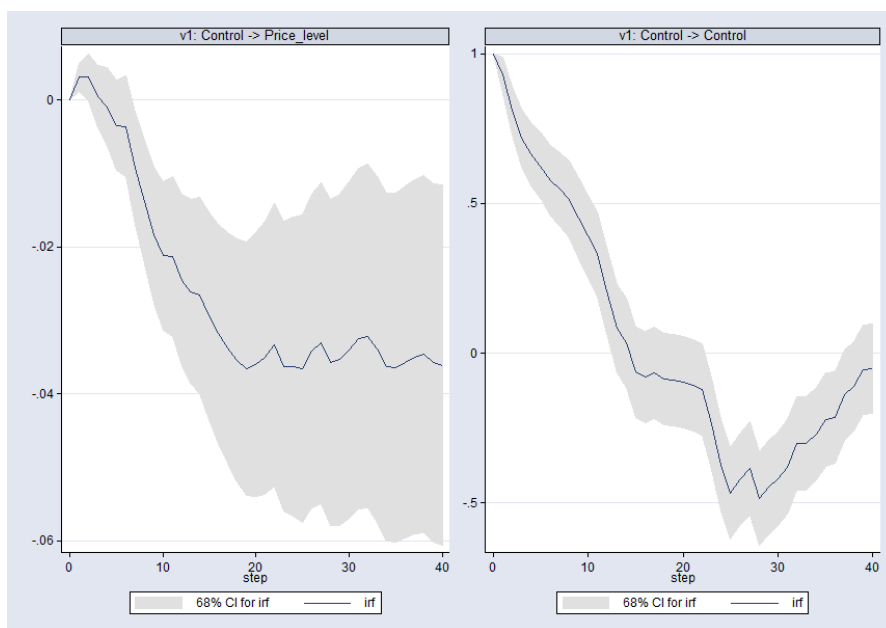


FIGURE 3.8 – Impact of a monetary shock on the price level. VAR with 2 variables.

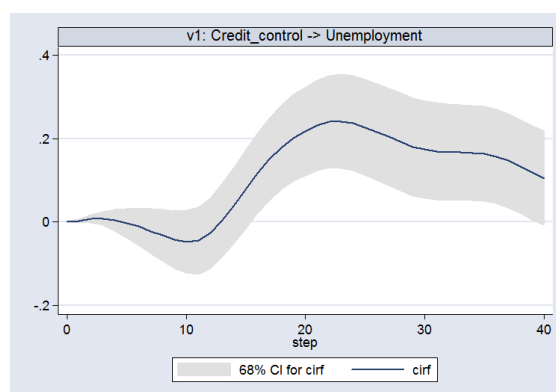


FIGURE 3.9 – Impact of a monetary shock on unemployment. VAR with 2 variables.

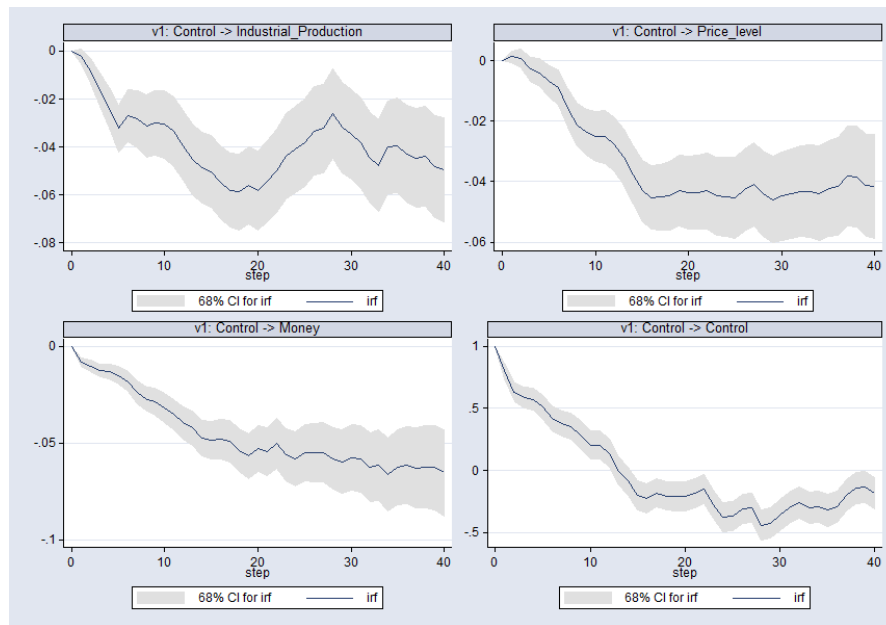


FIGURE 3.10 – Impact of a monetary policy shock restriction. Var with 4 variables. Money. Price level. Production

may furnish good explanations to the lagged response of the unemployment. The response of the unemployment rate to a monetary shock is very small (especially compared to the responses of other variables) which confirms why the unemployment-inflation tradeoff (Phillips curve) was not important to the Banque de France at that time contrary to output and credit (cf. chapter 2). The response of the price level is not delayed : it falls below zero after 3 months.

- both for industrial production and unemployment, the marginal impact is maximum after 20-25 months and vanishes around 36 months. Surprisingly this pattern is very similar to the one observed for the US by Romer and Romer (1989, 2004), despite the strong differences between the instruments of monetary policy between US and France, and despite the “disinflation” of the early 1980s is not included in the sample. This result is important for monetary theory since current models are not able to explain these very long lasting effects. Indeed, models of monetary policy including rigidities

(mainly sticky prices) can explain lags in the response of output to a shock but explain very badly the persistence of the impact <sup>82</sup>.

- these effects are strong. According to the variance decomposition displayed in Figure 11 (with a 4 variables VAR including money, the price level, the dummy and production), a monetary policy shock explains around 10% of the variance of production and the price level and 20% of M2 after one year. After three years, monetary policy explains around 40% of the variance of industrial production and of the price level and 50% of the variance of M2 (the remaining is explained by shocks endogenous to the economy). Interestingly, around 2/3 only of the variance of the (latent) dummy variable is explained by monetary policy shock after 2 years. It confirms the need for considering the dummy as endogenous in the VAR.

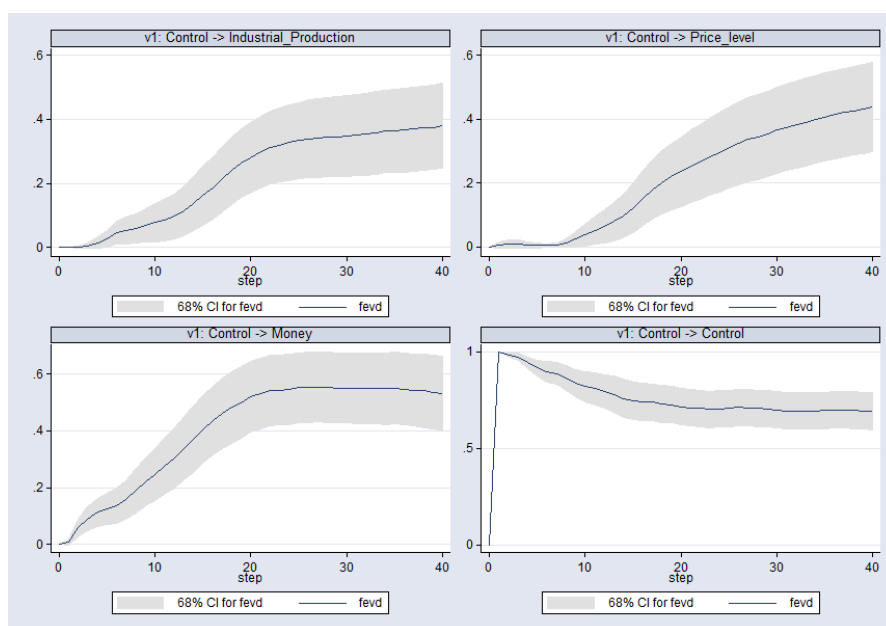


FIGURE 3.11 – Variance decomposition. Var with 4 variables. Money. Price level. Production

Did monetary policy shocks have an effect on interest rates? Figure 10 shows

---

82. See notably John Cochrane’s comments on the Romer and Romer (2004) paper, available on his webpage.

that the effect on the money market (interbank) rate is unclear and weakly significant. The same result is obtained on the discount (Bank) rate. On the other hand, the response of the short term government bonds is significant and positive but not immediate : it reaches its maximum only after 10 months. According to the model in section 1, this result shows that the LM curve was actually shifted upward which had an effect on the short term bond rate. However, this effect is not immediate and is rather a medium term effect. On the contrary, credit controls were not significantly associated with a rise in the price of credit.

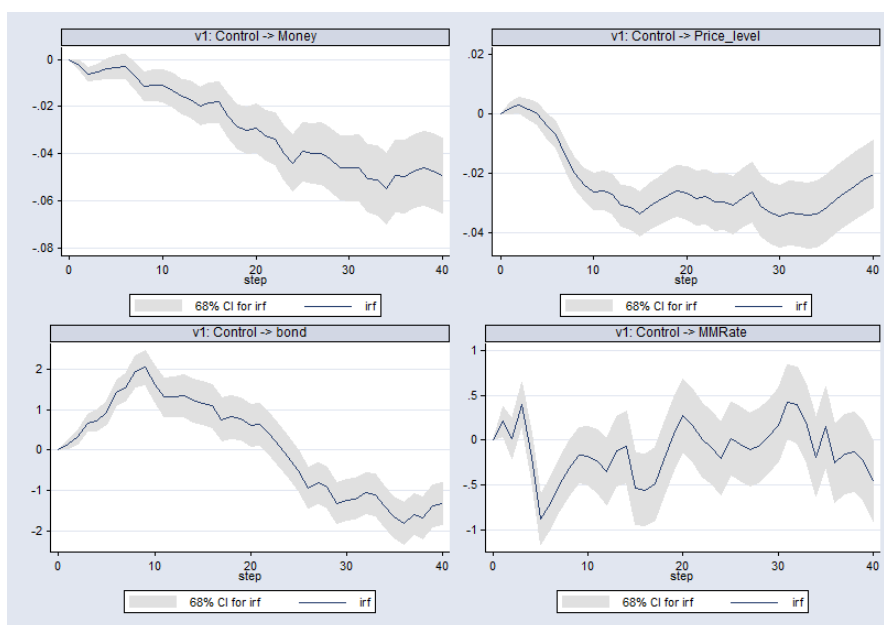


FIGURE 3.12 – Impact of a monetary policy shock on bond and money market rates

The responses of interest rates to a monetary policy shock show a very strong “liquidity puzzle” (Gordon and Leeper 1992). When restrictive quantitative controls are implemented, the money supply decreases but the interest rate does not increase. This liquidity puzzle is obviously due to the peculiarity of French postwar monetary policy. What is remarkable is that even though monetary policy does not affect interest rates, the responses of production, money, the price level and unemployment are similar to other studies in which the liquidity puzzle is

absent or at least not so strong.

The measure constructed in this paper can be used to investigate the effects of French postwar monetary policy on many other variables as long as data are available. It can be used with quarterly data also. There is no room here to display all the results and I can only discuss briefly the main ones. The previous conclusions are robust to the introduction of the exchange rate (official or black market) and of foreign reserves in the VAR. As expected under a fixed exchange rate regime, there is no significative effect of monetary policy on exchange rate but on foreign reserves only. 10 months after a monetary shock, the amount of reserves detained by the central bank increase by 10%. The results are reported in the Appendix n°4 of this chapter, figures 22 and 23. As expected, a monetary shock also has a positive effect on the current account (figure 25)<sup>83</sup> and on the amount of foreign commercial papers discounted at the central bank (figure 24).

Introducing a wholesale price index (in place of commodity prices) in the VAR does not alter the response of the consumer price index (CPI). The response of the wholesale price index to a monetary shock is of similar magnitude to the response of the CPI (- 5%). Using quarterly data, I estimate the effect of monetary policy on credit (both short term and medium term), on consumption and on investment. All these variables respond significantly and negatively to a monetary shock. After two years, the drop is around 5% for consumption and investment. The responses of both types of credit are reported in appendix 4, figure 21. They show a stronger impact of restrictive policy on credit than on other variables : the maximum is between 6 and 7%. The overall magnitude of the impact on both types of credit is similar (as also shown in chapter 6 with panel data estimations) but the response of short term credit is more immediate.

When I divide the sample in two parts (before and after 1958), a general result is that the impact of monetary policy is stronger in the first period. The pattern of the impulse response functions is however similar accross samples.

In section 5, I have discussed how the dummy may take several values for some restrictive episodes (cf. Table 1), because of some uncertainty in interpreting the

---

83. Data on the current account are only available quarterly. OECD database.

behavior and objectives of the central bank. The main results and interpretations are not affected by changing slightly the ending date of the 1st and last episodes (cf. Table 1). But the modification in the start date of the 3rd episode (July 1957 rather than February 1958) changes the results of the estimation. Such a change is expected since monetary policy in the second semester 1957 was known at that time to have been not effective enough (this is why new measures were implemented in early 1958 under pressure of the IMF). The estimations results are displayed in Figure 13.

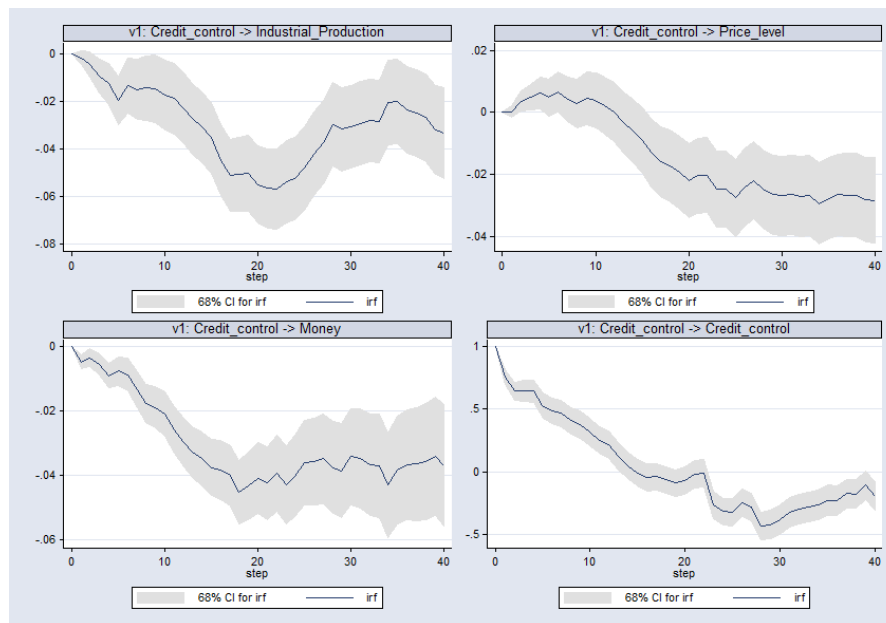


FIGURE 3.13 – Impact of a monetary policy shock, using the “July 1957” measure.

The price level responds with a lag of about 9 months.<sup>84</sup> Production and money respond immediately but the magnitude of their response is lower 10 months after the shock in comparison to the benchmark case of Figure 10. With the “July 1957” measure, the impact on production is around 2% after 10 months while it is between 3 and 4% with the “February 1958” measure. Interestingly, after 20 months, the magnitude of the impact on price level, production and money is very similar whatever measure is used. I interpret these findings as an evidence that the

84. I have checked that this lag is still observed when including wholesale prices in the VAR.

narrative approach managed to capture accurately the stance of monetary policy. The difference between the decision and measures taken in July 1957 and in February 1958 is reflected in the estimation outcomes in a consistent and meaningful way. The results are indeed sensitive to the definition of the dummy variable.

### 3.5.3 Comparisons with other measures of monetary policy

In order to assess further the relevance and the contribution of the narrative approach, I compare these results with usual measures of monetary policy that are used in other contexts. Without specific knowledge of French monetary policy over the period, one would presumably estimate a VAR with the following measures of monetary policy : either the French discount rate (or the money market rate), or the Fed discount rate. The rationale for the Fed rate would be to find an exogenous measure of monetary policy. The Fed rate is an obvious candidate in the Bretton Woods system.<sup>85</sup> All the interest rates are ordered last in the VAR, but the main conclusions are again not sensitive to the ordering. The results of a 4 variables VAR, presented in Figures 14 and 15, clearly show that these measures suffer from identification problems. Industrial production and the price level respond positively to a rise of the Banque de France discount rate. Similar results are obtained with the money market rate. This positive effect is obviously not consistent with standard economic theory. It can be understood only if we recognize that the Bank rate is not an equilibrium rate on the domestic credit market but may attract foreign capital flows.

The VAR with the Fed discount rate also provides results that are difficult to explain (Figure 16) : industrial production and the price level are increased after 10 months. The absence of a negative impact of an increase in the Fed rate on French production and prices offers another evidence of the strong autonomy of French monetary policy under Bretton Woods.<sup>86</sup> It is consistent with the fact that the policy dummy variable I have computed in this paper takes values that are

---

85. For this reason, Mojon (1998) used the German rate in his study on French monetary policy during the 1980's, under the fixed exchange rate regime of the European union.

86. Results on the Bretton Woods period, 1948 to august 1971, are similar.



not related to the dummy variable computed by Romer and Romer (1989, 1994) for the US : October 1947, September 1955, December 1968, April 1974. The only restrictive episode that took place in both countries at the same time is the policy implemented at the end of the year 1968.

Undoubtedly, the “narrative” measure of monetary policy is leading to better estimations and is the only one to produce findings that are consistent with economic theory and previous empirical studies on the effect of monetary policy. Using series of interest rates would lead to a misunderstanding of the policy of the Banque de France.



FIGURE 3.14 – Impact of a rise in the French discount rate. VAR with 4 variables.

I also test for the possibility of real interest rates to be a measure of monetary policy (Figure 17). It is not likely to be the case since the distinction between nominal and real interest rates was not an important feature of the vocabulary of the Banque de France. The VAR is estimated with industrial production, M2 and the real interbank (money market) rate. The results do not support the conclusion that the real bank rate was a measure of monetary policy. The response of the money supply prevents from interpreting an innovation on the real rate as a mone-

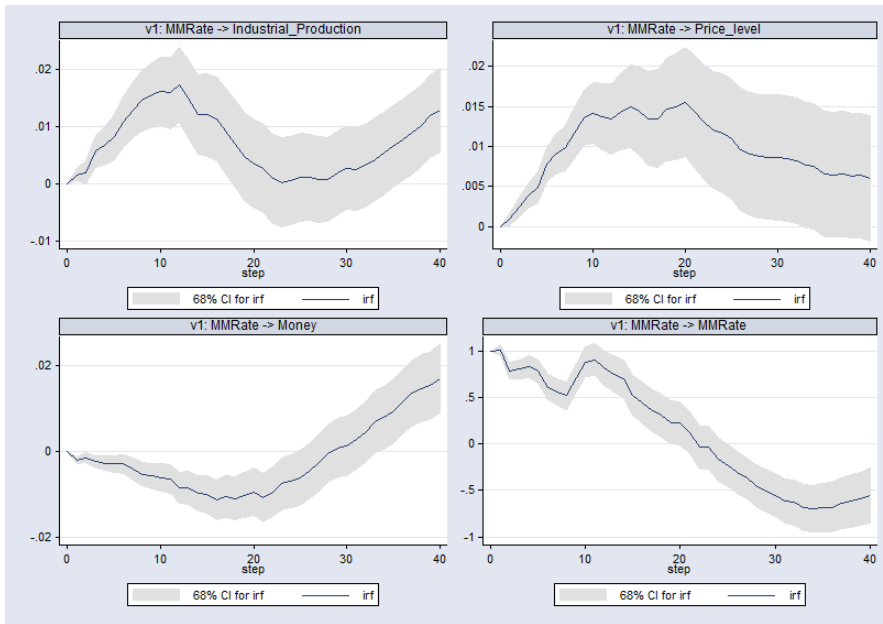


FIGURE 3.15 – Impact of a rise in the French money market rate. VAR with 4 variables.

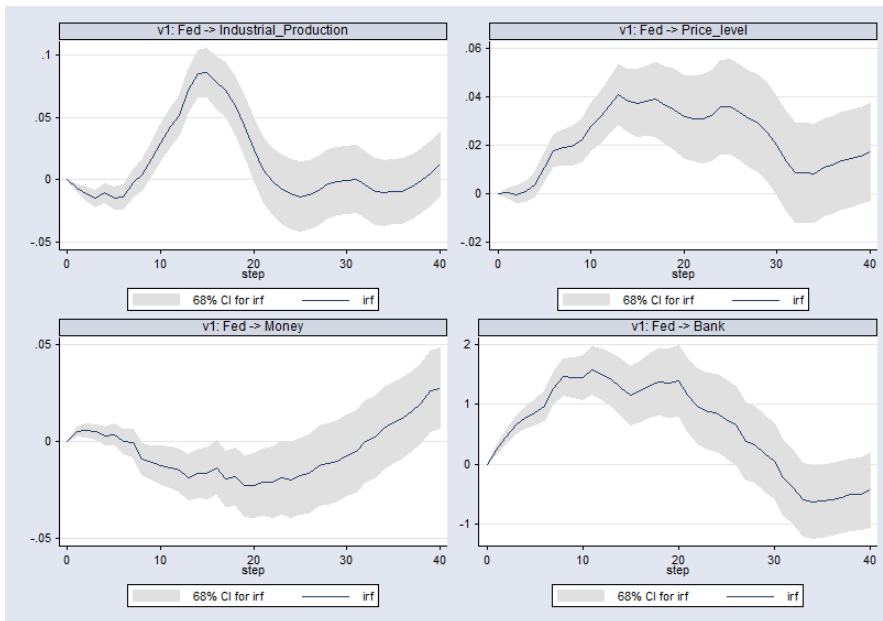


FIGURE 3.16 – Impact of a rise in the Fed discount rate. VAR with 4 variables.

tary shock. Moreover the magnitude of the impact is excessively small : less than one percent of change in production and money after 20 months. Similar results are obtained with the real discount rate.

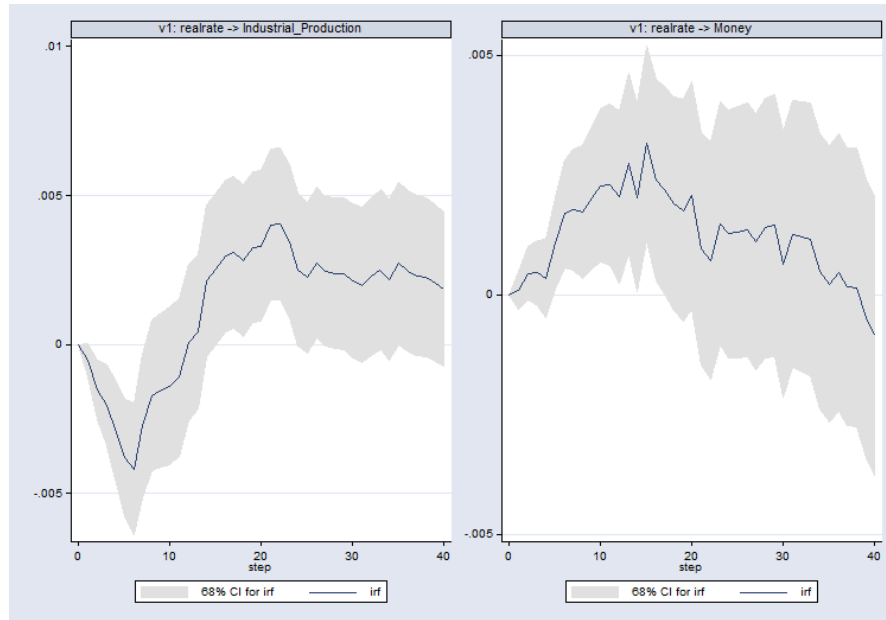


FIGURE 3.17 – Impact of a rise in the real money market rate. VAR with 4 variables.

### 3.5.4 The duration of restrictive episodes and the “timing problem”

In the previous sections I have assumed that taking into account the duration of the monetary restrictions in the dummy variable was necessary. But one might argue that only the change from a normal regime to a regime of quantitative control is important in terms of monetary policy stance. Thus I construct a new dummy variable that takes the value 1 only in the first month of the monetary restriction. Then this measure turns out to be similar in kind to the one used by Romer and Romer (1989, 1994). *Figure 18* shows that industrial production and the price level respond to monetary shocks with a much longer delay than in previous estimations

(respectively 12 and 20 months). This lag is comparable to the one found by Romer and Romer (1989, 1994) and Leeper (1997) using the Romer dates. Interestingly, the other features of the IRFs of production and money (magnitude, maximum at 25 months) are unchanged. These comparisons lead to an important conclusion : accounting for the duration of the restrictive monetary policy reduces considerably the lag of the response of output and prices to a monetary shock. I interpret this result in two ways. First, using only the change from an accommodating policy to a restrictive policy does not rightly take into account the behavior of firms and households. For instance the behavior of firms and households at time  $t$  is not only influenced by a change in monetary policy that happened several months before but is also explained by the ongoing restrictions on credit and by the fact that, if the change of monetary policy had been credible, they expect the restriction to last for some months (years). They have no incentive to delay their response and they react immediately. Second, taking into account the duration of the monetary restriction causes that the shock in a VAR does not arise in isolation : if the simulated shock in the VAR arises on the 12th month of a monetary restriction, its effect is immediate since the preceding months are likely to have been months of credit control.

These findings, and the argumentation about the duration of the shock, may explain the “timing problem” highlighted by Ramey (2011), that is why one finds such a difference of lags between narrative measures of policy shocks (dummy variable) and other measures. Whereas in the case of fiscal shocks measured by military dates the “timing problem” may be due to the delay in the implementation of the policy (and then expectations), this paper has shown that in the case of monetary policy it is crucial to take into account the duration of the monetary restriction.

## 3.6 Conclusion

Many studies of US monetary policy use both narrative measures (the Romer dates or the Boschen and Mills index) or single variables (interest rate or nonbor-

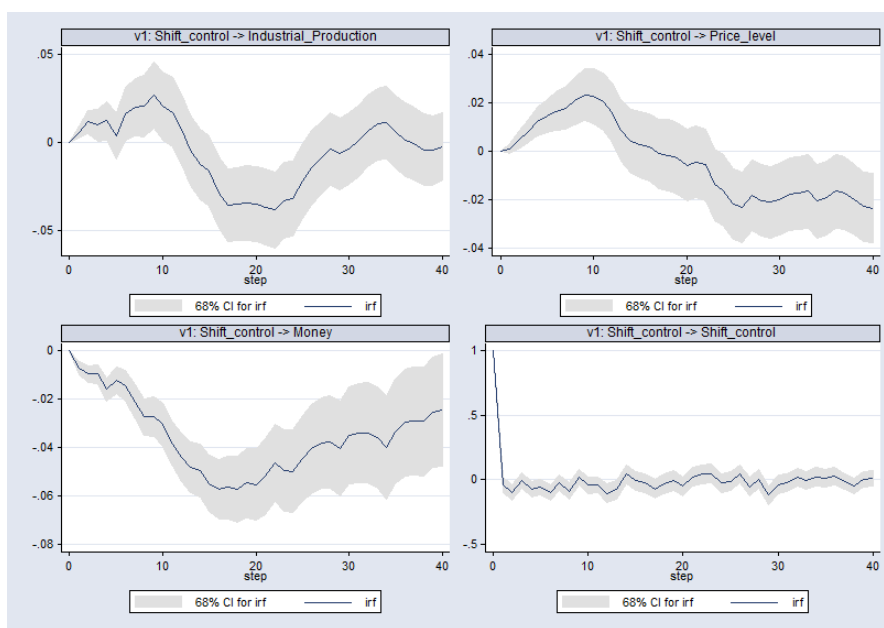


FIGURE 3.18 – Impact of a one-month restriction.VAR with 4 variables.

rowed reserves) to investigate its impact on the economy. Eichenbaum and Evans (1995) used both to investigate the impact of monetary policy on exchange rates, Boschen and Mills (1995) compared their respective effects on money and interest rates, Christiano, Eichenbaum and Evans (1996, 1999) studied their impact on output and nominal variables, Carlino and De Fina (1998) looked for differences in the responses of regional variables, Kashyap, Stein and Wilcox (1993) and Gertler and Gilchrist (1994) also used both Romer dates and interest rates to study the bank lending and credit channel. In all these studies, the two types of measure provide very similar conclusions and share common identification problems, a point already highlighted by Leeper (1997). This similarity in the results is not likely to exist when monetary policy uses many instruments. Historically, central banks have often used quantitative controls or other kind of unconventional policy that cannot be measured by a single series. Such tools are still used nowadays by many central banks, prominently in developing countries. But surprisingly, the narrative approach has not been used to investigate this kind of policy.

This paper have studied the French experience with temporary quantitative

controls from 1948 to 1973. I have shown why the narrative approach is the only way to measure appropriately such a policy. Using various records and archives from the central bank, I have constructed a dummy variable that takes the value one when the central bank decided to run a restrictive monetary policy through different means. The measure is treated endogenously in a VAR but narrative evidence provides justification for a structural identification of monetary shocks.

The results show that French quantitative monetary policy had a significant effect on the economy and that the impulse response functions are very similar to the ones derived in other studies using different measures, countries and periods. As long as monetary policy is accurately measured and that there is a sufficient information set in the VAR, there is no price puzzle. On the contrary, using interest rates (discount rate or money market rate) as a measure of French monetary policy does not provide any consistent result. The discount rate of the Banque de France was used for other purposes than the management of the money and credit supply.

This paper thus provides a revisionist view of European monetary policy in the postwar period before the Great Inflation. The fact that the effectiveness of monetary policy during this period has been widely neglected or dismissed may be explained by the inability to present an appropriate understanding and measure of central banks' behavior and choices. The rehabilitation of French postwar monetary policy before the 1973 oil shock raises two questions that must be addressed in further work. First, one may wonder to what extent these results shed light on the functioning of the Bretton Woods system. The account of French monetary policy in the 1950s and 1960s could suggest that Western European domestic policies enjoyed strong autonomy and were crucial for the stabilization of output and prices over the period. Could it then explain why the Bretton Woods system actually managed to function despite its intrinsic instability (Triffin dilemma) ?

Second, these findings tend to reformulate the responsibility of monetary policy in the Great Inflation : did the quantitative instruments become less effective in the 1970s or did the Banque de France change its objectives (giving more priority to unemployment rather than to inflation and the balance of payments stability) ? Why did credit controls become permanent (but looser) in the 1970s whereas the

policymakers of the 1960s thought they should have remained temporary to avoid the “sclerosis” of the French economy ?

The analysis developed in this paper could also be easily extended to other countries that have used quantitative instruments in the past or still use it today. It may shed a new light on the performance of some monetary policy regimes.

Finally, the fact that monetary policy without interest rates have been effective for short term stabilization of the price level in a specific context and period, may also raise interesting issues for macroeconomic modeling. The responses of economic variables to monetary policy shocks in the French experience of quantitative controls show patterns very similar to the traditional VAR results that are replicated in most DSGE models with sticky prices or credit frictions. The effect of the quantitative policy identified in this paper works through a direct constraint on credit and on money which is very different from the financial accelerator (credit channel) effect of monetary policy that may follow a rise in interest rate (Bernanke and Gertler 1995). What we learn from the French postwar case is that these stylized impulse response functions can be obtained without any “liquidity effect”. A decrease in quantities is not necessarily equivalent to an increase in prices.

## 3.7 APPENDIX 1 : Sources and data

### Archival sources at the Banque de France

- Minutes of the General council of the Banque : *PVCG du Conseil Général*.
- Quarterly reports of the National Credit Council : *Rapports du Conseil National du Crédit*
- Archives of the National Credit Council (minutes, speeches, preparatory notes and documents) : *Fonds du Conseil National du Crédit*, n°1427200301.
- Archives of the Direction of Credit (notes and documents) : *Fonds de la Direction Générale du Crédit, sous Fonds Cabinet*, n°1331200301.
- Archives of the Direction of Economics and monetary studies. *Fonds de la Direction Générale des Etudes, Direction des analyses et statistiques monétaires*, n°1417200405.

### Data

1. Monthly price level and industrial production are from *Rapports du Conseil National du Crédit*. “Real time” data, computed by INSEE (National Institute of Economic and Statistics studies). The price level is the consumer price index from 1950 to 1973. For 1947-1949, I use the wholesale price index since the CPI is not available. The Industrial production index does not include the construction sector. Data from the construction sector were only data about employment. INSEE also computed an production index with the construction sector, available from Pierre Villa’s website, published in Villa Pierre, 1993, *Une analyse macro-économique de la France au XXème siècle*, Paris, CNRS.  
*[http ://www.cepii.fr/francgraph/bdd/villa/mode.htm](http://www.cepii.fr/francgraph/bdd/villa/mode.htm)*.
2. Money (monthly M2) is from Jean-Pierre Patat and Michel Lutfalla (1986), *Histoire Monétaire de la France au XXe siècle*, Paris, Economica.
3. The monthly unemployment rate is from Pierre Villa’s website :  
*[http ://www.cepii.fr/francgraph/bdd/villa/mode.htm](http://www.cepii.fr/francgraph/bdd/villa/mode.htm)*, published in *Séries macro-économiques historiques*, INSEE Méthodes, N°62-63, Paris, 1997. There was no official unemployment rate computed by INSEE before 1968.



The size of the workforce was not precisely estimated. Thus, Villa computes the unemployment rate as the number of unemployed people divided by the total French population.

4. The discount rate and the money market rate are from *Rapports du Conseil National du Crédit*. The interest rates on government bonds are from Global Financial Data (<http://www.globalfinancialdata.com/>). All of them are monthly.
5. Weekly data on the Banque de France's balance sheet (reserves, discount volumes etc.) are from the database ANNHIS computed by Patrice Baubeau <http://www.banque-france.fr/fr/instit/histoire/annhis/html/idx-annhis-fr.htm>.
6. Monthly exchange rates data are from Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, 2004. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements : A Reinterpretation," *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 119(1), pages 1-48, February. Their data on the black market are from the *Picks Black Market Yearbook*.
7. Quarterly data on credit are from *Rapports du Conseil National du Crédit*.

### 3.8 APPENDIX 2 : Credit controls in the Bernanke-Blinder model

This section shows how the Bernanke-Blinder (1988) model can feature two characteristics of credit controls : the interest on loans may not be the market clearing rate and credit controls may increase liquidity and lead to a monetary expansion. These issues were not discussed in the original model whose main focus was the transmission channel of monetary policy. As the discussion below will make clear, accounting for the many possible effects of direct credit controls needs to distinguish between numerous assets and liabilities : loans, short-term bonds, long-term bonds, time deposits, demand deposits, reserves. Because of the high number of assets in the model (and so, the high number of interest rates) and since we need

to account for possibly non-clearing market, it would be extremely difficult to build a full DSGE model with all these characteristics. I thus rely on the simple static Bernanke-Blinder model, which obviously comes at a cost : we are only able to identify short-term effects of monetary policy and the substitution effects between assets is not microfounded in a portfolio model. Providing a complete dynamic model including several assets and credit policy is certainly a great issue for further research. Recent work has already provided some first steps : Andres, Lopez-Salido and Nelson (2004) provided a DSGE model that distinguished between short and long term interest rates ; Curdia and Woodford (2011) introduced a credit spread between the interest rate faced by savers and the interest rate faced by borrowers.

$\rho$  is the interest rate on loans and  $r$  is the interest on bonds. The loan demand is  $L^D = L(\rho, r, Y)$ . It depends negatively on the interest rate on loans but positively on the interest rate on bond (due to a substitution effect) and on the total wealth of the economy ( $y$ ). Bernanke and Blinder consider a simplified bank balance sheet in order to explain the loan supply. On the asset side, there are reserves ( $BR$ ), bonds ( $B$ ) and loans ( $L$ ). On the liability side, there are only deposits ( $D$ ). Reserves consist of required reserves ( $\tau D$ ) plus excess reserves ( $E$ ). The bank balance sheet is thus represented by the equality :  $B + L^S + E = D(1 - \tau)$ . The portfolio proportion of loans depends on the rates of return of the available assets (zero for excess reserves). The loan supply is thus  $L^S = \lambda(\rho, r)D(1 - \tau)$ . It depends positively on  $\rho$  and negatively on  $r$ . And there is clearing on the loan market if  $L(\rho, r, Y) = \lambda(\rho, r)D(1 - \tau)$ .

Bernanke and Blinder show that the LM curve is defined as

$$D(r, Y) = m(r).BR$$

where  $m$  is the money multiplier depending positively on  $r$  and negatively on  $\tau$ . This relationship is found considering that banks hold excess reserves equal to  $\epsilon(r)D(1 - \tau)$  ; the supply of deposits is then equal to bank reserves,  $BR$ , times the money multiplier,  $m(r) = [\epsilon(r)(1 - \tau) + \tau]^{-1}$ . As in a traditional LM curve, the demand for money (here as a demand for deposits), depends positively on  $Y$  and negatively on the interest rate  $r$ . The IS (or CC for “commodities and credit”) curve is simply a negative relationship between  $Y$  and both interest rates.

Let's focus on what happens to the loan supply when the central bank imposes credit controls. The controls are simply modeled as a negative shock on  $\lambda$  : the value of banks' loans is a lower proportion of their liabilities. If  $r$  increases then the demand for loans decreases. But if  $r$  is lower than its market clearing level, then there is an excess demand for loans. This excess demand can be fulfilled in two ways. The first possibility is that the banks buy more bonds to finance firms. It is only possible if bonds and loans are substitutes (but still imperfect substitutes, otherwise the CC curve reduces entirely to a IS curve). This will decrease the price of bonds and expand the money supply if money and bonds are close substitutes. The second possibility to fulfill excess demand is that  $D$  increases. An increase in  $D$  will automatically lead to an increase of the money supply. If credit controls take the form of discount ceilings, then the increase in  $D$  is a simple way to circumvent the reduction of financing of the banks by the central bank. The banks that must borrow less at the central bank can simply increase their resources through deposits. This case is the worst for credit controls : the total amount of loans does not decrease and there is an increase in the money supply. If credit controls take the form of limits on credit expansion, then the loan supply is definitely fixed. But, following Tobin (1970) and Davies (1971)'s argument, the distinction can be made on the liabilities side between time deposits and demand deposits, assuming that loans are financed by time deposits ( $TD$ ) but that money is only compounded of demand deposits ( $DD$ ). The balance sheet is then  $B + L^S + E = (TD + DD)(1 - \tau)$  and the loan supply :  $L^S = \lambda(\rho, R)TD(1 - \tau)$ . If the loan supply is entirely rationed, and whatever happens to the excess loan demand (either converted or not in bonds financing), then credit controls can lead to a decrease in  $TD$  and an increase in  $DD$ , hence a increase in the money supply.

To counteract these many possible substitution effects, the central bank can act on the reserve requirement ratio :  $\tau$ . Then, because of a decrease in the money multiplier  $m$ , an increase in deposits will not lead to an extension of the money supply. Another possibility is to influence directly the substitution between bonds and money. If the central bank forces the banks to detain long-term bonds rather than short-term bonds, which are close substitutes to money, the LM curve is not

affected by bonds transactions. This can be done simply in the Bernanke-Blinder model if we distinguish within the banks balance sheet between long and short term bonds, assuming that only the interest rate on the latter enters the LM curve.<sup>87</sup> The instrument that force the banks to maintain a high proportion of illiquid assets (such as long term treasury bonds) is commonly called “liquidity ratio”.

### 3.9 APPENDIX 3 : Accounting for non linearities

All along the paper, I estimate a fully linear system that treat the dummy variable and other variables symmetrically. This is done in most of the papers that use policy dummy variable as endogenous in the VAR ; see Gertler and Gilchrist 1994, Carlino and De Fina 1998, Ramey 2011. However, it could be a strong assumption. Following Leeper(1997) it is thus necessary to check the robustness and compute a Quasi-VAR that estimate the equation with the dummy variable with a logit estimator and then combine it with the other equations estimated with OLS.

Compared with the fully linear system, Leeper (1997) do not obtain important differences. I also find that the two estimations lead to similar results. The estimation output below shows that the pattern of the impulse response functions is very similar. When the shock are normalized such that the dummy variable jumps to the value 1 following a monetary shock, the magnitude of the effects is very similar. Note also that, as stated by Leeper (p.655) “because of the non-linearities, it is not obvious what sort of conditioning set yields ‘typical’ responses to the monetary policy dummy”. Given the robustness of the results, it is thus a better option to keep the fully linear system that allows a better interpretation of the results and comparisons with other studies.

---

87. This assumption means that only the interest rate on short term bonds influences the demand of banks for excess reserves.

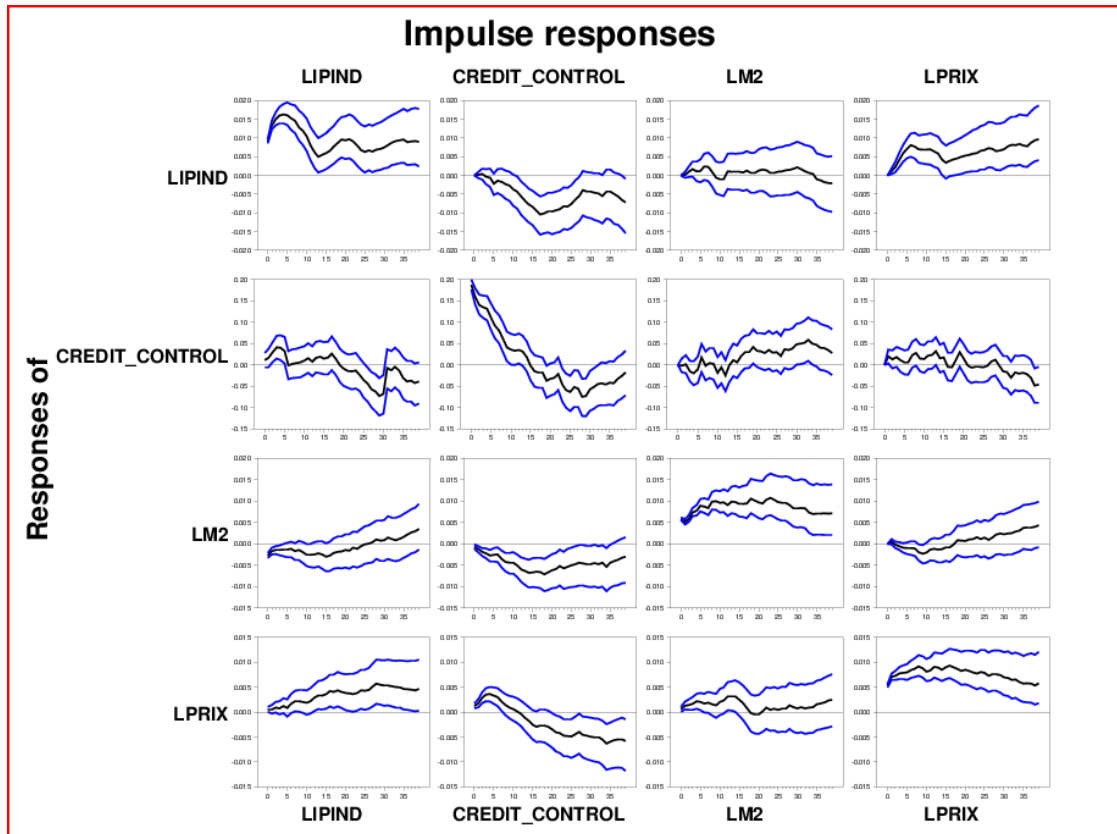


FIGURE 3.19 – IRFs with a Quasi VAR with probit estimation

### 3.10 APPENDIX 4 : Further results (credit and international variables)

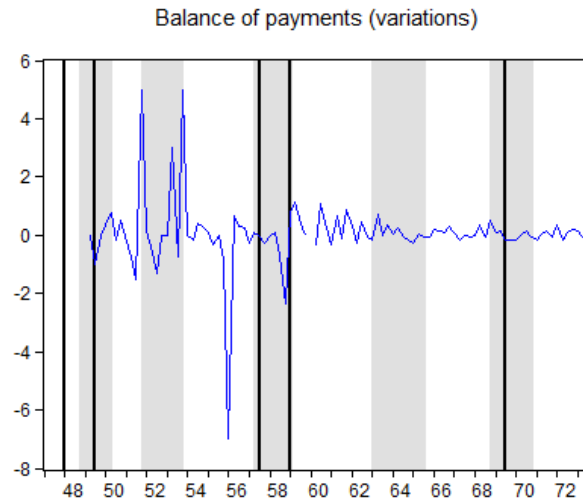


FIGURE 3.20 – Variations of the balance of payments. Black lines are devaluations.

The following specifications include at least 4 variables (production, money, price level, dummy variable).

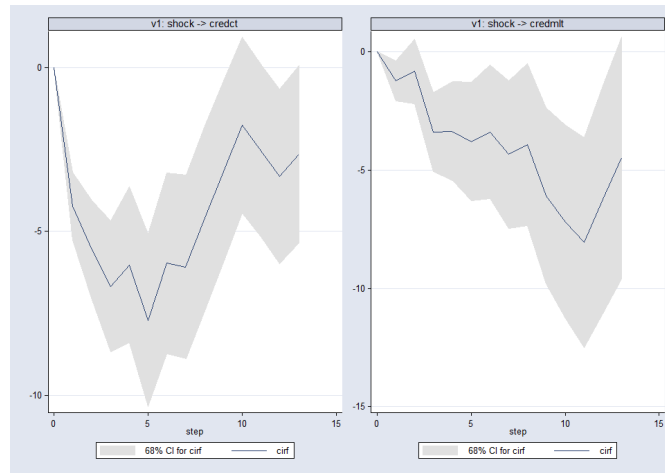


FIGURE 3.21 – Cumulative IRF to a monetary restriction. Responses of short-term credit (left) and mid-long-term credit (right). Quarterly VAR with 3 variables.

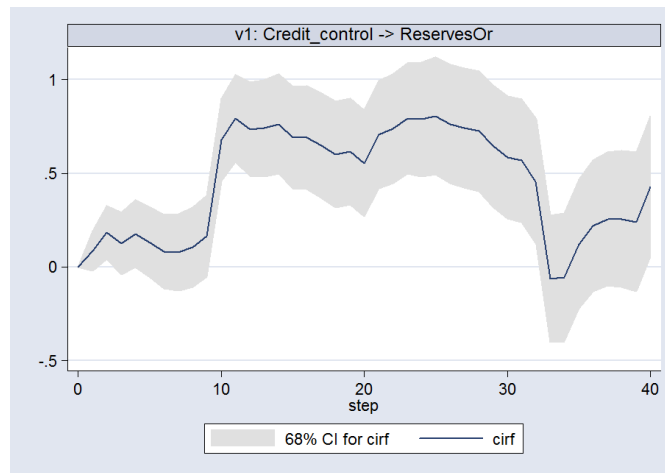


FIGURE 3.22 – Cumulative IRF to a monetary restriction. Response of foreign reserves (gold included). Monthly VAR with 5 variables.

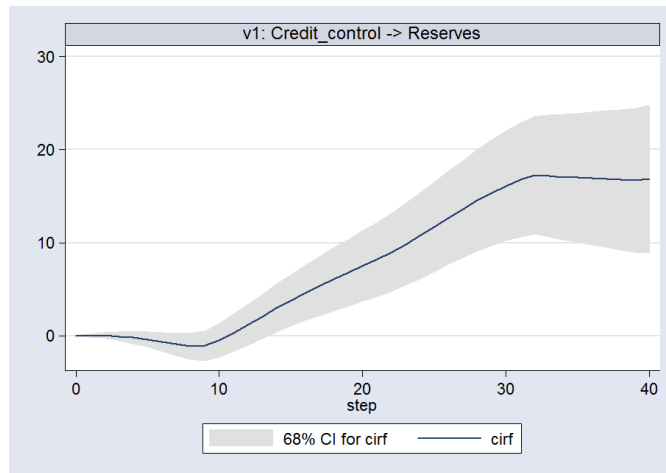


FIGURE 3.23 – Cumulative IRF to a monetary restriction. Foreign reserves. Monthly VAR with 5 variables.

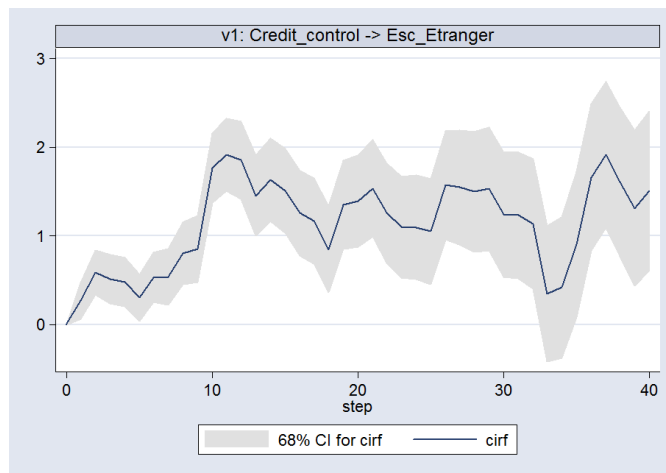


FIGURE 3.24 – Cumulative IRF to a monetary restriction. Response of foreign bills of exchange discounted by the Banque de France. Monthly VAR with 5 variables.



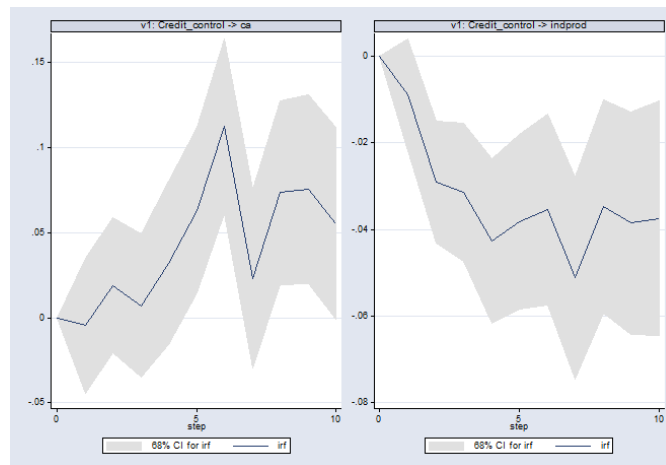


FIGURE 3.25 – Cumulative IRF to a monetary restriction. Effect on current account (left). Quarterly VAR with 5 variables

# The prices vs. quantities trade-off in monetary policy. An interpretation of credit controls.

---

“The rejoinder is that using rationing, not the price mechanism, is in fact the better way of ensuring that true needs are met. If a market clearing price is used, this may mean only that it will be driven up until those with more money end up with more of the deficit commodity.”

Martin Weitzman (1977, p.2)

A quantitative instrument of monetary policy is any device used by the central bank to influence directly the supply or demand of money (or credit) rather than the interest rate. The choice of this kind of instruments is still not well understood from a theoretical point of view, especially when changes in quantities are not accompanied by a change in interest rates.

A typical restrictive monetary policy using a quantitative instrument is to set a maximum amount of banking credit in the economy, either through a cap on banks lending or through a ceiling on banks capacity to borrow at the central bank. A typical quantitative expansionary policy is when the central bank commits to lend to banks at a very low rate as much as the banks have collateral to back it with (full allotment).

These quantitative instruments have been very popular for decades, especially after World War II and until the 1980s, in Western Europe (Hodgman 1973), Japan and East Asia (Werner 2002), Africa (Page 1993, Cobham, Dibeh 2009), Latin America (Alexander and Enoch 1995, De Melo, Denizer 1997) and many

countries, such as China, India, Turkey or Nigeria, still use them. In the economic literature, they are either neglected or criticized for their inefficiency. The reason why they have been adopted in so many countries remains largely a puzzle.<sup>1</sup>

The recent financial crisis has also created a new interest in quantitative instruments and central bank balance sheet policies in general (Adrian and Shin 2009, Stone, Fujita, and Ishi 2011) but the debates focus on expansionary monetary policy only. The argument at the core of these debates is that interest rates hit their zero lower bound and the economy is thus in a liquidity trap, in the Keynesian sense. There are few attempts to offer alternative explanations and especially to investigate whether expansionary and restrictive quantitative monetary policies share common theoretical foundations and are of the same nature.

The goal of this paper is to offer a general framework to understand why central banks choose to control directly the quantity of credit rather than to increase or decrease interest rates. I am especially interested in deriving theoretical justifications for restrictive monetary policies that impose a cap on banking credit while maintaining a low and fixed discount rate as it was the main characteristic of French central banking from 1948 to the early 1970s. But the framework and the conclusions may apply to other countries and periods.

I propose a positive model of monetary policy that aims to answer the following questions : why do central banks adopt such a policy? what are the necessary conditions? what are its effects on the banking sector and on the economy?

The main intuition of the paper can be summed up with a simple example. This example represents the tradeoff faced by the Banque de France in the 1950s which hesitated between raising its discount rate or decreasing discount ceilings (i.e. the maximum amount banks can borrow at the discount window) in order to fight inflation. Let's say that there are two banks and each of them wants to borrow 600 000 francs at the discount window of the central bank. The discount rate is 4 %. But the central bank decides to run a restrictive policy and to set its total

---

1. As I will discuss in section 7, models of financial repression (and of reserve requirements) interpret controls on the banking sector as a way to raise government revenues (seigniorage). Their focus is on fiscal policy whereas this paper deals with the dilemma quantities vs. prices for monetary policy alone.

maximum supply equal to 800 000 francs. The Banque knows that if it increases the discount rate to 6%, one bank would demand 500 000 francs but the other bank can only demand 300 000 francs at this new price. Such a strategy would rely on a standard price mechanism to achieve market clearing (supply = demand). But another possible strategy for the central bank is to impose discount ceilings - i.e to allow each bank to borrow only 400 000 francs - and to set a discount rate level that can be higher than 4 % but still low enough such that both banks agree to borrow. This second strategy is called rationing, or direct credit control.<sup>2</sup> The essential feature of such an example is to show that in the second strategy, the discount rate is not only a low rate, it is a non market-clearing rate.

The contribution of this paper is thus to derive under which conditions a central bank chooses to implement the second strategy.

Standard macroeconomic models cannot feature such a policy because they do not allow for non market clearing rates : decreasing the money supply or raising interest rates is then equivalent for a central bank. A tradeoff between these two instruments can only arise because of different macroeconomic shocks (Poole 1970) or problems of determinacy in the model (Sargent and Wallace 1975, Cochrane 2011). The only non market clearing situation occurs when the interest rate is at the zero lower bound (liquidity trap), but this situation usually makes monetary policy ineffective and cannot happen if the policy is restrictive.

These models do not seem well suited to account for the fact that quantitative instruments are used over long periods (not in response to sudden shocks), are often associated with closed economies and developing banking systems that suffer from many imperfections, are mostly applied to the supply of credit rather than money, and are associated with a weak role of interest rates at the macroeconomic level and in the transmission of monetary shocks (Alexander and Enoch 1995).

The approach followed in this paper strongly differs from standard macroeconomic models of monetary policy. It states that the choice of monetary policy instrument is not primarily determined by the nature of the macroeconomic dis-

---

2. Note that if discount ceilings already exist and equal 600 000 francs for each bank, this policy means that the central bank just has to decrease the ceilings by one third.

turbances or by the preference for liquidity but by the nature of the interaction between the central bank and the banks. Contrary to models with a liquidity trap, I show that a non market-clearing interest rate is not a constraint for monetary policy ; it is the result of the strategy of the central bank. Quantitative controls and a non market-clearing interest rate are a partial equilibrium phenomenon due to the contract between a central bank and the banks. The central bank has incentives to lend to banks at a below market-clearing rate and to ration the quantities of its loans to banks in order to increase banks' demand at the discount window and thus banks' loans to firms. I apply to central banking the reasoning of Martin Weitzman (1974, 1977) about the quantities vs. prices tradeoff. A central bank faces such a tradeoff when a market clearing interest rate may exclude some banks from the market and lead to a suboptimal outcome.

This paper thus uses the term *rationing* to characterize quantitative controls that the central bank imposes on banking credit instead of relying on the price mechanism.<sup>3</sup> It must be noted that this definition of rationing is different from the usual models of credit rationing that formalize the relationship between a bank and a firm. Following notably Jaffee and Russell (1976) and Stiglitz and Weiss (1981), the standard credit rationing mechanism is that lenders (banks) supply a smaller loan size than that demanded by the borrowers and thus exclude some borrowers (firms) from the market. On the contrary, the central bank in this paper uses

---

3. This argument is related to the literature about optimal regulation with parameter uncertainty that makes clear how the dilemma prices versus quantities arises. This approach was pioneered in a seminal paper by Weitzman (1974). Our model borrows from this approach as it uses the fact that two elements are crucial to model the prices vs quantities tradeoff : asymmetry of information and a planner (or a monopoly power). The quantities vs. prices tradeoff is a second best problem by its nature. In a recent paper, Stein (2011) uses Weitzman's insights and shows that monetary policy can be deemed to be a planning problem with quantities as an optimal instrument when there is financial instability due to pecuniary externalities. Stein then promotes a cap and trade system as an instrument of monetary policy. But in Stein's model, the central bank affect banks behavior through quantities rather than prices because of the assumption that interest rates are fixed and independent of quantities. This model cannot explain why the central would prefer to control quantities rather than prices.

rationing to grant credit to some banks that would be excluded from borrowing in the market clearing situation. Here, rationing increases the number of borrowers (banks and firms) in the market.

Both concepts of rationing require imperfect information. The main difference is that in models *à la* Stiglitz-Weiss, it is assumed that the supply of credit is not limited whereas, in the central banking model in this paper, I assume that the central bank supply of credit is limited by a macroeconomic rule that sets the optimal quantity of credit in the economy.<sup>4</sup> Given this limited supply, the central bank chooses to allocate credit either through the price mechanism or through the rationing of the quantity of credit per bank, as in the example above.

In order to characterize such a central bank trade-off, I use and extend the model of Gilbert and Klemperer (2000) initially developed in order to address auctions and industrial organization problems.<sup>5</sup> This model features the concept of rationing I think is meaningful to explain monetary policy with credit controls. To apply it to central banking, I simply consider that the central bank is a seller of credit (at the discount window) and banks are buyers.

The model shows that, under certain conditions, rationing is a strategy that can, at the same time, minimize the losses of the central bank and maximize the welfare of banks. Besides providing a rationale for the use of credit controls, the model also offers interesting predictions. It shows that rationing (credit controls) can increase the average amount of credit and investment in the economy. It ex-

---

4. The standard Stiglitz-Weiss (1981) argument in particular would be meaningless if applied to monetary policy. In their model they argue that rationing occurs because safe borrowers are not willing to pay as high interest rates as risky types. It would be difficult to argue that a central bank would persist during several decades in a policy that is completely at odds with social and macroeconomic objectives only in order to maximize its profit. On the other hand, the redlining argument (Lang, Nakamura 1993, Rochet, Freixas 1997) that rationing occurs without asymmetric information only because of limited supply, and that banks would not be able to get loans even if they were willing to pay higher interest rates, gives few clues to explain why a central bank would set a uniform non market clearing policy rate.

5. This concept of rationing is actually close to the one used by Gary Becker (1991) to explain why some restaurants which face a high demand would prefer to ration seats (and thus create long lines) rather than to raise prices...

plains why banks obtain rents from such a policy and thus support it. It concludes that the discount rate of the central bank can remain flat while monetary policy moves from an expansionary to a restrictive stance, or vice versa.

These were three important characteristics of the French economy and banking system from WWII to the 1970s.

Three assumptions are essential to obtain these results.

First, the central bank has a complete control of the quantity of credit in the economy through its discount window. It means that the central bank has a monopoly power on banks refinancing and that it is able to choose the supply of credit. This was typical of the postwar French banking system where a traditional money market was not functioning ; it also characterizes many developing countries where decentralized money markets are not mature, as well as advanced economies during liquidity crisis.<sup>6</sup> This does not require that the discount window policy is the only instrument of the control of the money supply but it is nonetheless necessary that the discount window policy does not contradict the management of the money base.

Second, there are informational costs in the economy that prevent the banks from lending to firms if they cannot expect to have access to the central bank refinancing facilities. In the model, such a cost is a sunk cost that banks have to incur to obtain information on firms. The key feature is not only that banks need central bank's credit to lend to firms, but that banks first need to invest

---

6. The fact that the ability to control the quantity of money is related to the assumption that banks are highly indebted toward the central bank (and thus that alternative options of refinancing are scarce) is reminiscent of John Hicks (1974). In this book, Hicks distinguishes between an overdraft economy where banks are indebted to the central banks and an auto-economy where banks liquidity is mainly provided by the market, and states that monetary policy is much more powerful in the first case. To characterize France as an "overdraft economy" has been popular (Lévy-Garboua 1978, Loriaux 1991) but, paradoxically, the argument has been mainly used to study the financial system rather than the functioning of monetary policy. Critics have pointed out that the concept of 'overdraft economy' was too vague to provide a meaningful description of the financial system (Goux 1990, Cobham and Serre 2002). This paper somewhat goes back to the original Hicks' argument in assuming that higher bank indebtedness towards the central bank provides a better monetary control.

in the sunk cost and to commit to lend to firms if they want to borrow at the central bank discount window. In other words, the investment in the sunk cost is complementary to the access to the central bank's lending facility. By definition, an investment in a sunk cost is not always successful.

Third, the central bank is not able to distinguish between the types of banks (and thus the interest rate each bank is willing to pay) at the discount window : it is a standard asymmetric information problem. Otherwise, the central bank would be a planner with perfect information and would ensure that the allocation of credit is completely contingent on the type of the bank and on the state of the demand. As it would be argued later, this assumption does not mean that the central bank is never able to distinguish between types and to discriminate at the discount window. The model only assumes that discrimination is not possible for all the banks in the economy. Thus central banks may use price discrimination for some banks and, for other banks, act as in this paper. The theoretical literature on the credit controls implemented by central bank or government is scarce (Hodgman 1972, Johnson 1974, Schreft 1992) and it has only focused on the distributive or selective effects of these controls (see also chapter 6). But even when central banks use selectivity for some banks or sectors, they also set a discount rate and a limit on credit growth which is common to most of the banks. Whereas previous papers on credit controls have asked whether it is optimal to do credit selectivity, this paper is concerned with the rationale to ration the total quantity of credit at a below market-clearing rate for banks (or sectors) that are not subject to credit selectivity. These two approaches are complementary and may provide a more complete picture of direct credit controls.

According to the second and third assumptions, the model features two types of banks that cannot be distinguished at the discount window, as well as two states of demand for central bank's credit. One type of banks is called the "marginal bank" because it cannot pay as much as the other type for the same quantity of central bank's credit. The high demand state occurs when the investment of both types in the sunk cost has been successful (i.e. banks are willing to lend to firms and discount the loans at the central bank's window) whereas the low demand state



occurs when only the investment of one type has been successful. When monetary policy is restrictive and the central bank sets a market clearing discount rate, the marginal bank cannot borrow at the discount window in the high demand state because the interest rate is too high.

Following Gilbert and Klemperer (2000) I show that two market-clearing cases are possible. In one case, the marginal bank has no incentive to invest in the sunk cost because the interest rate is too high even in the low demand state; it never borrows at the discount window and never lends to firms. In the other case, the marginal bank invests in the sunk cost and has access to the discount window only in the low demand state where the central bank charges the lowest possible discount rate. Considering these two potential cases sheds light on the fact that if the central bank wishes to run a restrictive policy and to minimize its losses (maximize its profit) under a fixed credit supply, two different kinds of rationing may arise. One kind of rationing gives an incentive to the marginal bank to invest in the sunk cost whereas it would not have done so otherwise. On the contrary, the other kind of rationing only enables the central bank to charge a higher interest rate in the low demand state with the promise of rationing (lending to both types) in the high demand state. Distinguishing between these two kinds of rationing (which are observationally equivalent) is crucial because they have different economic, welfare and political economy implications. Indeed the first kind of rationing (called *case B* in the paper) is welfare improving for both types of banks and results in a higher average level of banking credit in the economy (compared to the market-clearing case). On the other hand, the second kind of rationing (*case A* in the paper) may lead to ex post inefficiencies (welfare loss for the high type of banks) and to the same average level of credit as in the market clearing case. In political economy terms, it means that both types of banks would support the first kind of rationing whereas it may not be true anymore for the second. Regarding the economic implications, it means that only the first kind of rationing may increase credit development compared to market clearing.

The remainder of the paper is organized as follows. Section 1 presents the set up of the model, following Gilbert and Klemperer (2000). Section 2 solves the model

when the stance of monetary policy is exogenous (i.e. does not depend on banks' characteristics). It characterizes both restrictive and expansionary policies. It derives the condition for equilibrium rationing when monetary policy is restrictive and distinguishes between the two kinds of rationing (*cases A & B*). Section 3 solves the model when the stance of monetary policy is endogenous and shows that rationing never occurs in this case. Section 4 discusses several objectives of the central bank. It studies how the model is compatible with standard macroeconomic objectives and rules and then conducts a welfare analysis. It characterizes the second best properties of the model and the rents. Section 5 discusses briefly what happens if banks are allowed to default in the model. Finally, section 6 shows how the model explains French credit controls and the discount window postwar policy.

## 4.1 Set up of the model

This section presents a simple model of the interactions between a central bank and two banks.<sup>7</sup> I adapt the model of equilibrium rationing of Gilbert and Klemperer (2000) to monetary policy. These authors constructed a general auction model to explain why a seller would ration quantities and sell a good at a price below the market-clearing price. This paper views the central bank as a monopolist seller of credit (through its discount window) to some banks that lend to firms. Lending to a firm is considered a necessary condition for a bank to borrow at the central bank (which is consistent with the real functioning of a discount window). But in order to lend to a firm, a bank must first incur a sunk cost. The complementarity between investing in the sunk cost, lending to the firm and borrowing at the central bank's window is crucial and drives the main results of the model.<sup>8</sup>

---

7. Alternatively, these two banks can be considered as two projects within the same banks.

8. I keep the same notations as in the Gilbert and Klemperer (2000), when possible, in order to facilitate comparisons with the original set up. Besides the interpretation in terms of central banking, I will depart from their models in three ways. First the timing of the model has to be modified such that it applies to bank loans. Second, I investigate both restrictive and expansionary monetary policies whereas they only consider a fixed supply (restrictive), and I distinguish

The main (unusual) characteristic of the model is to include two financial markets. There is a market for loans between banks and firms, and a market for banks refinancing at the central bank. The structure is as follows :

1. banks lend to firms in an economy with imperfect information (modeled as a sunk cost). This market is called the *loan market*.
2. the central bank has a monopoly on banks refinancing : it lends directly to private banks and there is no outside money or interbank market. This is the *discount window*.

The central bank maximizes its profit (minimizes its loss) and chooses policy instruments to allocate credit between banks.<sup>9</sup> The choice of the central bank's instrument may influence whether banks invest or not in the sunk cost, then their demand of credit at the discount window and finally, the profit of the central bank.

The central bank can either run a restrictive policy (banks might not receive as much credit as they wish) or an expansionary policy (the central bank always fulfills the demand of the banks).

Two very different cases must be considered regarding the choice of the stance of monetary policy. The first case is when the stance of monetary policy is not determined by the interactions between banks and the central bank within the model but by an exogenous macroeconomic rule. The opposite case is when the central bank chooses the stance of the policy only in function of banks' characteristics, that is in function of the parameters of the model. In the first case, the stance of the policy is thus *exogenous* to the model. Monetary policy is determined by a rule that does not take into account the characteristics of the banking sector. In the second case, the stance of policy is *endogenous* ; it is only determined by the maximization of the profit of the central bank, without any exogenous

---

whether the choice between policy stances is endogenous or exogenous to the parameters of the model. I thus have three regimes whereas their original model has only one. Third, I distinguish the case when the central bank is a monopolist from when it is a planner. A last difference is that I discuss fully two cases of rationing (*case A* and *case B*, see *supra*) while they devote most of their attention to *case A*.

9. The assumption of profit maximization will be discussed further and relaxed in section 4.

constraint.<sup>10</sup>

Throughout the model, I make the assumption that the central bank can control directly the amount of credit in the economy. It can be done at the discount window through quotas (ceilings), or “before” the discount window in the form of a maximum amount of outstanding loans by bank, such that the central bank will not re-discount the loans of banks that have exceeded these amounts. Note that this assumption is compatible with other direct controls such as reserves requirements or legal ceilings on interest rates or on deposits. Hereafter, I interpret the central bank’s credit to banks as discount (or re-discount) and then the interest rate as the discount rate. The model is nonetheless more general and can be applied to other forms of central bank’s standing facilities such as repos or advances, as long as the central bank has a monopoly and ensures that loans to firms are contingent on the refinancing.<sup>11</sup>

In this section, I first describe the relationships between banks and firms. Second, I explain the nature and the role of the central bank

### 4.1.1 The banks

Banks lend to firms. Before granting credit to a firm, they need to invest a sunk cost to obtain information on the borrower. A sunk cost means that this investment cannot be reimbursed, even if the bank does not eventually lend to the firm. Such a sunk cost is a typical way to model asymmetries of information between banks and firms in the banking literature (Petersen and Rajan 1995, Gehrig 2000).

The investment in the sunk cost can be successful (the information reveals that the firm has enough funds to repay the loan) or unsuccessful (the information reveals that the bank should not lend to the firm). If the investment in the sunk cost has been successful and the bank has subsequently decided to lend to the firm, the bank has a valuation for rediscounting at the central bank. This valuation is the maximum interest rate that the bank is willing to pay to borrow at the central

---

10. Note that Gilbert and Klemperer (2000)’s model only corresponds to a restrictive policy with a capacity constraint.

11. Asking for a collateral, for an example.

bank's window in order to be able to lend to the firm.

To conclude, the decision of a bank to lend to a firm is affected by the success or failure of the sunk investment, and by the difference between its valuation for rediscounting and the actual discount rate of the central bank.

There are two types of banks, a low type ( $L$ ) and a high type ( $H$ ) characterized by a distinct valuation  $v_L$  and  $v_H$  for one unit of credit at the central bank discount window. The low type is defined as the marginal bank : whereas the two types can discount bills at the central bank when monetary policy is expansionary, only the high type is able to do so when the central bank runs a restrictive policy with a high interest rate.

In order to be both tractable and general, the model is first agnostic about the reasons that may explain the differences between the valuations  $v_L$  and  $v_H$ . The relationship between banks and firms is modeled only through the probability of success of the investment in a sunk cost. Hence, the model does not explicitly distinguish between several types of firms and does not specify the contract that is made between banks and firms. It does not assume that they are able to write an optimal contract. In section 5, I will discuss the case where the difference of valuations is explained by a difference in the risk of the loans. But other reasons than the risk can explain this difference, including the amount of self financing of the bank : banks that can rely more on their own funds (deposits, bonds issue) would be able to accept to pay a higher discount rate. This is consistent, for example, with the observation that the smallest banks are excluded from the discount window when monetary policy is restrictive.

The distinct probabilities of the success of investment in the sunk cost ( $s$ ) for the two types of banks are  $r_L$  and  $r_H$ . A probability  $q_{LH}$  denotes the case where both investment are successful conditional on both types of banks choosing to invest in  $s$ .

$q_j$  is then the probability that only one type of bank has succeeded in its investment. I assume for simplicity that  $s$  takes the same value for both types but that investment successes are uncorrelated<sup>12</sup>, so  $q_j = r_j(1 - r_k), j \neq k$ , and

---

12. The macroeconomic conditions that may affect both types of banks in a similar way are

$q_{HL} = r_H \cdot r_L$ . We thus have  $r_L = q_L + q_{LH}$  and  $r_H = q_H + q_{LH}$

I assume that the valuation is positively correlated to the probabilities  $r$  and  $q$ , such that  $v_L < v_H$ ,  $r_L < r_H$ ,  $q_L < q_H$ . A positive correlation between these variables is not essential for the conclusions of the paper. The only essential feature is that the bank with a lower  $r$  must be the marginal bank.<sup>13</sup>

An interpretation of this assumption could be as follows : bigger banks, which are more likely to accept to pay a high discount rate when they need liquidity, have a better knowledge of the market and thus invest their sunk cost in projects which are more likely to succeed.

### 4.1.2 The central bank

In this model, the central bank is a monopolist seller on the interbank market. A bank can only borrow from the central bank but not from another bank. Such a function of central banking is typical during crises but is also a well-known feature of economies, such as Japan or France in the 1950s and 1960s, where the central bank decides to maintain a discount rate lower than the interbank rate and to discount permanently a large quantity of loans.<sup>14</sup> Note that such a monopolist could theoretically be a private bank and not necessarily a central bank with a government mandate.

The central bank is a seller and the banks are its customers. The central bank cannot distinguish between the two types of banks,  $H$  and  $L$ . If the central bank had perfect information on  $v_L$  and  $v_H$ , it would be able to set a different discount rate for each type.

---

thus reflected in  $s$  but not in  $r$ . These two assumptions are not essential for the main result of the model on rationing. Rationing can still occur if  $s$  takes different values and if  $r_L$  and  $r_H$  are correlated (as long as they are not perfectly correlated).

13. Rationing could still occur in the model if  $v_L > v_H$ ,  $r_L < r_H$ , see Gilbert and Klemperer (2000, p.6). The only assumption that is necessary is that the bank with the lower  $r$  is the marginal bank. It can be excluded from the discount window when monetary policy is restrictive either because it has a lower  $v$  or because  $r$  is sufficiently lower to outweigh a higher  $v$ . In this paper I only focus on the first possibility.

14. On the Japanese “window guidance” policy, see Cargill et al. (1997) and Werner (2002)

The fact that the central bank maximizes its profit might seem surprising : section 4 will discuss further this assumption and consider alternative objectives. At this point, it is sufficient to say that we have to distinguish between constrained maximization and unconstrained maximization. In the first case (section 2), the total central bank's supply of credit is set according to a macroeconomic exogenous rule, that is the maximization of profit does not determine the stance of monetary policy but only the policy instrument. In the second case (section 3), the monopolist chooses both the supply of credit and the price in function of the demand and the valuations of banks.

### 4.1.3 Timing

All parameters  $(s, v, r, q)$  are common knowledge but the central bank cannot identify the type of the banks. Whether the stance of monetary policy is exogenous or endogenous is decided before the game starts and it is also common knowledge.

The model is a one-period game. During this single period, the banks and the central bank take decisions according to the following order of events :

1. The central bank announces the stance of the policy (expansionary or restrictive) and its pricing policy. That is the result of the choice between rationing and market clearing prices is common knowledge before banks invest in sunk costs.
2. The banks invest in sunk costs to obtain information about the firms which are applying for a loan.
3. The sunk investment is successful or not with probability  $r$ . If it fails, the bank decides not to lend to the firm. If it succeeds, the bank agrees to lend. In order to be certain that it can lend as well as to decide the amount of the loan, the bank must be sure that it has access to the central bank's discount window. Thus, it makes the success of the sunk cost investment common knowledge. But there is no commitment to purchase : if the price is too high, the bank will not lend and will not borrow at the central bank.
4. The central bank observes the total demand of credit in the economy and

announces the value of its discount rate. The central bank cannot distinguish between the two types (i.e. the valuations  $v_H$  and  $v_L$ ).

5. Once the discount rate is announced, the bank knows whether it can borrow at the central bank window. Then it lends or not to the firm. If the bank has committed, it cannot cheat. That is it cannot borrow at the central bank and refuse to lend to the firm<sup>15</sup>.

## 4.2 The stance of monetary policy is exogenous

The amount of credit that the central bank offers to the banks is fixed and determined exogenously by a monetary policy rule that does not take into account the characteristics of the banking sector ( $s, r, q, v$ ). The central bank then chooses its discount rate under this constraint.

Each bank can have a demand for central bank's credit equal to 0 or 1. A restrictive monetary policy means that the central bank's supply of credit is only 1 unit. On the contrary, when monetary policy is expansionary, the central bank's supply equals 2 units. The role of the central bank is thus to clear the market, that is to ensure that demand equals supply. The central bank has to decide whether this goal is better ensured using the price mechanism or using quantitative controls (rationing).

### 4.2.1 Restrictive monetary policy

The central bank's supply of credit is only 1 unit. This is the level above which the central bank considers that its policy would become too inflationary. Monetary policy then faces two possible cases : either banks' demand for rediscounting is lower or equal to this upper bound ( $= 0$  or  $1$ ), or the demand exceeds this limit ( $= 2$ ). When the second case arises, the central bank faces a dilemma : is it better to raise interest rates and then select the banks with a higher valuation  $v_H$  (*separating equilibrium*), or is it worth setting a lower interest rate and rationing directly the

---

15. This is guaranteed by the law and by the procedure of discounting : a bank needs signatures of the parts to obtain rediscounting at the central bank.



demand of credit (*pooling equilibrium*)? Rationing the demand of credit means that the central bank shares the unit of credit between the two banks - at the same price - rather than selecting one type with a higher price.

Table 1 and a simple example below make this dilemma clear.

In table 1, I neglect the case where there is no demand, that is when both investments in the sunk cost have been unsuccessful. Table 1 also assumes that both types invest in the sunk cost. Normal demand is thus 1 unit of credit and excess demand is 2 units.

	Normal demand	Excess demand
Market clearing	$P_N$	$P_E$
Fixed rate and credit control	$P_R$	$P_R$ and ration

TABLE 4.1 – Restrictive monetary policy

Let's assume that  $v_L$ , that is the lowest valuation for one unit of credit, equals 3, and  $v_H$  equals 4. When the sunk investment succeeds for only one type, the demand does not excess supply. Since the central bank cannot distinguish between the two types, it must set the price not higher than the lower valuation. Let's say that the price when demand is normal is  $P_N = 2$ , then the central bank receives the profit  $\Pi_N = 2$ . When there is excess demand, the central bank willing to maximize its profit under the constraint of a restrictive monetary policy will choose a price exceeding the low valuation :  $P_E = 4$ . Then the profit is  $\Pi_E = 4$ . Given the characteristics of this economy the dilemma is the following : is it possible to find a strategy with rationing and a price  $P_R$  such that  $P_N < P_R < P_E$  and  $\Pi_E < \Pi_R$ ?

This simple example using the parameters of the model is similar to the trade off faced by the Banque de France in the 1950s and 1960s and described in the introduction.

## Equilibrium

The model is now solved as in Gilbert and Klemperer (2000). They distinguish between the market clearing regime and the non market-clearing regime with rationing and then compare the outcomes.

*Situation 1 : market clearing interest rates.*

Let's first derive the general formulation of the market clearing interest rate. In this case, the project associated with a low valuation for rediscounting will not be carried on when there is excess demand for credit. Hence, credit is granted to type L only when the sunk investment has not proven successful for the H type. The probability of this situation is  $q_L$ , and the low type bank obtains the following profit  $M_L = q_L(v_L - P_N) - s$ . The condition for free entry in the banking sector leads to the expression of the price :<sup>16</sup>

$$P_N = v_L - \frac{s}{q_L}$$

If the interest rate set by the central bank exceeds this value,  $M_L$  equals  $-s$ , and there is a non null probability (equal to  $q_L$ ) of no transaction in the normal demand case even if the investment in the sunk cost has been successful for the low type.

On the other hand, when there is excess demand, the central bank will maximize its profit under the constraint of a restrictive policy, setting the highest interest rate the high type bank is willing to pay :  $P_E = v_H$ .<sup>17</sup> The central bank's profit in the market clearing case is then :

$$\Pi_{mc} = (q_L + q_H) \left( v_L - \frac{s}{q_L} \right) + q_L q_H v_H$$

But two subcases can actually occur :

- **case A.** The central bank sets the discount rate such that both types invest. The profit  $\Pi_{mcA}$  of the central bank is thus as described above :  $\Pi_{mcA} = \Pi_{mc}$
- **case B.** The central bank sets the discount rate such that only the high type invests in the sunk cost. In this case,  $r_L$  always equals 0. The discount rate is

---

16. The model could be easily extended to a banking sector with monopolistic competition where  $P_N$  equals its perfect competition value plus a markup.

17. There is a probability  $q_H$  that the high type pays  $P_N$  and then obtains a surplus. Thus the central bank can exploit this situation and set a maximum  $P_E$  in excess demand in order to compensate the surplus obtained by the high type in the normal demand case. See interpretation of Proposition 1, supra.

only determined by the high type's profit :  $M_H = (q_H + q_{LH})(v_H - P_E) - s$ .  
Rearranging the equation taking into account the free entry condition :

$$P_E = v_H - \frac{s}{(q_H + q_{LH})}$$

The profit of the central bank is thus

$$\Pi_{mcB} = (q_H + q_{LH})v_H - s$$

Table 2 modifies Table 1, distinguishing between these two cases :

	Normal demand	Excess demand
Market clearing (case A)	$P_N$	$P_E$
Market clearing (case B)	$P_E$	<i>no</i>
Fixed rate and credit control	$P_R$	$P_R$ and ration

TABLE 4.2 – Restrictive monetary policy

The condition that distinguishes these two subcases is the following :

**Proposition 1** : The central bank will induce both types of banks to invest (*case A*) if

$$\Pi_{mc} \geq r_H v_H - s = (q_H + q_{LH})v_H - s$$

, that is if

$$s \leq q_L [(q_L/q_H)v_L - (v_H - v_L)]$$

This condition clearly points out that if  $s$  is sufficiently high, the low type will always be excluded from investing and rediscounting. If  $s$  is too high, it is too costly for the central bank to face - with probability  $q_H$  - a situation where the high type pays a price lower than what it would accept. On the other hand, if  $s$  is low, the profit forgone from the type H in the low demand case is small enough to induce both types to invest. Following the same reasoning, *case A* is also more likely to arise if  $(v_H - v_L)$  is low and if  $q_L/q_H$  is high, because the loss (for the central bank) from setting  $P_N$  in the low demand case is reduced.

***Situation 2 : rationing and credit controls.***

When there is excess demand, the central bank can adopt another strategy and ration instead of clearing the market through the price mechanism. Rationing means a quantitative ceiling on credit for each bank. A central bank that cannot discriminate imposes a limit on demand such that both types of banks receive the same amount of credit. The interest rate with rationing,  $P_R$ , is thus lower than  $P_E$ . The low type bank receives half a unit on average in the excess demand state and its *ex ante* surplus is

$$M_L = q_L(v_L - P_R) + q_{LH} \left( \frac{1}{2}(v_L - P_R) \right) - s$$

The derivation of the interest rate follows :

$$P_R = v_L - \frac{s}{q_L + \frac{1}{2}q_{LH}}$$

Given this interest rate, the profit of the central bank with rationing is thus :

$$\Pi_R = (q_L + q_H + q_{LH}) \left[ v_L - \frac{s}{q_L + \frac{1}{2}q_{LH}} \right]$$

To compare with the market clearing outcomes, we must again distinguish the two cases.

**Proposition 2 :**

In **case A**, that is if both banks invest in the market clearing situation, the central bank prefers credit rationing if and only if

$$q_{LH}(v_H - v_L) \leq \left( \frac{q_H}{q_L} - \frac{q_H + \frac{1}{2}q_{LH}}{q_L + \frac{1}{2}q_{LH}} \right) s$$

**Proposition 3 :**

In **case B**, where only the high type invests in the market clearing situation, the central bank prefers credit rationing if and only if

$$q_{LH}(v_H - v_L) \leq q_L v_L - q_H(v_H - v_L) - \left( \frac{q_H + \frac{1}{2}q_{LH}}{q_L + \frac{1}{2}q_{LH}} \right) s$$

When does rationing arise?

In both cases, rationing is preferred if the difference between banks' valuations is sufficiently small. If the price that the low type bank is willing to pay is extremely low compared to the high type's valuation, it will always be too costly for the central bank to implement rationing.<sup>18</sup> Rationing is also preferred if the difference between the probabilities  $r_H$  and  $r_L$  is high. It is simple to understand that rationing cannot arise if  $r_H = r_L$  because the central bank would have no benefit to attract  $L$  when the investment of  $H$  is not successful. This condition emphasizes the fact that the uncertainty of the success in the sunk investment is crucial for the results of the model.

In *case A*, rationing is preferred if  $s$  is high but it is the contrary in *case B*; hence the importance of *Proposition 1*. Recall that *case B* characterizes the situation where rationing must be compared to a market clearing outcome that arises when  $s$  is too high such that the low type does not participate. In this case the possibility of rationing is inversely related to  $s$ . Then rationing in *case B* arises when the sunk cost is sufficiently large so that *Proposition 1* fails, but not so large that it would be too costly to attract the marginal bank using rationing.<sup>19</sup> To put it in other words, when  $s$  is very large, the economy will be in *case B* with market clearing because it would be too costly for the central bank to prevent the low type bank from being excluded from the market. For lower values of  $s$ , but still high enough to guarantee that *Proposition 1* fails, rationing is preferred.

When the values of the parameters imply that the market clearing economy is in *case A*, the central bank chooses rationing when  $s$  is not too small. Indeed, if both types invest anyway and  $s$  is small, the gain of rationing for the central bank tends to zero.

As a consequence, when the central bank maximizes its profit under the constraint of a restrictive monetary policy, equilibrium rationing can be seen as an

---

18. Note that it corresponds to the conclusion in Weitzman (1977) that rationing is more effective as needs for the deficit commodity are more uniform.

19. Here, the assumption that the central bank maximizes its profit is crucial. If the central bank agrees to support losses and wishes to maximize the surplus of the banks, then rationing arises in *case B* even for high values of  $s$ . I discuss this possibility in section 5.

intermediary regime. When  $s$  is very low, the loan market between firms and banks is almost perfect and the central bank has no interest to avoid market clearing. When  $s$  is very high, the central bank does not use quantity rationing because it is too costly to attract the bank with the lower valuation. In this case, the loan market between banks and firms is so imperfect that the central bank does not increase the participation of the low type. As it will be explained in section 5, if the central bank does not care about its losses but only maximizes banks' surplus, rationing nonetheless occurs with high values of  $s$  in *case B*.

A simple numerical example shows that for close values of  $v_L$  and  $v_H$  and a high difference between  $r_L$  and  $r_H$ , the two kinds of rationing may or may not occur for different values of  $s$ . *MC* denotes market clearing and *R* rationing.

–

$$- r_L = 0.4 \quad r_H = 0.6 \quad v_H = 3,5 \quad v_L = 3$$

–

$$\underbrace{\underbrace{0 < s < 0.2}_{MC} \quad \underbrace{< s < 0.24}_{R}}_{caseA} \quad \underbrace{< s < \infty}_{MC}_{caseB}$$

–

$$- r_L = 0.3 \quad r_H = 0.7 \quad v_H = 3,1 \quad v_L = 3$$

–

$$\underbrace{\underbrace{0 < s < 0.008}_{MC} \quad \underbrace{< s < 0.04}_{R}}_{caseA} \quad \underbrace{\underbrace{< s < 0.066}_{R} \quad \underbrace{< s < \infty}_{MC}}_{caseB}$$

Let's discuss further the two kinds of rationing in the model. It is important to understand why they differ in nature and how each of them has different implications for the role of the central bank. When *Proposition 1* fails (that is the economy is in *case B*), rationing is used by the central bank to increase the access of banks to the discount window, that is to encourage them to invest in the sunk cost and to lend to firms. In this case, if the central bank does not commit to rationing in stage 1, only the high type bank invests in the sunk cost and eventually lends to firms and asks for rediscounting. Gilbert and Klemperer call it "rationing to increase the customer base" but do not focus on it for the purpose of their article.

When *Proposition 1* is verified (*case A*), the nature of rationing is different. Both banks would accept to participate whatever is the policy chosen, but the central bank can increase its profit in charging a higher interest rate in the low demand state ( $P_R > P_N$ ) and a lower in the high demand state ( $P_R < P_E$ ). This is possible because the low type bank is willing to accept the higher rate in the low demand state since it can borrow in the high demand state with certainty. I will show in section 6 that the welfare implications of these two kinds of rationing are different. The main difference is that rationing in case B is always welfare improving and would thus be always chosen if the central bank is a planner and decides to maximize the surplus of banks rather than being a monopolist. One might argue that only *case B* rationing is meaningful for a central bank but it would be unjustified to exclude the possibility of rationing in *case A* since there is a potential observational equivalence. Thus we should bear in mind that if we observe a fixed central bank discount rate with different states of demand for rediscounting, it may be for two different reasons.

Besides the welfare implications, the essential difference is that, in *case B*, rationing increases the average amount of banking loans compared to market clearing, whereas, in *case A*, rationing provides the same amount of loans as in market clearing. It is due to the fact that  $q_L = 0$  in *case B* market-clearing.

As a conclusion, a simple policy rule can be induced from the central bank strategy. For a given supply of credit (that, I assume, is related to a given money supply),  $m$ , the central bank could either choose a market clearing rate  $\hat{i}$  or a lower rate  $i_R$  with rationing. Hence, once the optimal quantity  $m$  is determined according to macroeconomic objectives, the bank can choose two equivalent rules :  $\hat{i} = \nu(m)$  or  $i_R = \mu(m)$ , where the difference between  $\mu$  and  $\nu$  is determined by the parameters highlighted in proposition 2 and 3 : the sunk cost, the difference of valuations and the relative probability of success in the sunk investment.

#### 4.2.2 Expansionary policy

Up to now the model has been designed to focus on the case of a restrictive monetary policy, following the framework developed by Gilbert and Klemperer

(2000) who only considered the case when the supply equals 1 unit. Nevertheless, it can be easily extended to an expansionary policy, that is when the supply equals 2 units. By doing so, I can compare the values of the discount rate between the two stances of monetary policy and I characterize the equilibrium properties of an expansionary policy when the central bank has a monopoly on banks refinancing.

An expansionary policy is modeled as the central bank's decision to provide two units of credit while the demand of each bank still cannot exceed 1 unit. Such a policy is called a "full allotment" procedure in the real world of central banking. It means that when the sunk cost investment succeeds for both types, the central bank accepts to fulfill the total demand of credit. On the contrary, when only one type's investment succeeds, there is an excess supply of credit. This policy is exactly the opposite of the one described in the previous section.

When demand and supply equal 2 units of credit, the market clears and the discount rate is at a lower level than in the restrictive policy case with market clearing.

In this model, the main feature of the discount rate when monetary policy is expansionary, is that it takes the same value whatever is the demand of the banks. This is again due to the fact that the central bank cannot price-discriminate (cannot distinguish the types) and that an investment in the sunk cost is not always successful.

In an expansionary policy, the low type always receives credit as long as its sunk cost investment has been successful (i.e.  $r_L = q_L + q_{LH}$ ). The profit of a low type bank is  $M_L = q_L(v_L - P_N) + q_{LH}(v_L - P_N) - s$ . The condition for free entry leads to the following expression of the price :

$$P_N = v_L - \frac{s}{q_L + q_{LH}}$$

The profit of the central banks is thus

$$\Pi = (q_L + q_H + 2 \cdot q_{LH}) \left[ v_L - \frac{s}{q_L + q_{LH}} \right]$$

It is straightforward that if the central bank sets a discount rate higher than  $P_N$ , the low type will not invest because there is no expected gain in the high demand case.



	Excess supply (low demand)	Normal demand and supply
Market clearing	$P_N$	$P_N$
Fixed rate and credit control	$P_N$	$P_N$ and ration

TABLE 4.3 – Expansionary monetary policy

A crucial assumption to this result is that banks cannot receive more than one unit of credit. If the high type bank could receive 2 units (and was willing to pay for them), a separating equilibrium would be possible and the problem of the central bank would be equivalent to the problem in the previous section.

This limit can be due to the budget constraint of banks or to institutional features. For example, discount ceilings can be permanent and equal 1 when monetary policy is expansionary and 1/2 when restrictive. When the policy is expansionary the discount rate is the same in every demand state and ensures that all the banks always invest (cf. Table 3). The dilemma prices vs. quantities is not relevant anymore for the central bank because the price is the same in the two states of nature. The adjustment is thus necessarily made by quantities only.

When monetary policy is expansionary, the central bank cannot always choose instruments in order to maximize its profit. It is fully constrained by the exogenous macroeconomic rule. Indeed, if the central bank maximizes its profit, it should consider the case to raise the price to  $P_E$  (i.e. the discount rate that excludes the low type bank) even if it restricts the supply to one unit. This case would be considered in the next section, but it first should be recognized that it is obviously inconsistent with the commitment to an expansionary policy.

Policy with a zero lower bound (real) interest rate ( $P_N \leq 0$ ) is the extreme case of an expansionary policy that contradicts the profit maximization of the central bank as the next section will point out. In such a situation, the banks are completely subsidized.

The model thus offers a new interpretation of a full allotment procedure (including when the interest rate is at the zero lower bound). This kind of policy (including lender of last resort operations) is just a particular case of any exogenously determined expansionary policy when banks are indebted towards the

central bank and markets are imperfect, that is when the interest rate plays no role in the allocation and the adjustment is made through quantities at the discount window.<sup>20</sup>

A simple monetary policy rule can also be induced from such a strategy. The supply  $m_{max}$  is determined such that all the banks receive what they wish and an interest rate  $\bar{i}$  is chosen in order to ensure that  $m_{max}$  can be reached. The central bank then adjusts its supply of credit depending on banks' demand, for the same discount rate. Hence the central bank can have two supply functions :  $m_{max} = \nu\bar{i}$  or  $m_{min} = \mu\bar{i}$ .

### 4.3 The stance of monetary policy is endogenous

Up to now, I have assumed that the supply of credit is not chosen endogenously by the central bank in function of the parameters of the model. Although this assumption is quite realistic because monetary policy rules usually do not take explicitly into account the characteristics of the banking system, it leads to questionable consequences. The main one is that in an expansionary policy, the central bank is not always able to maximize its profit. Even though modern central banks would probably put a priority on macroeconomic objectives, it was not necessarily the case in the XIXth century.

An expansionary policy can be suboptimal for the central bank if the price that the low type bank is ready to pay is very low. The central bank could obtain a higher benefit implementing a screening scheme that would select the high types. Monetary policy would thus turn restrictive, not because of an exogenous rule but only because of the profit function of the central bank.

When the stance of monetary policy is endogenous, the restrictive policy is interpreted as a screening device to maintain low type banks outside of the market

---

20. An interesting feature of the model is that it shows that the fixed discount rate of an expansionary policy,  $P_N$ , will be lower than the market clearing price of a restrictive policy  $P_E$  but slightly higher than the rationing interest rate of the restrictive policy,  $P_R$ . It explains why central banks which use direct credit controls keep their discount rate flat whatever is the policy stance.

(separating equilibrium). If the central bank follows such a strategy, a restrictive policy with rationing never occurs.

Comparing the profit of the central bank in each policy stance, I obtain the following condition :

**Proposition 4 :**

Screening (i.e. restrictive policy) is preferred if

$$(q_L + q_H)(v_H) - s > (q_L + q_H + 2 \cdot q_{LH}) \left[ v_L - \frac{s}{q_L + q_{LH}} \right]$$

The left hand side is derived as follows : the profit of the high type when the central bank charges a price higher than  $v_L$  would be  $M_H = q_H(v_H - P_H) + q_{LH}(v_H - P_H) - s$ , the interest rate is then  $P_H = v_H - \frac{s}{q_H + q_{LH}}$ . The profit of the central banks follows :

$$(q_H + q_{LH})(v_H) - s.$$

The right hand side was derived in the previous section.

The screening condition can be rewritten as

**Proposition 4' :**

Screening (i.e. restrictive policy) is preferred if

$$r_H v_H > (r_L + r_H) v_L - \frac{r_H}{r_L} s$$

The higher is  $s$ , the higher is  $r_H$  compared to  $r_L$  and the higher is the difference between  $v_H$  and  $v_L$ , then the higher is the probability that screening (restrictive policy) is preferred. The interpretation of these propositions is similar to the one of *proposition 1*. If  $s$  is high and  $v_L$  is very low (relatively to  $v_H$ ), the central bank will receive a larger profit if it attracts only the high type and charges a high interest rates rather than maintaining a low rate in both states of demand.

For example, this condition holds for the values  $r_H = 2/3$ ,  $r_L = 1/3$ ,  $v_H = 3$ ,  $v_L = 2$  and  $s = 1$  but does not hold, for the following values  $r_H = 2/3$ ,  $r_L = 1/3$ ,  $v_H = 3$ ,  $v_L = 5/2$   $s = 1$  or  $r_H = 3/5$ ,  $r_L = 1/2$ ,  $v_H = 3$ ,  $v_L = 5/2$  and  $s = 1$ .

When screening is preferred, the actual policy is restrictive. This simple result is relevant for the analysis of central banks' policies that would not be subject to a macroeconomic constraint : a central bank that wishes to run an expansionary policy may prefer to mitigate this expansion when there are some benefits to screen between banks (and to attract only the bank which is willing to pay the higher price).

When  $s$  is so high that the low type bank is always unprofitable ( $s > r_L v_L$ ), then the central bank always chooses to screen and to run a restrictive policy. Note that  $s > r_L v_L$  is equivalent to  $P_N < 0$ , that is a negative real interest rate (the zero lower bound ).

It is easy to prove that *Proposition 4* is always verified if the discount rate is at its zero lower bound.

$$r_H v_H > (r_L + r_H) v_L - \frac{r_H}{r_L} s$$

$$\frac{r_H}{r_L} s > (r_L + r_H) v_L - r_H v_H$$

Introducing the condition for a negative real interest rate :

$$\frac{r_H}{r_L} s > \frac{r_H}{r_L} r_L v_L > (r_L + r_H) v_L - r_H v_H$$

$$v_H > r_L v_L$$

which is always true according to the assumption of the model.

As a conclusion, it implies that a profit maximizing central bank that is not subject to a macroeconomic constraint but only focuses on its discount window would never choose to run an expansionary policy if the valuation of the low type is zero.

This conclusion is somewhat reminiscent of the so-called *real bills doctrine*.

According to the real bills doctrine,<sup>21</sup> issuing money in exchange for real bills (i.e. rediscounting) is not inflationary as long as the bills are "good" enough (Laidler

---

21. The real bills doctrine goes back to Adam Smith (Perlman 1989) and had a great influence on monetary policy at least until the interwar period. It has been widely discredited then but some work also attempted to rehabilitate it in modern economic theory (Sargent and Wallace 1982).

1984, Perlman 1989), that is as long as they lead to a real transaction. Contrary to the quantity theory of money, it claims no direct link between the quantity of money in circulation and the price level. The value of money is determined by its asset backing value. Hence, in the real bills doctrine, the nature of the policy of the central bank does not depend on an exogenous rule (money targeting, interest rate rule) but on the demand of banks for rediscounting. In this model, the central bank will refuse to rediscount bills when the price the bank is willing to pay is too low. My model makes clear that the real bills doctrine is indeed incompatible with a rule that sets the quantity of credit according to macroeconomic objectives.

Friedman and Schwartz (1963) famously criticized the real bills doctrine for causing the Great depression in the US because the Fed, that used widely its discount window at that time and adhered to the doctrine, pursued a restrictive policy when the banks faced liquidity problems after the 1929 crash. This model explains formally why the real bills doctrine would indeed lead to a restrictive policy (with a separating equilibrium) when banks face illiquidity or insolvency shocks, whereas a macroeconomic rule would not.

Regarding the quantities vs. prices dilemma, it is important to note that the screening policy clears the market using the interest rate rather than quantities. When the values of  $s$  and  $v$  are such that the central bank profit is lower if it screens with a high interest rate, the central bank never uses quantity rationing. Instead it will run an expansionary policy.

Rationing would never occur if central banks were not pursuing macroeconomic objectives and were instead only focusing on the characteristics of the banking sector.

This conclusion makes clear that direct credit controls (expansionary or restrictive) are the product of the dual role of central banking : central banks have macroeconomic objectives and interact with the banking system. If one of these functions is neglected, credit controls cannot be explained.

## 4.4 Is the central bank a monopolist or a planner ?

The reason for starting with the assumption that the central bank maximizes its profit, even though it may seem counterintuitive, is that modeling strategic interactions with one agent that does not maximize its utility makes the derivation of a solution extremely difficult. Most of all, when the main instrument of the central bank is the discount window, it would be very questionable to make the opposite assumption, that is the central bank is not trying to maximize its profits or to minimize its losses and is always subsidizing banks whatever is the cost. In one of the seldom models of the central bank's discount window, Sleet and Smith (2000) made this assumption for similar reasons.

The aim of this section is to discuss further whether this assumption is realistic and how robust the results are to alternative objectives of the central bank.

The main argument against the maximization of profit of central banks is that their behavior is better explained by a more general social function. Indeed, even though making profits has been one notable goal of central banks when they were first created as special commercial banks with certain privileges (Capie et al. 1994, p.4), this has never been their official mandate nor their only objective. The Bagehot doctrine of the lender of last resort in the late XIXth century is often interpreted as a challenge to the objective of profit maximization (Capie et al. 1994, p.11, Laidler 2003, Bignon, Flandreau, Ugolini 2011). Hence, we must address the following question : in what extent, and under which conditions, the maximization of profit of the central bank is compatible with the objective of a social planner ?

I consider two different objectives. First the planner may adopt the usual macroeconomic loss function of central banks (as in Rogoff 1985, for example) that ought to minimize the deviation of output and inflation from their targets. This is in fact a sub-case of the "exogenous rule" situation that I have studied in the previous sections. I just intend here to provide further justification for such a rule and to describe how it can be related to standard macroeconomic models.

Second the planner may wish to maximize the welfare of the banks (possibly in addition to the first objective). It leads to a traditional welfare analysis.

For the purpose of clarity, I distinguish the planner from the central bank. This distinction can be interpreted as a condition of non independence of the central bank. Another possible interpretation is that an independent central bank is itself both a planner and a monopolist and that each decision requires an examination of the potential incompatibility between these two functions.

An important assumption all along is that there does not exist any planner with better information than the banks and the central bank. Otherwise, the planner decides that the quantity is contingent on the state of the economy and the price is contingent on the bank's type.

#### 4.4.1 The central bank's loss function

Standard models of monetary policy include an objective function of the central bank that aims to maximize the welfare of society in minimizing the deviation of output and inflation from their targets. Thus the central bank minimizes the following quadratic function :

$$L = E_0 \left\{ \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (\pi_t^2 + \lambda y_t^2) \right\}$$

where  $\pi$  and  $y$  denote respectively the deviation of inflation and output from their target or potential value.

If the central bank wants to achieve this objective using an interest rate rule as its main instrument, then it is incompatible with the model in this paper. Once this interest rate is targeted in order to achieve the macroeconomic objective, the central bank cannot choose another discount rate that results from its profit maximization and may not be market clearing. A non market clearing interest rate is thus incompatible with any new Keynesian model in which the economy is stabilized with an interest rate rule (Woodford 2003, Cochrane 2011). This conclusion might seem obvious and tautological since stabilization in new Keynesian models requires perfect financial markets and a well functioning money market.

But if the central bank controls directly the money supply,<sup>22</sup> we may consider

---

22. Let's emphasize again that this model does not require that the discount window is the

the case where it can be consistent with several values of the discount rate, including a non market clearing one. Once the desired levels of production and prices, and then the quantity of money and credit, are set, it seems reasonable that the planner attempts to minimize the loss of the central bank. The maximization is thus constrained because the quantity is fixed exogenously as in section 2. The fact that the planner wishes to avoid central bank's losses is simply justified by the fact that this loss would damage government's revenue. Since the quantity of money is fixed, the maximization of profit of the central bank does not contradict other social objectives. A simple way to formalize this idea is to represent the planner's choice with an *ad hoc* function that includes the loss of the central bank ( $\omega_t$ ) weighted by a parameter  $\alpha$  :<sup>23</sup>

$$L = E_0 \left\{ \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (\pi_t^2 + \lambda y_t^2 + \alpha \omega_t^2) \right\}$$

Assuming that  $\alpha$  can be lower than 1 takes into account that a tradeoff may arise between the profit of the central bank and the macroeconomic objectives as in the expansionary policy case (section 3.2).

Even though most macroeconomics models today favor an interest rate rules, models where the main instrument is the money supply are also (and even more) consistent to determine the price level. In an influential paper, Sargent and Wallace (1975) discuss the choice of monetary policy instruments in the same way as Poole (1970) and show that in a standard dynamic IS LM model with adaptive or rational expectations, a central bank that minimizes a quadratic loss function can follow a simple monetary feedback rule of the form :  $m_t = H\Theta_{t-1}$  where  $m$  is the money supply,  $\Theta$  a set of all the past values of the endogenous variables in the model and  $H$  a vector of parameters.

---

only tool to control the money supply. The central bank can control the money base through various other ways (including reserves and coins) but it needs to be consistent with the stance of the discount window policy. The quantity of credit can be controlled non only through the discount window but through direct limit on credit expansion. The strong assumption of the model is that the central bank is indeed able to control quantities of credit and money.

23. A fixed exchange rate is also an exogenous monetary policy rule and it could be added to this objective.



A money supply rule has been proposed by Bennett McCallum (1988) - and thus called the McCallum rule - as an alternative to interest rates rules such as the Taylor rule. This rule does not include an interest rate :

$$\Delta m_t = \Delta x^* - \Delta v_t + 0.5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$$

where  $m$  and  $x$  are the logarithms of the monetary aggregate and nominal GDP,  $v$  is the velocity of money and  $\Delta x^*$  is the target growth of nominal GDP.

Hence, the model of central banking in this paper can be compatible with a macroeconomic model where the price level is determined by a monetary rule, if the central bank is able to control completely the money supply - notably through its discount window or others direct credit controls - and if there is a planner that wishes to minimize the central bank's losses under the constraint that the value of the money supply is chosen first according to macroeconomic parameters.

But, last but not least, rationing is compatible with a standard macroeconomic model only if the interest rate chosen by the central bank is disconnected from the psychological discount rate that the representative agent uses to smooth its consumption. In other words the elasticity of output, money and inflation to the discount rate must be zero. That is either the LM and IS curves do not include any interest rate, or such an interest rate is not the policy rate of the central bank. The discount rate set by the central bank can have a signaling role that would induce participation of banks in the loan market but it is not the rate used by the agents when they maximize their consumption.

This assumption is strong but nonetheless realistic in order to characterize an economy where the monetary policy rate does not affect production or consumption as in France during the 1950s and 1960s or China today (Mehrotra 2007, chapter 3). It is also consistent with the situation when monetary policy hits a zero lower bound interest rate and is thus in a liquidity trap.<sup>24</sup>

---

24. It is also worth noting that while standard new Keynesian models of monetary policy assume that the central bank's policy rate is strongly positively correlated to the psychological discount rate of agents (i.e. the interest rate implied by a consumption Euler equation) this is not confirmed empirically, even in the US economy (Canzoneri, Cumby and Diba 2007, Atkeson and Kehoe 2009).

The model in this paper highlights a potential incompatibility between the role of the interest rate in a partial equilibrium where the central bank interacts strategically with banks and its role in a general equilibrium where the interest rate is supposed to reflect the preferences of the agents. The role of the interest rate as an incentive to banks' investment in the sunk cost contradicts its role as a price to clear the money market and the good market. As a consequence, the link between the partial equilibrium and the general equilibrium can only be made through the quantity of credit.<sup>25</sup>

#### 4.4.2 Maximizing banks' surplus

An alternative modeling strategy would be that the planner decides to maximize the welfare of banks.<sup>26</sup> This could be motivated by the objective to maximize the utility of depositors as in the model of lender of last resort of Martin (2009).

Such an objective is achievable since the surplus of each type of bank in a single state is easily derived and known by all the agents.

	Low type	High type
<b>Restrictive</b>		
Market clearing case A	$q_L(v_L - P_N) - s = 0$	$q_H(v_H - P_N) + q_{LH}(v_H - P_E) - s$
Market clearing case B	0	$q_H(v_H - P_E) + q_{LH}(v_H - P_E) - s = 0$
Rationing	$q_L(v_L - P_R) + q_{LH}(\frac{1}{2}(v_L - P_R)) - s$	$q_H(v_H - P_R) + q_{LH}(\frac{1}{2}(v_H - P_R)) - s$
<b>Expansionary</b>		
All cases	$q_L(v_L - P_N) + q_{LH}(v_L - P_N) - s$	$q_H(v_H - P_N) + q_{LH}(v_H - P_N) - s$

TABLE 4.4 – The surplus of banks

The values reported in *Table 3* show that a planner who only cares about the maximization of banks surplus would obviously always choose the expansionary policy.

25. For macroeconomic models where markets do clear only through the adjustment of quantities, see notably Bénassy (1993). The model in chapter 3 (section 1) considers such a possibility.

26. Again, this has to be compatible with the minimization of losses of the central bank. If the central bank agrees to suffer losses without limits and still maximizes banks' profit, then it just can control quantities and set a negative interest rate, which is equivalent to subsidizing banks.

But if the planner chooses to maximize the welfare of banks under the constraints of the minimization of central bank losses and the exogenously determined monetary rule, then there might be potential conflicts between these objectives.

Is rationing welfare improving - compared to market clearing - in the case of an exogenously determined restrictive policy? If the parameters of the model are such that the market clearing situation would lead to *case B*, then rationing is always better from an utilitarian point of view. If *case A* would be chosen in case of market clearing, then rationing is *ex ante* welfare improving for values of  $P_R$  that are close to  $P_N$ . According to the definitions of these two prices in section 2, this arises when  $q_{LH}$  is close to zero. This condition is intuitive : for rationing to be welfare improving over market clearing when both types invest, the loss of the high type when there is excess demand (they receive only half of a unit) must be compensated by a low price in the low demand state. But, as highlighted by Gilbert and Klemperer 2000, p.12), rationing in *case A* can result in *ex post* inefficiencies because the high type has always a lower surplus in the low demand state.

Finally an expansionary monetary policy always improves banks' welfare over a restrictive policy but it is compatible with profit maximization of the central bank only when *proposition 4* does not hold.

As a conclusion, once the stance of monetary policy (restrictive or expansionary) is defined according to a macroeconomic rule, the model identifies only 2 unambiguous cases where the surplus of the banks and the profit of the central bank are both maximized : first when policy is expansionary and *proposition 4* does not hold ; second, when policy is restrictive and *proposition 3* holds (i.e. *case B* rationing). A general result is thus that (in this model where the first best is not attainable) rationing is always preferred by a planner in *case B* as a second best outcome.

Let's discuss briefly another welfare implication of the model. Gilbert and Klemperer (2000) focused on what I have called *case A* and are worried about the *ex post* inefficiencies.<sup>27</sup> Hence they imagine a scheme that maintains rationing

---

27. In their paper, 'rationing' is synonymous of what I have called '*case A* rationing'. When

but restores *ex post* efficiency.<sup>28</sup> It can be done if the central bank permits resale. The low type can sell to the high type the credit it receives from the central bank. While resale cannot happen if the central bank uses only discount ceiling and asks for the signature of the bank before rediscounting, it is realistic if rationing takes the form of a direct limit on credit expansion. Such a scheme was indeed implemented in France in the 1970s (*marché du désencadrement*). But as Gilbert and Klemperer point out, resale is efficient only if the central bank can prevent banks from misreporting their demands. It must prevent banks with an unsuccessful investment in  $s$  to demand and obtain credit at the discount window and then resell it to the high type. Whereas it is guaranteed by the discount window mechanism, it may not be anymore when ceilings on credit (direct limit on credit expansion) are used.

### 4.4.3 Second-best equilibrium and rents

Monetary policy in this paper is a clear-cut example of a second best policy (Lipsey and Lancaster 1956, Rodrik 2008). The first best would be to run an expansionary policy with quantities and prices contingent on the state of demand and on the type of the bank. It is not attainable because of the uncertainty on the type of the banks, the informational costs and the macroeconomic constraint that may restrict the supply of credit.

A well-known feature of second best equilibria is that the correction of a market inefficiency may create another one and leads to rents. It happens in *case B* rationing in the model. To correct the inefficiency that prevents the low type from investing, the central bank sets a price to send the right signal for investment *ex ante*. By doing so, it creates an *ex post* rent for the high type who, in the low demand state, pays a lower price than with market clearing for the same quantity. And when monetary policy is expansionary, the high type also receives a rent compared to a price-contingent equilibrium.

This model thus highlights that the choice of instruments of the central bank, as

---

they discuss what I have called *case B*, they call it “rationing that increases the customer base”  
28. It still a second-best efficiency.

a second best equilibrium, may have strong consequences for the political economy of banking.

## 4.5 Introducing the possibility of default

The previous discussions do not feature any possibility of bank or firm default. This is an important limitation since monetary policy is known to potentially influence risk and the rate of default.<sup>29</sup> Nevertheless, the empirical and theoretical literature has not reached a consensus on the sign of this influence. While some papers argue that lower interest rates reduce credit constraints and thus the default rate in the economy (Bernanke and Gertler 1995, Gertler and Gilchrist 1994, Akhigbe et al. 2007), others point out that low interest rates may on the contrary encourage excessive risk taking and then increase the rate of default (Jimenez et al. 2008). Nuanced views suggest that the effect is not direct and linear and may depend on the initial leverage of banks and on others macroeconomic shocks (Dell'ariccia et al. 2011).

The model in this paper is too simple to include a complete formalization of default and to propose a new interpretation of the relationship between monetary policy and banks' risk taking. Further research is needed in order to integrate a more complete and realistic characterization of the banking sector in this model of central banking. A repeated game is especially necessary if we want to take into account moral hazard. I discuss here briefly how default can be introduced in the static model and how the way it is introduced would lead to different outcomes.

A simple way to introduce default would be to state that it happens every time a bank whose investment in the sunk cost has been successful does not have access to the central bank's discount window. The only modification needed in the model is that banks that have a non-null probability to borrow can lend to banks before the discount rate is announced. This is possible only in *case A*. Then *case A*

---

29. One of the first reactions to the Bagehot doctrine of the lender of last resort came from the banker Thomson Hankey who pointed out that giving banks a larger access to the discount window (expansionary policy in our model) would increase moral hazard and risky investments (Capie et al. 1994, Bignon et al. 2011).

rationing decreases the probability of default when monetary policy is restrictive while *case B* does not affect it. This argument assumes that the reason for default is only that the central bank's supply of credit is lower than demand; it does not take into account the intrinsic risk of the loans.

A very different case arises if we consider that firms (and then banks) can default once their investment in the sunk cost has been successful and the bank has borrowed from the central bank. Let's introduce a probability of default  $\sigma$  that multiplies the probability  $r$  of a successful investment in the sunk cost. If  $\sigma$  does not depend on  $r$ , then the effect is uniform across types and the central bank does not internalize it. But if  $\sigma$  depends on  $r$ , then the planner or the monopolist central bank has to internalize this probability of default. Note that in this paper there is no way to model the relationship between  $\sigma$  and  $r$  except than in an *ad hoc* form : a low type defines the marginal bank but there is no reason *a priori* to assume that a low type has a higher probability of default (i.e. is a bad bank). For example, if we model the relationship between the bank and the firm as in Stiglitz and Weiss (1981), a bank that charges a high interest rate will select firms that are riskier (according to a standard "market for lemons" mechanism). Then, the valuation  $v$  is positively correlated to a risk of default. On the other hand, some models of the interbank market, like Freixas, Parigi, Rochet (2004), consider that a low valuation  $v$  is explained by an illiquidity shock that may not be distinguished from an insolvency shock and is thus correlated to a high  $\sigma$ .

Hence a positive and a negative relationship between  $\sigma$  and  $v$  must both be considered. If the central bank aims to maximize its profit or the banks' surplus, it must decrease the probability of default in the economy. The results are then straightforward :<sup>30</sup> when  $\sigma$  is increasing in  $r$  (so in  $v$ ), rationing and an expansionary policy are most likely to occur compared to the model without default, whereas when  $\sigma$  is decreasing in  $r$  ( in  $v$ ) monetary policy favors market clearing rates and a restrictive stance (separating equilibrium) compared to the no default case. This results holds both for a planner and a monopolist central bank.

Does the high type bank with a high  $r$  have a lower probability of default

---

30. The results are straightforward because all the functions in the model are linear.

because it does a better job when acquiring information on firms, has a higher return on  $s$  and is then more willing to borrow at a high rate? Or, on the contrary, does the low type bank with a low  $r$  have a lower probability of default because it is more rigorous in selecting firms and thus reluctant to pay a higher discount rate to the central bank? In other words, is the low type bank in the model in fact a good bank that would suffer from the asymmetry of information and be excluded from the discount window by a bad bank? The model is too crude to tackle this issue. But it is sufficient to say that it clearly shows that any rational planner or monopolist central bank must invest in obtaining information on the sign of the potential correlation between  $\sigma$  and  $r$ . If the central bank interprets a high  $v$  as a signal for a good bank (i.e. with low  $\sigma$ ) whereas it comes from a bad bank with high  $\sigma$ , then monetary policy cannot reach an optimum in the model with default.

## 4.6 An interpretation of French postwar monetary policy

As discussed briefly in chapter 2 and more extensively in chapter 3 of this dissertation, the main instruments of the Banque de France after WWII and until the mid 1980s were quantitative controls that aimed to restrict directly banking loans. These controls were mainly discount ceilings from 1948 to 1971 and direct limitations on credit growth from 1958 to 1984. Discount ceilings were abolished in 1972, and the discount rate was raised above the money market rate in order to develop open market operations. But finally open market operations remained limited, banks remained largely indebted towards the central bank and direct limitations on credit growth were permanent from 1972 to 1984. Before 1972, quantitative credit controls were not accompanied by an interest rate policy : interest rates were kept in a narrow band even when inflation reached a double-digit level and severe credit restrictions were imposed. As in the model, restrictive monetary policy took the form of direct controls on the quantity of credit (rationing) at below market rates. At the discount window, quantitative restrictions were imposed to all banks by the

same amount even though the level of the ceiling differed across banks. It means that all discount ceilings were decreased by 10%, for example, during a restrictive episode. Regarding direct limits on credit expansion, rationing was expressed as a maximum growth rate of outstanding loans per bank, for example 10% a year (cf. chapter 3).

Hence, three main assumptions of the model fit well with the policy of the Banque de France from 1948 to 1972. First, even though the Banque regularly attempted to discriminate banks through discount ceilings and made frequent exemptions to the quantitative limits,<sup>31</sup> a significant part of monetary policy was implemented through general rationing measures that were not contingent on banks' types. Second, banks that needed liquidity borrowed central bank's money; alternatives were much more costly and thus not often used. Capital controls maintained the dependence of French banks on domestic funds. Third, the crucial assumption that the loan market between banks and firms suffered from asymmetries of information (hence the sunk cost  $s$ ) also seems reasonable even if it is impossible to provide an estimation of  $s$ . Given that many firms had suffered from the war, their collateral was destroyed and banks had to investigate whether there were able to repay. The historical and sociological literature on French banking during the 1950s and 1960s has documented these complex relationships (Moulévrier 2002, Feiertag 2009, Quenouelle-Corre and Straus 2009, Lescure 2010); it particularly gives evidence of strong relationship banking (Petersen and Rajan 1995, Boot 2000) in order to facilitate monitoring and screening and to attempt to overcome problems of asymmetric information. Another evidence that these costs were high is that the policy of the National Credit Council aimed to provide sectoral information and guidelines for investment to banks in order to reduce search costs (cf. chapter 6).

All along this theoretical paper, I have mostly described rationing in terms of discount ceilings. Thus I have assumed that the discount window was the main tool to control the overall quantity of credit. This assumption is realistic for the 1950s but not for the following decades. In the 1960s, the internal funds of banks were

---

31. This would be the optimal policy for a central planner with perfect information



almost twice as high as in the 1950s (Plihon, 1995), the use of the discount window was less frequent and direct limits on credit expansion were more effective than discount ceilings. While the amount of discount lending in the Banque de France's balance sheet (in % of GDP) increased with total outstanding loans and the money supply during the 1950s, it remained constant - and disconnected from money and credit growth - during the 1960s (cf. appendix 1, chapter 2). Nevertheless, the model can easily account for direct limits on credit expansion if we interpret these limits as rationing *before* the discount window rather than at the discount window. Then, the banks can borrow at the discount window only if they do not exceed these limits.<sup>32</sup> Discount ceilings and direct limits on credit expansions are complementary (as long as there is no developed interbank market) and the latter allow the central banks to avoid increasing its balance sheet without limits as long as the economy grows.

#### 4.6.1 Assessing empirically the quantities vs. prices tradeoff

Did the Banque de France ration credit and set its discount rate below its market clearing level? The discussion of the model has clearly shown that rationing is not compatible with an interest rate rule; it is possible only when the central bank follows a rule that sets the money or credit supply and has enough freedom to pick up different values of the interest rate. Chapter 3 has shown that quantitative controls were largely disconnected from interest rate movements, and that output and inflation did not respond to interest rates. These results are in accordance with the model. To assess further the relevance of the quantities vs. prices tradeoff, I check whether the Banque de France indeed followed a money rule such as the McCallum rule (1988) without following an interest rate rule such as the Taylor rule (Taylor 1993).<sup>33</sup>

I calculate what should have been the targeted interest rate of the central bank

---

32. In France, it was still possible to borrow but at a penalty rate.

33. One might argue that a money rule is a poor representation of a policy that relies mainly on credit. But chapter 1 has shown that the policy of the Banque de France was based on the idea that credit, money and the price level were closely related.

according to the Taylor rule and compare it to what should have been the targeted money supply growth from a McCallum rule. Such an exercise is quite common in the literature. Results on the UK and the US from 1960 to 2000 (McCallum 2000) tend to agree that the Taylor rule offers a better representation of the central bank policy even though both are quite consistent.<sup>34</sup> On the contrary, studies of Chinese monetary policy, for example, suggest that the interest rate is not the main instrument of the central bank and that a McCallum rule is a better representation of its policy (Koivu, Mehrotra and Nuutilainen 2008).

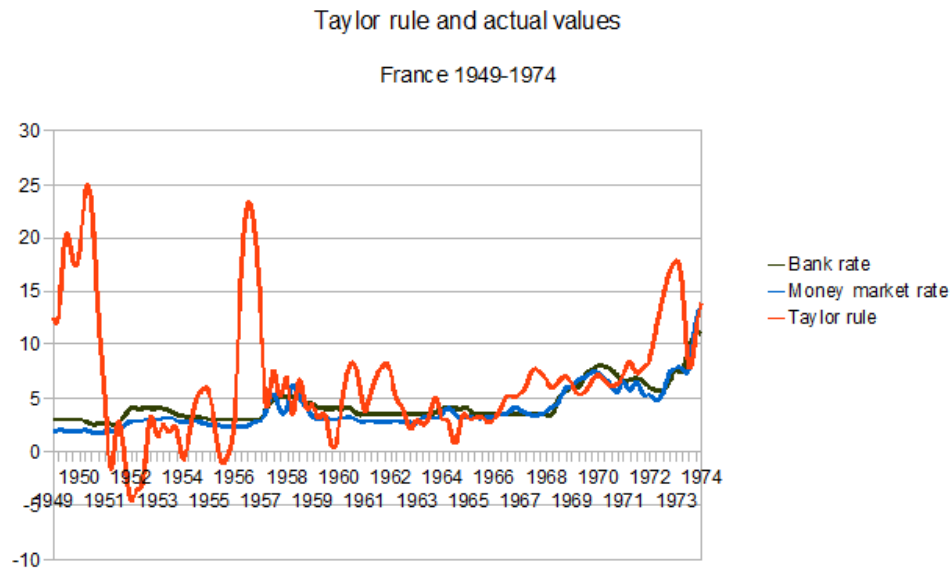
A classical Taylor rule is written as  $i = \pi + 0.5(y - \bar{y}) + 0.5(\pi - \pi^*) + \bar{r}$  where  $i$  is the nominal short term rate used by the central bank as its main instrument,  $\pi$  is the inflation rate with the inflation target  $\pi^*$ ,  $y$  is output and  $\bar{y}$  potential output, and  $\bar{r}$  the target long term real rate. The usual specification sets  $\pi^* = \bar{r} = 2$  but it would not give a fair account of French monetary policy over this period since many evidence show that the inflation target was higher than 2%. On average, the inflation rate was 5.3% and the real rate was negative  $-0.54\%$ . These average rates are not targets either, because they include large inflation crises of 1948, 1958 and 1968 that the central bank originally wanted to avoid. When we get rid of these episodes, more reasonable targets are  $\pi^* = 4$  and  $\bar{r} = 1$ . Potential output is obtained through a Hodrik -Prescott filter. I compare the predicted interest rate to actual values of the discount rate and the money market rate. *Figure 1* shows that the discount rate was kept at a low level by the Banque de France when there were inflation peaks and the Taylor rule would have suggested a very high increase in the Bank rate.<sup>35</sup> Not only there is evidence that restrictive monetary policy was not pursued with a market clearing rate, the Taylor rule also shows that expansionary policy was not pursued with an interest rate lower than the rationing discount rate (in accordance with the conclusions of section 3). When the inflation

---

34. The UK and the US have consistently a money supply growth exceeding the one predicted by the McCallum rule.

35. Even when I choose a weight on the output gap in the Taylor rule around 0.1, it is still impossible to replicate the behavior of the French bank rate. The conclusion that the Banque de France did not care about inflation would contradict the results obtained with the McCallum rule and the VAR estimations in chapter 3.

rate was very low in the mid 1950s (average of 1.6% a year from 1953 to 1956), the interest rate was not decreased contrary to the Taylor rule's prediction.



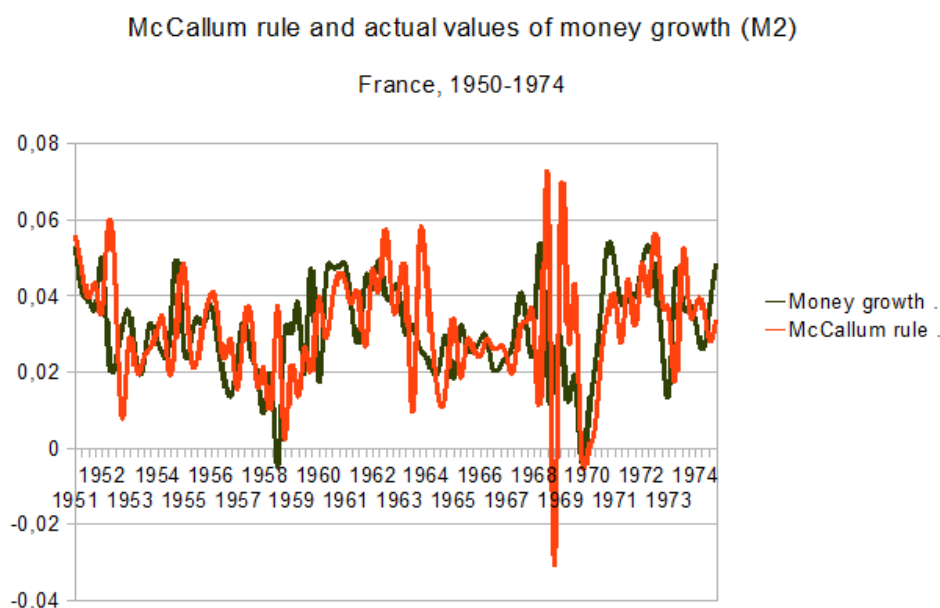
Let's now check whether monetary policy is better represented by a McCallum rule, that is a rule that sets the quantity of money. As described in section 6.1, the McCallum rule is expressed as :

$$\Delta m_t = \Delta x * -\Delta v_t^a + 0.5(\Delta x * -\Delta x_{t-1})$$

where  $m$  and  $x$  are the logarithms of the monetary aggregate and nominal GDP,  $v$  is the velocity of money and  $\Delta x^*$  is the target growth of nominal GDP. Due to data limitations, I use the average growth of velocity over 4 quarters (as in Koivu, Mehrotra and Nuutilainen 2008 ) rather than over 16 as suggested by McCallum. As a target growth for nominal GDP I use 8% a year (decomposed as 4% for real GDP growth and 4% for the inflation rate), that is 0.02 per quarter. The series displayed in *Figure 2* offers a much more accurate account of monetary policy than the Taylor rule. Even though it is not a perfect match<sup>36</sup> and the Banque de

36. The large negative predicted value of the McCallum rule in 1968 is explained by the large drop in output and rise in inflation caused by the riots and strikes of the second quarter.

France was not formally targeting the money supply, the quantity rule is still more appropriate than an interest rule to describe French monetary policy. These results provide evidence of the disconnection between quantities and prices highlighted in the model and in the VAR analysis of the previous chapter.



#### 4.6.2 The political economy of central banking

The model can also be interpreted in political economy terms. I have shown that, for reasonable values of the parameters, there exists an equilibrium with rationing where the *ex ante* and *ex post* surplus of both types of banks and the central bank's profit are maximized (*case B*). It implies that banks will support an equilibrium with rationing. It may explain why limits on credit expansion (*encadrement du crédit*) were implemented again in 1972 despite the attempt of the Banque de France to use open market operations and interest rates in 1971. As we have seen in chapter 2, criticisms against the use of interest rates were expressed by small businesses and small banks that were afraid of losing their access to re-financing. The marginal banks (the ones that are excluded from the market when

the rate is market clearing) were thus pushing for maintaining rationing. Bigger banks also favored this regime and especially encouraged the development of the resale market (*marché du désencadrement*) where they could buy rights to exceed their credit limits to some other banks.

An interesting question is whether, as long as the French economy reconstructed and information constraints (the sunk cost  $s$ ) decreased during the 1950s and 1960s, the nature of rationing moved from *case B* to *case A*. If the economy was in *case B*, the end of *encadrement du crédit* would have led to under investment and to a decrease of credit, whereas if in *case A*, it would have led to a decrease in banks' surplus and possibly to more banking failures (because in *case A*, banks invest in the sunk cost but they may not be able to borrow and then may face a solvency crisis). Bertrand, Thesmar and Schoar (2005) investigate the impact of the 1984 reforms on firms and they point out that the end of the *encadrement* created restructuring (lower wages or outsourcing) in the firms that were more dependent on banking credit but not bankruptcies or underinvestment. O'Sullivan (2007) shows that the main short term impact of the reform was that firms decreased their dependence on the banking sector. This may suggest that *Proposition 1* was verified (*Case A*) when liberalization took place in France in 1984 and it may explain why banks did not oppose the reform as they had done in 1972. Another evidence that the French economy was more likely to be in *case A* was the willingness to organize the *marché du désencadrement*. As discussed in section 5.3, such a resale market is motivated if the economy is in *case A* and if the high type bank wants to be compensated for the *ex post* inefficiencies.

Another reason for high type banks to support rationing and, more generally, the framework described in this paper, is that they know that they will obtain rents when monetary policy is expansionary. Whatever the state of demand in the economy, high type banks are guaranteed to never pay the maximum price they are willing to pay. These surplus and rents create (or reinforce) barriers to entry in the banking sector.

The reforms of the 1980s might be explained by the fact that the central bank had more difficulties to control the quantities of credit and money, because  $s$  was

decreasing, because the joint probability of success in investment in sunk cost ( $q_{LH}$ ) was increasing and the high type stopped supporting rationing, or because rents were not deemed sustainable anymore by policymakers.

Hence the model suggests that liberalization and monetary policy at a market clearing rate should not (from a welfare point of view) and cannot (from a political economy point of view) come to soon. In practice, policy makers should act to reduce  $s$  (the cost of information) and the difference between  $v_H$  and  $v_L$ . If  $v$  is interpreted as the valuation of a bank for central bank's discount, it can be done for example by strengthening banks' capital. If  $v$  is interpreted as the valuation associated with a specific project, the central bank can provide information in order to increase the quality of investment in  $s$  (cf. chapter 6).

### 4.6.3 Quantitative controls and financial repression

The model also suggests a new interpretation of the role of the central bank in financial development. The classical argument against low non-market-clearing interest rates is a general equilibrium argument that states that a too low remuneration of deposits impedes credit growth. Hence the concept of "financial repression" to describe such an economy (McKinnon 1973). But this paper offers a different view and shows that a non-market-clearing interest rate can be associated with more credit and more investment. The argument works as follows : if a central bank that wishes to run a restrictive policy sets a market clearing interest rate and the economy is in *case B*, the low type bank may not invest. Then, with probability  $q_L$  there is no demand for credit in the economy. With a non-market-clearing rate and rationing, this does not happen, and the average amount of credit in this economy is higher.

The fast and high development of credit in France after WWII, despite financial repression, might be partly explained by this mechanism.

But this is of course a partial equilibrium argument which does not take into account that most of the loans are financed by deposits rather than by central bank's credit. Thus, from a general equilibrium point of view, there is a tradeoff between low non market clearing rates that provide incentives for investment and

high rates that are necessary to attract deposits and savings. As explained in chapter 2, this tradeoff was widely recognized by French policy makers under the *dirigiste* economy and it gave birth to many debates, especially in the 1960s. Some argued that banks needed incentives from the central bank (through rediscounting) in order to increase long term loans. Others replied that a higher remuneration of deposits would be a more efficient way to increase credit development. When this problem was discussed at the Banque de France,<sup>37</sup> discussions show that banks were in favor of maintaining low rates and cheap access to the discount window of the central bank while depositors favored an increase in deposit rates.

An important conclusion of the model is that if  $s$  is high and if  $q_L$  and  $v_L$  are low compared to  $q_H$  and  $v_H$  - which characterizes an economy with a lot of imperfections in the loan market - then the gains of rationing for financial development<sup>38</sup> are likely to be low, or even null. First, the probability that the low type will be the only borrower in the low demand state is low with such values of parameters. Rationing would thus lead to only a small increase in credit compared to the market clearing economy. Second, the rationing discount rate will be very low compared to the market clearing rate. Hence the adverse effect on savings at the general equilibrium level will be more important.

The surprising association between financial repression (credit controls) and financial development that we have observed in countries such as Japan and France in the 1950s and 1960s might have been possible only because these economies had already good financial and banking institutions before WWII (and thus high enough values of  $s$  and  $v_L/v_H$ ). It is less likely to arise in an economy where imperfections in the banking sector are more important. The Banque de France also continuously attempted to decrease imperfect information through the development of statistics, studies and recommendations available for banks (cf. chapter 6).

The standard explanations of financial repression (McKinnon 1973, Shaw 1973,

---

37. It was called the problem of the *transformation*, that is how to create long term credit from deposits. Notably discussed in many notes, cf. ABF, 1331200301/79.

38. Financial development is characterized in this model as a higher average value of credit for the same exogenously determined macroeconomic rule.

Brock 1989, Agenor et Montiel 2008) focus on the fiscal explanation (seigniorage) of banking controls. Imposing legal ceilings on interest rates, reserves and liquidity ratios as well as barriers to entry in the banking sector ensures that both households and banks buy governments bonds. As a result, financial intermediation remains small. Then, the only argument to explain why some countries in Western Europe and East Asia experienced high growth and financial development whereas they had all the usual characteristics of financial repression is to say that real interest rates were actually not so low (McKinnon 1993).

This paper proposes an alternative to the seigniorage explanation of financial repression. It shows that below market clearing rates and rationing can be explained only by the objectives of monetary and credit policy if we account for the interactions between the banks and the central bank in an imperfect information framework. The two explanations are not incompatible as low interest rates also favored government financing. But, contrary to the conventional view, this paper shows that financial intermediation and credit development can be increased by credit controls policy.

## 4.7 Conclusion

This paper has studied under which conditions a central bank would prefer to ration the quantity of credit (direct credit controls) and to set a non market-clearing discount rate. These conditions are very strong but not unrealistic. The key justification for such a policy is that a central bank which is able to control perfectly the quantity of credit (and money) in an economy with imperfect information will use the discount rate to provide incentives to banks to invest in the sunk cost and then lend to firms. Quantities are used to allocate credit whereas prices are used to provide incentives to participate in the market. This partial equilibrium that arises between the banks and the central bank negates the role of the discount rate at the general equilibrium level.

The model also makes clear that rationing arises in a imperfect economy because of the dual role of the central bank : it is a monopolist seller of credit to



other banks and it is subject to macroeconomic objectives. Models that neglect one of these functions cannot explain the credit controls (rationing) policies that have been observed in so many countries.

I have shown how this framework sheds light on the policy of the Banque de France in the three decades that followed WWII. The main insight is that the central bank deliberately chose to set a non-market clearing discount rate. Thus a restrictive monetary policy stance was not reflected in the level of the interest rates. Low and flat interest rates thus have to be understood as the result of a peculiar equilibrium between the central bank and the banks but not as an evidence of the stance of monetary policy.

This chapter has displayed evidence that the Banque de France policy rule can indeed be represented quite closely by a quantitative policy rule such as the McCallum rule but not by an interest rate rule such as the Taylor rule. The previous chapter had studied empirically the implications of this claim at a general equilibrium level : output, inflation and money did not respond to interest rates changes but only to quantitative restrictions.

The predictions of the model that - despite a common view- quantitative rationing can be associated with financial development and growth of investment, and that the banks may support such rationing policies, also explain some stylized facts of the French postwar economy. But quantitative controls have obvious pitfalls : the central bank must be able to control completely banking credit, they create rents for some banks which may discourage reforms and competition, and finally, non market clearing rates in a general equilibrium may discourage savings and thus long run growth as explained in standard models of financial repression (McKinnon 1973, Shaw 1973).

A way of interpreting the conclusions of this positive partial equilibrium model for general equilibrium analysis is to draw a parallel with the efficiency wage hypothesis on the labor market (Shapiro and Stiglitz 1984, Summers 1989). The efficiency wage argument states that firms have an incentive to pay their employees more than the market-clearing wage in order to increase their productivity or efficiency. In a general equilibrium, the wage is thus higher than the value that would

clear the labor market and it creates unemployment (Summers 1989). But on the other hand, because of market imperfections, the total productivity may decrease if firms were not setting efficiency wages. I have shown here that - also because of market imperfections - a central bank may choose a non-market clearing rate that excludes less banks and increases the average level of credit and investment. But on the other hand low rates may create under savings and under investment at the macroeconomic level (for the same reasons that efficiency wages are a cause of unemployment). Further research must be devoted to understanding these potential general equilibrium effects and the tradeoff that central banks face then. Introducing dynamics in the model and providing a more complete characterization of the banking system (including default) are necessary to do so. The main message of this paper is that we should not take for granted that the discount rate of a central bank reflects and is determined by macroeconomic considerations.

This model can also serve as a basis for further empirical and historical analysis. It would be interesting to investigate the relationship between financial development and the choice of central banks' instruments in a panel of countries and especially to check whether rationing is chosen when market imperfections are higher, and under which conditions it does lead to credit development.

Finally, if we consider that this model offers a general description of the central bank's standing facilities for banks, it may also explain policies where discount ceilings are only implicit and not formally defined. The Banque de France had a long tradition of using the discount window as its main instrument and it is well known, but still puzzling to many historians, that - contrary to the Bank of England - the Banque kept its discount rate flat under the gold standard while managing important variations in the quantity of discount lending.



# Une coopération à la française. La France, le dollar et le système de Bretton Woods, 1960-1965.

---

« L'ordre défini à Bretton Woods en 1944 était un ordre quasi-mondial, auquel se superposait une concertation anglo-américaine. Il laissait peu d'avenir à une coopération incluant, aux côtés des Américains et des Anglais, les principaux pays du continent européen ainsi qu'éventuellement le Japon. Pour qu'elles raisons les choses ont-elles évolué autrement qu'il n'était attendu ? »  
Guillaume Guindeg (1973, p.25)

De 1960 à 1967, la France occupa à plusieurs reprises le devant de la scène internationale en multipliant aussi bien les critiques vis-à-vis du système de Bretton Woods que les propositions pour le réformer. On connaît bien le coup d'éclat du général de Gaulle contre le dollar, lors de sa conférence de presse du 4 février 1965, qui installa la question monétaire aux côtés des autres grands enjeux diplomatiques nationaux qu'étaient la construction européenne et l'OTAN<sup>1</sup>. Il y défendait l'idée selon laquelle le dollar ne pouvait plus être au centre des échanges internationaux

---

1. Par deux fois, le 17 janvier 1963 et le 27 novembre 1967, De Gaulle mis son veto à l'entrée du Royaume-Uni dans la Communauté Economique Européenne. Du 30 juin 1965 au 30 janvier 1966, il pratiqua « la politique de la chaise vide », suspendant la participation de la France au Conseil des Ministres de la CEE. Le 21 février 1966, il annonçait le retrait de la France du commandement intégré de l'OTAN. Sur ces décisions et leur interprétation, voir notamment : Bozo (2000), Warloutzet (2011) ainsi que le chapitre de Carolyne Davidson dans Locher et al. (2010, p.111-135).



FIGURE 5.1 – De Gaulle attaque le dollar. Dessin de Herblock (Kuisel 1993, p. 174).

et que ceux-ci devaient s'établir « sur une base monétaire indiscutable ne portant la marque d'aucun pays en particulier ». Il concluait en promettant que la France était « prête à participer activement à la vaste réforme » du système monétaire international. On connaît moins en revanche les tentatives et manœuvres opérées dans le secret relatif des réunions de banquiers centraux, de ministres des finances ou de hauts fonctionnaires internationaux qui furent sans doute plus déterminantes pour cette « vaste réforme » que de Gaulle appelait de ses vœux.

La France fut ainsi le premier pays européen à proposer une nouvelle forme de coopération monétaire internationale à la fin de l'année 1960. Non sans méfiance, elle participa ensuite à partir de 1961 au *gold pool*, consortium visant à maintenir la valeur du dollar, et elle convainquit ses partenaires occidentaux de créer le G10, groupe de dix pays gérant les Accord Généraux d'Emprunt (*General Arrangements to Borrow*) au FMI. En 1964, elle participa avec réticence au sauvetage de la livre sterling et elle proposa une unité de réserve internationale visant à renforcer la coopération et à assurer un meilleur ajustement des balances des paiements. Cette proposition finalement rejetée, la position française se durcit en janvier 1965 quand la Banque de France commença à convertir systématiquement les excédents de balance des paiements en or, ce qui créa une forte pression sur le dollar. L'idée d'une unité de réserve internationale fut reprise par le FMI en 1966 et aboutit à la création des droits de tirages spéciaux (DTS) sous une forme que la France désavoua. Alors que la position française avait semblé s'assouplir à la fin de l'année 1966 suite à l'arrêt des conversions de dollars en or, le calme fut de courte durée : en juillet 1967 la France mettait fin à sa participation au *gold pool*, laissait la livre s'effondrer et reprenait de plus belle ses critiques des politiques anglaise et états-unienne.

Cette chronologie rapide incite à poser la question de la cohérence de la position française vis-à-vis du dollar. L'alternance de critiques virulentes et de propositions de réformes pourrait en effet suggérer que la France subordonne le traitement de la question monétaire à des considérations diplomatiques plus vastes. Les prises de positions françaises sur le système de Bretton Woods seraient avant tout les avatars d'une politique étrangère gaulliste d'indépendance, quitte à re-

vêtir parfois les habits de la provocation et à peu se soucier des contradictions. En outre, si l'on adhère à l'idée répandue en sciences politiques que le système monétaire international a besoin d'une puissance hégémonique pour fonctionner efficacement, on peut penser que la critique récurrente vis-à-vis du rôle des États-Unis manifestait une incompréhension par les autorités françaises des bienfaits et de la stabilité qu'apportait à la France le système de Bretton Woods<sup>2</sup>. La France, par son attitude arrogante et offensive, aurait-elle précipité la chute du système à ses propres dépens ?

Cet article entend au contraire montrer que s'est construite en France au début des années 1960 une vision cohérente des failles du système international et des mesures à mettre en œuvre pour y remédier. Il s'inscrit dans la lignée de la thèse de Michael Bordo, Eugene White et Dominique Simard (1996) selon laquelle les autorités françaises ont tenté au cours des années 1960 de proposer des pistes de réforme qui s'inspiraient des négociations monétaires de l'entre-deux-guerres et qui visaient à introduire plus de stabilité et d'égalité au sein du système de Bretton Woods. Au cours des quelques années qui suivent le retour à la convertibilité en 1958, les autorités françaises acquièrent en effet la conviction que la stabilité du système international ne peut plus reposer sur le pouvoir du dollar mais doit être assurée par un ensemble de « règles du jeu » respectées par chacun des pays alliés et définies par une coopération internationale renforcée et plus juste. La France ne cherche pas l'explosion du système ou la confrontation à tout prix mais une nouvelle forme de coopération permettant de sauver un système qu'elle voit dépérir. Tout en confirmant qu'une telle volonté réformatrice s'inspire des accords internationaux passés, nous nous attacherons ici plus particulièrement à comprendre comment les prises de position françaises se sont définies en réaction aux formes de coopération existantes entre banques centrales au début des années 1960 ainsi qu'en fonction de la politique monétaire de la Banque de France. Eta-

---

2. La « théorie de la stabilité hégémonique » développée par Kindleberger (1973) et Gilpin (1981) attribue ainsi la stabilité du système monétaire international à la présence d'une puissance hégémonique. Pour une présentation critique, voir Barry Eichengreen (1989). Elle a été appliquée au cas français sous Bretton Woods par Michael Loriaux (1991).

blir la cohérence des propositions françaises nécessite non seulement de voir si elles découlaient d'une même vision ou d'un même corpus d'idées, mais également de se demander si les pratiques intérieures correspondaient aux leçons que la France entendait donner au monde.

A partir des archives de la Banque des règlements internationaux et de la Banque de France, et en nous concentrant sur la période 1960-1964, il s'agira de mettre l'accent sur l'interaction entre enjeux internationaux et politique monétaire intérieure afin de comprendre la genèse du tournant offensif de 1965<sup>3</sup>. Ce faisant, nous accorderons une attention particulière au rôle du *gold pool*, à l'abandon de la proposition française d'unité de réserve collective (*Collective reserve unit*) et aux instruments de contrôle de la Banque de France.

## 5.1 Les difficiles débuts de la coopération internationale et la genèse de la position française

En 1960, le déficit de la balance des paiements des États-Unis ne cesse de s'aggraver<sup>4</sup>. Les incertitudes liées à l'élection présidentielle, et notamment la peur de voir élire le candidat démocrate John F. Kennedy, accroissent la méfiance des investisseurs et poussent à la hausse le prix en dollars de l'or sur le marché londonien (qui centralise les opérations mondiales d'or depuis 1954). Le cours officiel

---

3. Les études qui ont analysé précédemment les propositions françaises de réforme du système international avant 1965 ont peu étudié le lien qu'elles entretenaient avec le gold pool d'une part et la politique de réserves et du crédit de la France d'autre part. Suite à Bordo, Simard et White (1996) qui utilisait principalement des sources journalistiques, plusieurs études ont été publiées faisant usages d'archives du FMI, de la Banque de France et de la BRI. Ce sont respectivement : James (1996, chp.6), Bussière (1999), et Toniolo (2005, chp.11). La position du Général de Gaulle est également débattue, principalement par des témoins de l'époque et sans recours aux sources archivistiques, dans Institut Charles de Gaulle (1992, 1ère partie, chp. 2 et 3.).

4. Sur la période 1951-1960, le déficit a atteint la somme de 18,1 milliards de dollars. Les raisons de ce déficit et ses dangers pour le système de Bretton Woods, notamment ce que l'on a appelé le dilemme de Triffin sont bien connus et largement étudiés. Pour un tour d'horizon complet de ces questions, voir notamment Triffin (1960) et surtout Bordo (1993).



étant de 35\$ l'once, une augmentation de ce prix indique que le dollar est sous-évalué et que l'on anticipe que les États-Unis ne pourront plus défendre sa parité. Flottant durant plusieurs semaines autour de 35,30\$, le prix de l'once d'or finit par atteindre 40\$ le 20 octobre. Pour défendre le dollar, la Banque d'Angleterre réagit en achetant cette devise sur le marché, et en faisant ainsi baisser le prix. La Réserve fédérale (la *Fed*) lui achète alors ce surplus au prix du marché et lui revend ensuite au prix officiel de 35\$. Cette intervention sur les marchés est rendue publique le 27 octobre.

Il s'agit là, selon un avis répandu parmi les acteurs de l'époque<sup>5</sup>, du début de la coopération officielle entre banques centrales pour stabiliser le prix de l'or et avec lui le système monétaire international. Mais la coopération n'implique pour l'instant que deux acteurs : les États-Unis et le Royaume Uni. La Banque de France, sans prendre publiquement position, laisse entendre son mécontentement face à cette manœuvre bilatérale. Face aux tensions sur le marché de l'or, la Banque avait en effet proposé précédemment un « gentlemen agreement » qui aurait associé toutes les banques centrales, mais la Banque d'Angleterre s'y était opposé au nom du rôle de la livre sterling comme monnaie de réserve<sup>6</sup>. La Banque avait également suggéré que le privilège des États-Unis de convertir des dollars en or prenne la forme d'une garantie de change de 24 heures, comme lors de l'accord tripartite de 1936<sup>7</sup>. A mots couverts, il s'agissait de rendre possible une dévaluation du dollar comme celle réalisée par Franklin Delano Roosevelt en janvier 1934<sup>8</sup>.

La référence à la dévaluation américaine de 1934 et à l'accord tripartite de 1936 est bien présente dans les propositions de la Banque de France au tout début des années 1960 mais elle disparaît ultérieurement<sup>9</sup>. Dès 1958, une note interne sur

---

5. Voir notamment une note de 1963 de la BRI établissant l'histoire de la coopération entre banques centrales pendant les trois années précédentes, préparée pour le G10 et destinée à circuler au sein de ces banques. Archives de la Banque de France (ABF),1489200803/60, « The cooperation of central banks in the gold market », 3 décembre 1963.

6. ABF, 1489200803/60, « Note pour le gouverneur », 20 octobre 1960.

7. Ibid.

8. Sur les négociations de l'entre-deux-guerres, l'accord tripartite et le rôle de la France, voir Feiertag et Plessis (2000) et Eichengreen (1985).

9. Bordo, Simard, White (1996p.5-6) établissent un parallèle entre les positions françaises lors

le sujet conclut pourtant déjà à l'impossibilité d'un retour aux accords de l'entre-deux-guerres : non seulement le gouvernement américain n'accepterait jamais une dévaluation dans un cadre similaire aux années 1930, mais il considère que l'accord de 1936 est désormais caduque<sup>10</sup> : deux ans plus tard, le directeur de la Réserve fédérale de New York, Alfred Hayes, confirme aux représentants français que les États-Unis considèrent toujours que le prestige du dollar serait trop atteint par un retour à l'accord tripartite<sup>11</sup>.

L'intervention de la Banque d'Angleterre en octobre 1960, sans concertation et en contradiction apparente avec les signaux qu'elle avait précédemment envoyés, contrarie donc la Banque de France qui réagit deux semaines plus tard en proposant à nouveau son « gentlemen agreement » lors d'une réunion des gouverneurs à la Banque des règlements internationaux (BRI) le 6 novembre. Le marché étant alors stabilisé, la Banque d'Angleterre n'a pas de mal à repousser la proposition française<sup>12</sup>. Seule la Suisse se range aux côtés de la France, les autres pays européens préférant ne pas se lier les mains par un quelconque accord. La Direction générale des services étrangers de la Banque de France conclut que cette réunion a fait apparaître « clairement la volonté de la Banque d'Angleterre de se réserver le monopole de la surveillance du marché international de Londres et l'exclusivité du bénéfice de l'arrangement qu'elle a conclu avec la Trésorerie américaine »<sup>13</sup>.

Alors qu'échouent les propositions d'accord multilatéral pour stabiliser le prix de l'or, des négociations s'engagent entre les pays de l'OCDE sur la mise à disposition de facilités de paiement à court terme visant à venir en aide aux

---

des négociations de 1922 et 1936 et 1943 et celles défendues au milieu des années 1960 à partir des écrits de Jacques Rueff.

10. ABF, 1489200803/60, « Les pouvoirs du secrétaire de la Trésorerie à l'égard du prix de l'or », 2 octobre 1958.

11. ABF, 1489200803/60, « Note pour le gouverneur », 20 octobre 1960.

12. Le compte rendu est disponible dans ABF, 1489200803/60, « Note pour Monsieur Calvet », 16 novembre 1960. Cette proposition est mentionnée dans Toniolo (2005, p.375). Certaines notes ultérieures de la Banque de France attribueront ainsi la paternité du gold pool à Guindey et Brunet, cf. ABF, 1467200501/73, « Historique sommaire de la création du gold consortium », 22 avril 1964.

13. ABF, 1489200803/60, « Note pour Monsieur Calvet », 16 novembre 1960.

pays qui font face à une détérioration de leur balance des paiements. Cette action est rendue nécessaire par la convertibilité du compte courant à laquelle se sont ralliés les pays européens fin 1958 et qui expose les comptes extérieurs à une plus grande volatilité. Ces débats aboutissent à la mise en place du réseau de *swaps* de la Fed de New York et des *General Arrangements to Borrow* (Accords généraux d'emprunt, AGE) du FMI<sup>14</sup>. Ces derniers permettent aux pays d'emprunter des réserves à court terme au FMI en cas de besoin. Pour les swaps comme pour les AGE la polémique est moindre et d'aspect plus technique que dans les discussions sur l'or. Outre l'aspect plus symbolique de l'or, cela s'explique par le fait que les enceintes de discussion et de coopération sont mieux définies et que ces questions entrent plus facilement dans les attributions des institutions de Bretton Woods.

La mise en place des crédits du FMI, défendue ardemment par son directeur Per Jacobsson, ne se fait pourtant pas sans peine. Sans que le rôle du FMI ne soit remis en cause, la France s'inquiète à nouveau de voir les États-Unis et l'Angleterre abuser de ce mécanisme. Appuyé par ses homologues de la Communauté économique européenne (CEE), notamment aux Pays-Bas, le ministre des Finances Wilfried Baumgartner réussit à obtenir que ces crédits ne soient accordés qu'après consultation de tous les membres participants et que les banques centrales soient associées à cette coopération<sup>15</sup>. Ainsi s'établit le G10, un groupe informel de dix pays riches qui fournissent des ressources supplémentaires au FMI afin de permettre un nouveau type de prêt. La décision est prise en décembre 1961 et les AGE seront opérationnels en octobre de l'année suivante.

Contrairement à ce qui s'est passé pour les AGE, le Comité monétaire européen ne joue pas de rôle dans les négociations sur le marché de l'or. Cela tient sans doute au fait que la question des achats et ventes d'or touche plus directement aux politiques de composition des réserves de change qui sont propres à chaque banque centrale et plus discrétionnaires que l'appel aux aides internationales. En outre,

---

14. Pour un compte rendu de ces questions, voir James (1996, chp.6). Pour l'analyse des swaps, voir Bordo, Humpage, and Schwartz (2011).

15. Cf James (1996 p.163) et Bordo, Simard, White, (1996, p.10). Olivier Feiertag (2006. p. 662-670) a mis en valeur le rôle de W.Baumgartner et du Comité monétaire européen dans ces négociations.

l'Union européenne des paiements ayant pris fin, aucun cadre ne semble adapté à une centralisation des transactions, si ce n'est le marché londonien sur lequel la CEE n'a évidemment pas de pouvoir.

## 5.2 Le scepticisme de la Banque de France envers le *Gold Pool*

En septembre 1961, le président de la Fed de New York, Alfred Hayes, est contraint de demander une nouvelle intervention extérieure sur le marché londonien en raison de la hausse du prix de l'or<sup>16</sup>. Une des raisons qui le conduisent cette fois à proposer d'associer les autres banques centrales européennes est que l'accord anglo-américain de 1960 entraînait un coût élevé pour les États-Unis : la Fed fournissait à la Banque d'Angleterre au prix de 35,0875\$ tout l'or nécessaire aux ventes à Londres, en laissant à cette dernière le profit entre le prix d'achat à New York et le prix de revente<sup>17</sup>.

Entre-temps, les autorités françaises avaient délaissé l'idée de coopération européenne sur le marché de l'or, craignant que la Grande Bretagne ne tente de tirer celle-ci à son avantage. C'est l'intervention de la Banque des règlements internationaux (BRI) et de son directeur, le français Guillaume Guindey, qui permet à la proposition de la Fed d'entrer en application malgré les différends de l'année précédente<sup>18</sup>. Une note datée du 31 Octobre, et signée de la main de Guindey, 1961<sup>19</sup> fut à cet égard décisive pour convaincre la France. La démarche comme

---

16. ABF, 1467200501/73, « Historique sommaire du gold consortium », juin 1962.

17. Pour comprendre les enjeux diplomatiques plus généraux de la proposition des États-Unis, et notamment le lien entre politiques monétaire et militaire, voir Gavin (2004) et Zimmermann (2004).

18. Et, par la même occasion sauve sa peau.... Les conflits entre la BRI et la Fed et la Banque d'Angleterre s'étaient en effet multipliés les années précédentes au point que les États-Unis proposaient de fermer l'institution.

19. ABF, 1489200803/60, « Note. Confidentiel », octobre 1961.

les arguments employés dans cette note par le directeur de la BRI révèlent sa bonne compréhension de la position de la Banque de France et du gouvernement français. Guindey répond en effets à trois objections récurrentes de la position française tout au long de la décennie<sup>20</sup>. Tout d'abord, la France se méfie de toute coopération qui pourrait laisser les mains libres aux États-Unis et à la Grande Bretagne et ainsi maintenir leur suprématie. Guindey propose donc d'approfondir la coopération entre banques centrales à la BRI afin que la Banque d'Angleterre ne soit que « l'agent » exécutant des ordres décidés collectivement. Deuxièmement, la France considère le FMI comme une institution au service des intérêts anglo-saxons et cherche donc à définir des lieux alternatifs de coopération. Le choix de la BRI est ainsi décisif et stratégique pour distinguer la question de l'or de celle des AGE traitée au FMI. Troisièmement, comme ne manque pas de le souligner Guindey, la France se pense comme le garant de la discipline monétaire et budgétaire par contraste avec les pays dont les déséquilibres de la balance des paiements demeurent trop importants. Le directeur de la BRI suggère donc que la coopération sur le marché de l'or donnerait un moyen supplémentaire à la France pour imposer son point de vue : « il serait normal aussi de préciser la discipline que les principales banques centrales devraient s'imposer pour ne pas compromettre indûment l'équilibre du marché. Les banques centrales qui, comme la Banque de France, adoptent à cet égard l'attitude la plus correcte, ne pourraient que gagner à ce renforcement de la discipline. »

En novembre, la Banque de France accepte donc de s'engager dans ce qu'elle appelle indifféremment *gold pool* ou consortium de l'or. Le principe du *gold pool* est de coordonner les achats et les ventes d'or. Les pays membres s'abstiennent d'acheter individuellement de l'or à Londres ou auprès d'autres producteurs, comme l'Afrique du Sud ou l'URSS, au-dessus du prix convenu. Ils s'interdisent également de vendre des quantités d'or supérieures à un montant fixé par le consortium<sup>21</sup>. Mais la coordination des opérations sur le marché londonien ne signifie pas

---

20. Cf. infra : « La politique monétaire française comme modèle ? »

21. La coordination s'effectue d'abord uniquement sur les ventes puis sur les achats à partir de février 1962. Le prix en dessous duquel les banques centrales peuvent acheter sans concertation variera au cours du temps.

Parts du <i>gold pool</i> , 1962.		
États-Unis	135	50.00%
Allemagne	30	11.11%
France	25	9.26%
Grande-Bretagne	25	9.26%
Italie	25	9.26%
Belgique	10	3.70%
Pays-Bas	10	3.70%
Suisse	10	3.70%

TABLE 5.1 – Source : BRI.

que les banques centrales européennes ne peuvent pas demander à la Fed de convertir des dollars en or ; elles peuvent en effet racheter aux États-Unis l'or qu'elles auraient vendu par l'intermédiaire du consortium. En outre, à partir de février 1962, la Fed de New York supprime la commission qu'elle imposait aux membres du *gold pool* sur ses achats et ventes d'or. La Banque d'Angleterre est désignée comme l'« agent » du pool : elle veille à ce que le cours de l'or à Londres ne dépasse pas 35,20\$ l'once et rend compte à chacun des participants du déroulement des opérations. Les achats et ventes sont donc centralisés à Londres. Les parts de chaque pays sont reportées dans le tableau 1.

La participation française au *gold pool* se fait cependant avec réserve. Au-delà de la vexation de voir une initiative américaine réussir là où les propositions françaises avait échoué, les dirigeants de la Banque de France continuent de redouter que la mainmise anglo-saxonne sur la coopération avec les pays européens n'empêche de poser les problèmes de fonds du système monétaire international. Les réactions immédiates du gouverneur de la Banque, Jacques Brunet, et du sous-gouverneur, Pierre Calvet, à la note de Guindey de 1961 révèlent cette méfiance ; le premier affirme ainsi : « dans l'état actuel des choses, je ne vois pas qu'un progrès sincère puisse être enregistré en matière de discipline monétaire interna-

tionale à la faveur des propositions des États-Unis canalisées par les Anglais »<sup>22</sup>.

La Banque de France reconnaît donc la nécessité des interventions concertées sur le marché de l'or mais considère que cette forme de coopération est insuffisante. Alors que les historiens ont eu tendance à voir dans le *gold pool* l'acmé de la coopération entre banques centrales au cours des années 1960 (Toniolo 2005, chp. 11, Eichengreen 2007, p.35-71), il nous semble important de remarquer comment les autorités françaises le considéraient dès l'origine comme un pis-aller sans avenir, incapable de résoudre les problèmes essentiels de Bretton Woods.

Trois ans après le début du *gold pool* et les premières réticences de la Banque, les critiques françaises se précisent et s'affirment. Tout d'abord, malgré l'instauration du « comité des experts de l'or » à Bâle, la France regrette que la Banque d'Angleterre agisse surtout sur ordre des États-Unis plutôt qu'au nom des autres banques centrales. Ceci est en partie dû à l'incapacité des autres pays de définir une position commune mais il n'en reste pas moins que les décisions successives de « réactiver » ou « désactiver » le consortium, notamment pendant les premiers mois de 1962, émanent toutes de la Fed de New York. Il en est de même pour la décision de février 1962 de coordonner les achats. Ces mesures, toutes annoncées d'abord comme temporaires<sup>23</sup>, sont finalement devenues permanentes, ce qui conforte la France dans l'idée que la coopération telle qu'elle existe empêche une véritable réflexion collective sur les failles de Bretton Woods. Le deuxième sujet de conflit concerne la répartition des excédents des achats et ventes. Une note rédigée en septembre 1964 par la Direction des services étrangers de la Banque conclut ainsi : « les États-Unis, en dépit du déficit de leur balance des paiements, sont amenés à recevoir la part la plus importante de l'or acheté pour le compte du consortium<sup>24</sup> ». Le système auquel la Banque de France donne sa préférence

---

22. ABF, 1489200803/60, notes non datées de Jacques Brunet et Pierre Calvet sur la note de Guillaume Guindey.

23. ABF, 1467200501/73, « Historique sommaire du gold consortium », juin 1962.

24. ABF 1467200501/73, « Mode de répartition entre les pays membres de l'or acheté par le gold consortium », 16 septembre 1964. Cette note affirme que ce problème a été rendu public par un article paru dans le *Financial Times* la semaine précédente.

consisterait à attribuer les excédents en fonction de l'accroissement des réserves des participants. L'idée sous-jacente est toujours d'éviter qu'un pays puisse conserver des avantages alors qu'il maintient un déficit de sa balance des paiements. « Le système actuel a favorisé grandement les États-Unis qui, si l'on avait choisi l'un quelconque des autres modes de répartition, n'auraient bénéficié d'aucune attribution au cours du deuxième semestre de 1963 et du premier semestre 1964. Et les pays dont les réserves ont progressé (Allemagne, France, Suisse) ont au contraire été défavorisés.<sup>25</sup> » Les montants de la *Figure 2* montrent en effet que ces trois pays accroissent leur réserve d'or de 1960 à 1964 alors que l'or des États-Unis et de l'Angleterre décroît.

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
<b>France</b>									
Or	46,89	60,6	73,91	90,71	106,54	134,46	149,66	149,54	110,77
Change	1641,15	2121	2586,85	3174,85	3728,9	4706,1	5238,1	5233,9	3876,95
Position nette envers le FMI									
Total reserves									
<b>Allemagne</b>									
Or	84,89	104,67	105,12	109,82	121,37	126	122,62	120,79	129,69
Change									
Position nette envers le FMI									
Total reserves									
<b>Grande Bretagne</b>									
Or	80,03	64,76	73,74	70,99	61,05	64,7	55,47	36,86	42,09
Change									
Position nette envers le FMI									
Total reserves									
<b>Suisse</b>									
Or	62,43	73,14	76,2	80,57	77,86	86,91	81,17	88,26	74,97
Change									
Position nette envers le FMI									
Total reserves									
<b>Italie</b>									
Or	62,95	63,57	64,1	66,94	60,19	68,68	68,97	68,57	83,52
Change									
Position nette envers le FMI									
Total reserves									
<b>Etats-Unis</b>									
Or	508,69	484,2	458,77	445,6	442,03	401,86	378,14	344,71	311,2
Change									
Position nette envers le FMI									
Total reserves									

FIGURE 5.2 – Composition des réserves des banques centrales, 1960-1968.

Source : International Financial Statistics.

Précisons que ce qui est considéré ici comme une iniquité flagrante n'implique pas un dommage financier pour la Banque de France, qui demeure bénéficiaire au sein du consortium. De même, les autorités françaises ne cessent de reconnaître

<sup>25</sup>. Ibid.



que le *gold pool* a rempli son objectif puisque le prix de l'or a été stabilisé. C'est donc uniquement le privilège américain et l'absence de nouvelles règles strictes qui sont en cause<sup>26</sup>.

La France semble convaincue qu'un autre équilibre coopératif est possible. Un tel équilibre abaisserait certes le gain de la Grande-Bretagne et des États-Unis mais assurerait une meilleure stabilité internationale à long terme<sup>27</sup>. La logique de la critique de 1964 sur les excédents du *gold pool* est que le système de Bretton Woods ne peut être sauvé que s'il s'accompagne de règles liant de manière stricte la position de la balance des paiements à la possession d'or et s'il réduit par-là la possibilité des États-Unis de pouvoir soutenir un déficit sans être soumis à des sanctions. En janvier 1965, lorsque la France décida de convertir systématiquement ses excédents de balance des paiements en or, la Banque centrale avança un argument similaire. Mais auparavant, la France tenta à nouveau de faire des propositions pour une coopération internationale renforcée sur la question cruciale des réserves.

### 5.3 Pour une unité de réserves commune

Dès 1962, certains fonctionnaires du ministère des Finances et de la Banque de France portent leur attention sur une idée de l'économiste Edward Bernstein visant à instaurer une unité de réserve collective (*Collective reserve units*, d'où CRU) qui servirait de nouvelle monnaie internationale. Après que le sous-gouverneur Brunet a mentionné l'idée au Comité monétaire européen du 13 juillet 1963 (Bussière 1999, p. 804), la France la soumet de manière plus précise au G10, par la voix d'André de Lattre, le 13 décembre 1963<sup>28</sup>. Il s'agirait, afin de résoudre le problème de sous production d'or et d'augmentation des réserves mondiales, de permettre aux pays

---

26. Il en sera de même en 1967 quand la France quittera le *gold pool*; elle qui aura été toujours bénéficiaire sur le plan financier de ses transactions.

27. Nous rejoignons ici l'analyse du Gold Pool par Barry Eichengreen (2007).

28. Archives de la Banque des règlements internationaux (BISA), 7.18 (12) DEA 14, « Notes on a meeting of the Group of Ten deputies, Friday 13<sup>th</sup> and Monday 16<sup>th</sup>, December 1963 ».

de disposer de réserves supplémentaires proportionnellement à leurs réserves d'or. L'idée essentielle des CRU est de conserver un lien à l'or afin d'obliger les pays à assurer l'équilibre de leur balance des paiements et ainsi éviter une création infinie de réserves. La mesure, jugée trop rigide, est accueillie de façon mitigée par les partenaires du G10, qui acceptent tout de même de mettre le problème des réserves à l'ordre du jour des prochaines séances et de créer un groupe de travail sur le sujet.

Les CRU ne virent jamais le jour<sup>29</sup>. Les Droits de tirages spéciaux (DTS), finalement créés en 1969 au FMI, sont une unité de réserve internationale mais l'idée d'une détermination collective de la demande de réserve et la nécessité d'un lien à l'or n'y figurent plus ; ce qui explique l'opposition de la France au projet et son retrait des négociations<sup>30</sup>. Contrairement à ce qui a pu être écrit<sup>31</sup>, la proposition française de CRU est déjà abandonnée au moment de la prise de position du général de Gaulle contre le dollar en 1965. D'après le témoignage ultérieur d'André de Lattre<sup>32</sup>, elle est abandonnée dès le meeting de Tokyo en septembre 1964 ; c'est-à-dire au moment même de sa présentation officielle. Les oppositions étrangères à ce plan sont en effet claires dès la fin de 1964, en particulier de la part des États-Unis et du Royaume-Uni qui contrent l'initiative française en élaborant des propositions alternatives dans lesquelles la création de réserves n'est plus limitée par l'or détenu par chaque pays<sup>33</sup>. L'échec des CRU conforte de Gaulle dans l'idée que les États-Unis bloquent toute réforme du système international allant dans le sens des propositions françaises<sup>34</sup>. Quand le rapport issu des travaux du groupe de travail sur les réserves (dit rapport Ossola) paraît en mai 1965, la proposition de CRU est déjà définitivement enterrée et la délégation française s'est retirée des négociations depuis plusieurs mois.

---

29. Pour une présentation complète de la proposition française, voir Bussière (1999, p. 800-810).

30. Sur la différence entre CRU et DTS, voir notamment Bordo et James (2011).

31. Notamment par James (1996, p.170).

32. Voir le témoignage d'André de Lattre dans Comité pour l'histoire économique et financière de la France(1998, p.74).

33. BISA, G10D2, « Collective reserve units »

34. Selon André de Lattre, le général de Gaulle n'a en fait jamais cru au CRU et n'aurait pas été mécontent de leur échec. (op.cit, p.75.)

En mars 1965 au G10, Maurice Pérouse, directeur général du Trésor, explique que la France s'est retirée des négociations sur les réserves en raison de l'échec de sa proposition initiale et de son insatisfaction vis-à-vis des alternatives :

« On se rappelle encore que ce sont des experts français qui ont pris l'initiative de soumettre à l'examen du groupe sur la base d'idées qui, d'ailleurs, avaient trouvé leur origine ailleurs qu'en France, un schéma d'unités de réserves nouvelles que auraient été créées par un groupe restreint de pays. [...] Mais, au fur et à mesure que nous avançons, l'idée a subi au cours de ces travaux un certain nombre de déformations qui, je dois le dire, nous déconcerte et même nous effraye quelque peu <sup>35</sup> ».

Pérouse emploie trois arguments principaux pour justifier le retrait français : l'unité de réserve collective aurait dû être déduite de l'or, « non par fétichisme, mais car c'est le seul élément de stabilité » ; elle aurait dû concerner un groupe restreint de pays et non pas impliquer le FMI ; et, enfin, il aurait fallu lier le problème des liquidités internationales à celui de l'aide aux pays en développement. Ce troisième argument reflète sans doute plutôt une position stratégique qu'une véritable composante de la diplomatie française, en ce qu'il pointe un problème du système international qui a suscité des débats houleux l'année précédente et gagne une audience importante à l'ONU et au sein du G10 : le système de Bretton Woods s'est en effet montré incapable d'intégrer les pays en développement (James 1996, chp.5) .

Il n'est pas contradictoire que la France demande d'élargir les négociations tout en remettant en cause le FMI et en demandant d'associer les CRU à un plus petit nombre de pays. Les CRU visent en effet à permettre la création d'une plus grande quantité de réserves internationales pour une même quantité d'or mondiale sans création supplémentaire de dollars relativement aux autres devises. Elles doivent donc se limiter à un petit nombre de pays « sûrs », capables de maintenir la valeur de leur monnaie en évitant de recourir à des déficits. Le FMI est donc une arène trop grande pour leur gestion et il risquerait de surcroît de ne pas exercer une pression suffisante sur les États-Unis. Enfin, puisque l'aide aux pays

---

35. BISA, G10D2 « Group of Ten meeting, Ministries of Finance, 7-9 march 1965 ».

en développement constitue bien une forme d'octroi de réserves mais que le FMI tarde à le reconnaître, la France veut inclure cette question dans la détermination collective des montants de CRU auxquels chaque pays aurait droit.

L'opposition au FMI et la recherche de lieux différents de coopération et négociation s'affirme comme une constante de la diplomatie française. Elle n'avait eu de cesse de se manifester après la guerre, et avait atteint son paroxysme lorsque la France avait été déclarée non éligible au FMI de 1949 à 1954 en raison de sa volonté de créer un double système de taux de change<sup>36</sup>. L'aide demandée au Fonds en 1958 avait ensuite été perçue comme une humiliation. Au début des années 1960, la Banque de France continue de considérer le FMI comme un vecteur des intérêts anglo-saxons et la nomination du français Pierre-Paul Schweitzer à sa tête en septembre 1963 n'y change rien<sup>37</sup>.

## 5.4 La politique monétaire française comme modèle ?

On pourrait donc résumer la position de la France de 1960 à 1965 dans le domaine monétaire à une volonté de fixer des règles strictes au sein d'une coopération internationale qui n'accorderait pas une place prédominante aux intérêts des États-Unis et de l'Angleterre. Il s'agit non seulement de règles de répartition de réserves et d'excédents mais aussi de règles de bonne conduite pour les politiques monétaires intérieures. Ce qui est remarquable dans la position française

---

36. Voir notamment Bossuat (1998) et Lepage (1999).

37. Cette opposition au FMI est encore affirmée par le Gouverneur de la Banque de France suite au discours de Giscard d'Estaing le 16 septembre 1964 proposant de façon officielle les CRU. Brunet expliquait ainsi au Conseil Général que la proposition française ne pouvait se faire dans le cadre du FMI, « organisme où une majorité anglaise et américaine est très largement assurée. [...] Le FMI qui n'a peut-être pas de raison de principe très grave de discuter les suggestions présentées par la France, ne voit pas d'un très bon œil cette thèse parce que sa mise en pratique se ferait probablement presque nécessairement en dehors de lui. » cf. ABF, PVCG tome 155, 17 septembre 1964.

c'est en effet la conviction que, même si un cadre doit être fixé par la coopération internationale (rôle que peut jouer l'or), les déséquilibres doivent d'abord être résolus par les pays eux-mêmes au moyen de politiques de stabilisation de court terme. Et de ce point de vue, c'est avant tout à partir de sa propre pratique que la France entend définir les règles du jeu. A un moment où le système international ne semble plus offrir de repères stables et où les solutions du passé apparaissent irréalisables, l'incertitude incite les acteurs à prendre comme modèle les pratiques qu'ils considèrent comme ayant fait leur preuve. Le fait que, de 1958 à 1965, la France ait introduit de nouveaux instruments de politique monétaire ayant réussi à stabiliser l'inflation et les mouvements de balance des paiements et ainsi restaurer la crédibilité du pays, constitue ainsi un élément indispensable pour comprendre la vision française du fonctionnement du système de Bretton Woods au cours des années 1960.

En 1958 et 1959, suite à une crise inflationniste et un déficit de la balance des paiements qui se transforme en crise de change, la France prend des mesures drastiques. Le resserrement des plafonds de réescompte, une hausse des taux d'intérêt et une dévaluation « déguisée » à l'aide des tarifs d'importation au cours de 1957, se révèlent d'abord inefficaces et inadaptés. Notamment sous la pression du FMI, des mesures beaucoup plus sévères de contrôle du crédit sont adoptées au début de février 1958 ; elles prennent acte du caractère obsolète des instruments utilisés dans la décennie précédente et visent à limiter directement les encours bancaires (c'est ce qu'on appellera plus tard « encadrement du crédit »). Le montant des avances de la Banque de France au Trésor est plafonné. L'objectif est atteint : l'inflation et la croissance des crédits chutent et la balance des paiements s'équilibre. Le fameux plan Pinay-Rueff, qui s'est imposé comme un des éléments fondateurs de la mythologie gaullienne, n'est en réalité adopté qu'à la fin de l'année 1958 et mis en œuvre alors qu'un ajustement de court terme a déjà été réalisé, en grande partie grâce au contrôle du crédit. Si le plan prolonge cette politique dans une optique de stabilisation budgétaire de long terme, il peut cependant être considéré comme une politique de relance à court terme après la difficile stabilisation de 1958 qui

a entraîné une chute importante de la production<sup>38</sup>. L'encadrement du crédit est abandonné en février 1959, lors de l'application du plan Pinay-Rueff, et le franc est dévalué afin de relancer l'économie et d'accomplir l'ajustement nécessaire au retour à la convertibilité du compte courant. Au cours des années 1959 et 1960 le redressement de l'économie française est spectaculaire et la France peut sans difficulté rembourser au FMI l'aide consentie deux ans plus tôt. La dimension internationale du plan Pinay-Rueff, notamment pour la construction européenne, a déjà été soulignée<sup>39</sup> : il permet en effet l'adaptation de l'économie française à la concurrence internationale. Il ne faut pas négliger pour autant la capacité de la Banque de France à utiliser de nouveaux instruments de politique monétaire adéquats pour atteindre « l'équilibre interne et externe de la monnaie », selon la terminologie de l'époque.

Début 1963, les pressions inflationnistes sont à nouveau considérées comme trop dangereuses et la Banque de France réagit en adoptant de nouvelles mesures restrictives de contrôle du crédit en février. Elles sont suivies fin 1963 par un renforcement du contrôle des prix et par de nouveaux engagements à stabiliser le budget. La période de politique monétaire restrictive se poursuit jusqu'à juin 1965. Contrairement à 1957, le gouvernement et la Banque de France décident donc de réagir avant que l'inflation n'entraîne une dégradation de la balance des paiements. Sur le plan international, la France veut éviter que sa politique de lutte contre l'inflation crée un afflux de capitaux massif et ainsi de se retrouver avec un excédent trop important de réserves. Confrontée à une situation similaire quelques années plus tôt, l'Allemagne avait dû réévaluer sa monnaie et la France n'avait cessé de dénoncer son excédent.

La Banque de France décide donc d'utiliser à nouveau le contrôle du crédit sans augmenter les taux d'intérêt pour éviter qu'une telle augmentation n'attire les capitaux étrangers<sup>40</sup>. La dissociation entre taux d'intérêt et contrôle du crédit

---

38. Cette distinction est présente dans de nombreux documents de la Banque de France, notamment : ABF, 1331200301/10 « Discours de J.Saltes. Réunion du Comité central d'entreprise du 2 décembre 1959 ».

39. Voir notamment Warlouzet (2011, p.168, 184-192 et 227).

40. Cf. notamment ABF, 1331200301/10, « Politique monétaire », 29 août 1963 et ABF,

- qui revient à rationner la quantité de crédit sans augmenter son prix - est une caractéristique constante de la politique monétaire française depuis 1945 (cf. chapitres 2 et 3), mais elle est poussée ici à l'extrême. La stabilisation a un coût : la production baisse avec l'inflation ; mais cette baisse est considérée comme raisonnable (au moins par le gouvernement) et l'on retient, en France comme à l'étranger, que cette opération est parvenue avec succès à concilier contraintes extérieures et intérieures. Tout en affirmant l'indépendance de sa politique monétaire grâce à l'encadrement du crédit, la France continue en effet de limiter ses contrôles de capitaux<sup>41</sup>. La couverture des opérations de change est progressivement libéralisée en 1961 et 1962, jusqu'à ce qu'un avis du 15 octobre 1965 étende à toutes les opérations la possibilité de se constituer une couverture de change à terme. La plupart des restrictions sur les mouvements de capitaux et sur la domiciliation bancaire sont abolies en 1962, au point que Louis-George Teyssier (1973, p.261) note dans son ouvrage sur le contrôle des changes que au début de l'année 1963, les transactions financières ne sont plus gênées par les contrôles. Seules les exportations de capitaux par les résidents nécessitent encore une autorisation. Lorsque le contrôle des changes est définitivement supprimé en décembre 1966, la mesure passe alors presque inaperçue.

Les objectifs comme les instruments et les résultats de la Banque de France de 1958 à 1965, exercent donc une influence décisive sur les débats monétaires nationaux et internationaux de cette période. Les représentants français s'en servent comme levier et moyen de pression dans les négociations internationales, voulant en faire une nouvelle norme et ne cessant de rappeler que certains pays jouent le jeu quand d'autres ne mettent pas en place les politiques adéquates. A propos de la stabilisation de 1958, le sous-gouverneur Jean Saltes ne manque pas de relever que « les étrangers, qui en cette matière sont meilleurs juges que nous, ne cachent pas leur étonnement, et parfois même leur mauvaise humeur, face à l'ampleur et

---

1331200301/330, « Les problèmes de l'action directe sur la progression des encours de crédit », avril 1966.

41. Le contrôle des changes avait quant à lui été presque complètement abandonné avec le retour à la convertibilité en 1959. L'Office des changes fut supprimé le 1er janvier 1960.

la rapidité de ce redressement »<sup>42</sup>. Suite à la politique de 1958 et surtout celle de 1963, la politique monétaire française suscite un réel intérêt de la part de ses partenaires occidentaux. Fait inédit depuis 1945, les banques centrales de l'Allemagne et des États-Unis organisent des visites à la Banque de France afin de déterminer si elles pourraient appliquer dans leur pays la technique française d'encadrement du crédit<sup>43</sup>.

Fortes des résultats et de l'aura de sa politique intérieure, la France ne cesse de critiquer les pays incapables d'équilibrer leur balance des paiements. La politique anglaise est particulièrement visée au sein de la Banque de France à partir du début des années 1960. Le manque de volonté britannique de prendre des mesures de contrôle des revenus, de hausse des taux d'intérêt et de réduction budgétaire est pointé du doigt à mesure que s'accroît le déficit de la Grande-Bretagne<sup>44</sup>. Le mécontentement français culmine au moment de la crise de la livre en septembre 1964 mais cela n'empêchera pas la Banque de France d'apporter une aide financière à la Banque d'Angleterre. La France est alors suivie dans sa critique par ses partenaires européens (Toniolo 2005, p.392).

---

42. ABF, 1331200301/10, « Réunion du Comité central d'entreprise du 2 décembre 1959 ».

43. Dans un entretien de 1961, M.Bridge de la Banque d'Angleterre reconnaît la réussite de la stabilisation française et approuve même l'idée d'une dévaluation du dollar. Ce dernier avis n'est pas partagé au sein de son institution.

ABF, 1467200501/73, « Entretien avec M.Bridge », 22 novembre 1961.

La visite par un économiste de la Bundesbank a lieu en août 1964 : ABF, 1330201101/1, « Extraits de l'étude de M.Thomas Buch sur le plafonnement de l'encours », 28 août 1964. La visite organisée par la Fed date de 1966 et prend sens au moment où elle s'interroge sur sa politique de réescompte : ABF, 1397200602/12, correspondance de mars 1966. Notons que la politique française s'était elle-même inspirée de celle pratiquée aux Pays-Bas.

44. Les problèmes politiques britanniques ayant empêché de prendre de telles mesures sont étudiées dans Capie (2010, chp.4 et 5).



## 5.5 Épilogue

Lorsque, le 8 janvier 1965, la Banque de France commence à convertir en or de manière systématique ses excédents de réserves en dollars, elle présente cette opération comme purement technique et comme une application logique des règles du jeu international. Les réserves de change ayant à nouveau augmenté au trimestre précédent, la conversion est considérée comme nécessaire pour maintenir une proportion « convenable » des réserves en or. Il est vrai que cette proportion a largement chuté depuis 1960, contrairement à celle de l'Allemagne ou de l'Angleterre (cf. *Figure 3*)<sup>45</sup>

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
<b>France</b>									
Or	72,2	63,0	63,9	64,7	65,1	74,2	77,8	74,8	92,3
Change	18,9	24,3	25,3	26,1	24,0	11,9	7,5	12,5	7,7
Position nette envers le FMI	8,9	12,7	10,8	9,2	10,8	13,9	14,7	12,7	0,0
<b>Allemagne</b>									
Or	42,2	51,1	52,9	50,2	53,9	59,4	53,5	51,9	45,6
Change	53,4	40,0	39,7	42,5	34,5	26,2	30,9	35,2	39,1
Position nette envers le FMI	4,4	8,9	7,4	7,2	11,6	14,5	15,7	12,9	15,2
<b>Grande Bretagne</b>									
Or	75,3	68,3	78,0	78,9	92,3	75,4	62,6	47,9	60,8
Change	11,6	31,7	6,8	5,5	7,7	24,6	37,4	52,1	39,2
Position nette envers le FMI	13,1	0,0	15,2	15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Suisse</b>									
Or	94,0	92,8	91,4	90,3	82,1	88,3	80,1	83,6	61,1
Change	6,0	7,2	8,6	9,7	17,9	11,7	19,9	16,4	38,9
Position nette envers le FMI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Italie</b>									
Or	67,8	58,6	55,1	64,7	55,1	50,1	49,2	43,9	54,7
Change	30,1	35,1	39,9	29,0	41,1	38,5	32,8	40,7	28,5
Position nette envers le FMI	2,1	6,4	5,0	6,2	3,8	11,4	18,0	15,4	16,7
<b>Etats-Unis</b>									
Or	92,0	90,4	93,2	92,6	92,8	91,0	88,9	81,4	69,3
Change	0,0	0,6	0,6	1,3	2,6	5,1	8,9	15,8	22,5
Position nette envers le FMI	8,0	9,0	6,2	6,1	4,6	3,9	2,2	2,8	8,2

FIGURE 5.3 – Composition des réserves des banques centrales, 1960-1968 (en pourcentage du total).

Source : International Financial Statistics.

Le Gouverneur tient même à déclarer au Conseil général de la Banque que « dans aucune discussion - notamment au niveau gouvernemental - il n'a entendu considérer ces acquisitions d'or autrement que comme des opérations de gestion, et qu'il n'a jamais été, à sa connaissance, dans l'intention de quiconque d'user

45. L'or constituait 72% des réserves de la Banque de France en 1960 et 64% en 1964. Après la politique de 1965, la proportion remonte à 74%. Source : International Financial Statistics.

de celles-ci pour exercer des pressions d'ordre politique sur tel ou tel État.<sup>46</sup> » La question d'un journaliste sur les conséquences de cette conversion lors de la conférence de presse du 4 février 1965 donnera l'occasion au général de Gaulle d'exposer ses vues sur le système international et de politiser - peut être a posteriori - cette décision.

La conversion de janvier 1965 revêt certes une dimension symbolique et provocatrice mais il serait exagéré d'y voir une velléité de retour à l'étalon-or<sup>47</sup> ou une décision uniquement déterminée par des considérations diplomatiques liées à la guerre froide ou à la construction européenne. Elle prend sens comme une énième tentative française d'imposer des nouvelles règles du jeu et de réintroduire des conditions strictes d'ajustement au sein d'un système international que la France considère comme asymétrique, injuste et instable à long terme. Maintenir l'or comme garant de la stabilité, établir une coopération multilatérale qui ne soit pas au service des intérêts anglais et américains et faire reposer la sauvegarde du système sur un ensemble de règles intérieures de bonne conduite ont constitué le cœur de la position française. Nous avons montré ici que trois éléments principaux permettent de comprendre cette position : l'héritage des négociations de l'entre-deux-guerres, l'incapacité des États-Unis à organiser une coopération multilatérale<sup>48</sup> et les réussites de la politique monétaire intérieure de la Banque de France.

La position critique de la France vis-à-vis du système de Bretton Woods et de

---

46. ABF, PVCG, 8 janvier 1965.

47. De même que Bussière (1999), nous n'avons pas trouvé dans les archives de la Banque de France, ni dans les propositions à la BRI ou au G10, de mention d'un retour souhaité à l'étalon-or par la France. Comme le note Feiertag (2008), la position de Rueff est à cet égard isolée et ce dernier est mal considéré à la Banque de France, notamment en raison de l'opposition du gouverneur Baumgartner à ses idées (voir également chapitre 1 de cette thèse). La référence à l'or par de Gaulle lors de son discours ne repose donc pas sur une stratégie réellement pensée en amont par l'administration française et la Banque de France.

48. Cette conclusion rejoint le constat fait par de nombreuses études selon lequel les États-Unis n'avaient pas de véritable politique envers le système de Bretton Woods avant 1965 et l'arrivée de Henry Fowler au Secrétariat d'État. Cf. notamment Bussière (1999, p. 804), James (1996, p.167) et Zimmermann (2004, chp.6).

la politique des États-Unis était déjà bien connue et souvent mentionnée (Bordo et al. 1996, James 1996, Meltzer 2009, p.720-725) mais aucune étude n'avait jusqu'à présent montré comment elle se fondait sur les pratiques mêmes de la Banque de France, censées incarner les bonnes règles de conduites de la coopération monétaire.

L'attitude française allait clairement à l'encontre de l'idée selon laquelle la stabilité du système international serait assurée par une puissance hégémonique définissant les règles et assurant l'essentiel des ajustements (Kindleberger 1973, Gilpin 1981)<sup>49</sup>. Elle mettait également en garde sur le jeu de dupes que peut quelquefois constituer la coopération entre banques centrales. Une étude exhaustive des politiques monétaires des différents pays européens et du Japon serait nécessaire afin de voir dans quelles mesure les ajustements fréquents effectués par ces pays afin de stabiliser leur balance des paiements ont pu assurer le bon fonctionnement et la longévité des accords de Bretton Woods. Il ne semble pas, au moins au cours des années 1960, que ces pays aient simplement pu profiter de la stabilité d'un système garantie par les États-Unis et les plaçant dans une situation d'« aléa moral » (Loriaux 1991).

Il nous semble que l'analyse de la position française au sein de Bretton Woods, et plus généralement des négociations entre banques centrales au début des années 1960, doit mettre en garde contre la tendance actuelle à interpréter les relations monétaires et financières internationales à travers le prisme unique du « transnational »<sup>50</sup>. Nous avons vu ici combien la force des états et des traditions nationales demeure primordiale, même lorsqu'il est question de coopération<sup>51</sup>. En outre, ce

---

49. Il serait intéressant d'effectuer un parallèle entre la vision de la coopération internationale prônée par la France au cours de cet épisode et le rôle ultérieur des fonctionnaires français dans la libéralisation financière internationale, notamment au FMI et à l'OCDE (Abdelal 2005, 2007). Selon Abdelal, la France a développé des années 1970 aux années 1990 un fort activisme pour libéraliser les marchés financiers internationaux en faisant reposer cette politique sur la coopération entre États et sur le rôle des organisations internationales alors que les États-Unis concevaient cette libéralisation uniquement comme une conséquence de leur politique intérieure.

50. Flandreau (1997) défend une position similaire sur la coopération entre banques centrales au XIXe siècle.

51. Les textes regroupés dans Kirshner (2003) concluent également à l'importance de l'analyse

qui doit constituer les « règles du jeu » du système monétaire international ne s'impose pas naturellement mais est le fruit d'un constant rapport de force.

Les déboires qu'a connus le système de Bretton Woods de 1967 à sa fin en 1971 ne peuvent que donner raison aux doutes exprimés par les autorités françaises au début des années 1960 : les tentatives de coopération initiées par les États-Unis et la Grande-Bretagne empêchaient de s'attaquer aux failles et aux risques du système alors même que ces deux pays refusaient d'utiliser suffisamment leur politique monétaire et budgétaire afin d'assurer les équilibres des balances des paiements. Affirmer que l'adoption des propositions françaises aurait pu changer radicalement l'avenir du système de Bretton Woods relève toutefois d'un exercice contrefactuel sans doute trop audacieux.

Postes	Total 1964	Total 1965	1er trim. 1965	2e trim. 1965	3e trim. 1965	4e trim.1965
<b>Réserves monétaires officielles</b>	+ 650	+ 435	+ 265	+ 50	+ 55	+ 65
Or	+ 555	+ 980	+ 470	+ 235	+ 125	+ 150
Avoirs en devises	+ 95	- 620	- 255	- 200	- 90	- 75
Engagements officiels à court terme envers l'étranger	0	+ 75	+ 50	+ 15	+ 20	- 10
<b>Position nette envers le FMI</b>	+ 170	+ 265	+ 20	+ 160	+ 65	+ 20
Autres avoires officiels de caractère monétaire	- 5	+ 10	+ 10	+ 35	- 35	0
Remboursements anticipés de dettes extérieures	0	+ 180	0	0	+ 180	0
<b>Position nette des autorités monétaires</b>	+ 815	+ 890	+ 295	+ 245	+ 265	+ 85
Position des banques envers l'étranger	- 20	+ 250	- 5	+ 105	- 30	+ 180
<b>TOTAL</b>	+ 795	+ 1140	+ 290	+ 350	+ 235	+ 265

FIGURE 5.4 – Mouvements monétaires avec l'étranger de la France en 1965. Variations en millions de dollars.

Source : BRI, rapport annuel 1965.

---

des enjeux et politiques monétaires au niveau national pour comprendre les relations internationales, même dans un monde où les capitaux circulent librement.

## 5.6 ANNEXE 1 : Archives

### **Archives principales utilisées à la Banque de France (ABF)**

- *Procès verbaux (PVCG) du Conseil Général.*
- *Fonds de la Direction Générale des Etudes, Direction des analyses et statistiques monétaires, n°1417200405.*
- *Fonds de la Direction Générale du crédit, n° 1331201103.*
- *Fonds de la Direction générale des services étrangers, Service de la comptabilité des opérations de change, n°1489200803, n°1463200401*
- *Fonds du commerce de l'or, n°1397200604, n°1467200501.*
- N.B : dans le texte, nous indiquons le numéro du Fonds suivi du numéro de la boîte.

### **Archives utilisées à la Banque des règlements internationaux (BISA)**

- *Meetings of Experts, n°1.3*
- *General Meetings of the BIS, n°1.20*
- *Annual Reports of the BIS, n°1.21*
- *Group of Ten (G10), n°7.15*
- *Speeches, Reports and Lectures, n°7.17*
- *Speeches, Reports and Lectures, n°7.17*
- *Personal papers (Dealtry, Gilbert, Larre, Jacobsson), n°7.18*
- *Annual reports/Rapports annuels*
- N.B : dans le texte, nous indiquons le numéro du Fonds suivi du numéro de la boîte.

# Financing a planned economy. Institutions and credit allocation in the French Golden age of growth (1954-1974).

---

« Je ne reviendrai pas sur la notion de sélectivité du crédit qui est à la fois une grande réalité et un pléonasme. »

W.Baumgartner, Gouverneur de la Banque de France, 7 février 1958.

There is a financial paradox about the Golden Age of European Growth (1945-1973). How could the era of the highest sustained economic growth ever in “the old continent” be associated with financial repression? The common explanations of postwar growth (catch-up, technological progress, factor reallocation, rise of the consumer society) do not solve the puzzle. Investments that supported the reallocation of capital and technological improvements necessarily had to be financed and some financial institutions must have been there to channel the funds.

While the importance of financial development for growth has been extensively studied and documented by many historians and economists (Rajan and Zingales 1998, Levine, Loyza and Beck 2000, Rousseau and Sylla 2003, Rousseau and Bordo 2011), it is noteworthy that the recent literature in economic history about post-war European economic growth (Crafts and Toniolo 1996, Temin 2002, Eichengreen 2006, Vonyo 2008, Eichengreen and Ritschl 2009) has largely ignored the financial factors and institutions that promoted this tremendous growth. In

their classic study of French postwar growth, Carré, Dubois and Malinvaud (1972) paid no attention to finance and the banking system. There is no obvious explanation for the financing of the huge postwar increase in investment since the size of financial markets remained small until the 1980s, capital controls were imposed and the reconstructing economies faced credit constraints and low savings due to informational problems and destruction of collateral during the war.

The discrepancy between the high growth of credit and output and the many distortions in financial markets have led many economists to conclude that the Golden Age of European growth occurred *despite* the numerous financial restraints. Looking at stock market data, Voth (2003) argues that financial repression - especially capital controls - have hampered growth in postwar Europe. Saint-Paul (1993) focuses on the reconstruction period (1945-1958) and points out that France could have engaged in more foreign borrowing. Reviewing the French experience, Sicsic and Wyplosz (1996) suggest that the high growth rates of the 1960s and early 1970s might have even been higher absent widespread public intervention. Wyplosz (1999) also observes that the correlation between high growth and financial restraints in postwar Europe is a robust fact and he finally concludes that “This is an indication that, for a host of reasons, the much trumpeted distortions of [financial restraints] are less serious than (simple) theory predicts. After all France and Italy were considered as stunning postwar successes, as were Korea and Japan, while they were actively stifling financial freewheeling” (p.31).

None of these papers is based on a detailed study of the banking system and the allocation of credit. They discuss the effects of financial restraints but do not study the financial institutions and mechanisms that - as imperfect as they were - have been associated with growth. They assume that the fast development of credit and real balances has been pulled by growth rather than the contrary.

On the other hand, political scientists working on the French economy (Zysman 1983, Hall 1986, Hayward 1986, Loriaux 1991) have highlighted the strong relationships between industrial policy and credit policy. They argued that these links benefited growth and agreed that “the French state’s characteristic ability to promote investment through control over the supply of credit enabled the French to

achieve rapid industrial development and industrialization in the 1950s and 1960s” (Loriaux, 1991, p.4).<sup>1</sup> Historians who have studied some specific industries and banks over this period also underline the role of the state in credit development (Bonoldi and Leonardi 2009, Conti and Feiertag 2009). But these two types of studies offer no quantitative evidence on the effects of interventionist credit policies. They take for granted that credit is good for growth without investigating further how credit was allocated and what role the state played in this allocation. There have been some fascinations as well as criticisms of French indicative planning (Baum 1958, Hackett and Hackett 1963, Bauchet 1964, Boff 1968, Adams 1986), but its financial side remains largely unexplored.

The paradox of financial restraints and high growth is especially striking in France, a country that featured all the characteristics of financial repression,<sup>2</sup> had the lower rate of self-financing among western European nations over the period (Hautcoeur 1999b) and whose stock market capitalization (over GDP) declined constantly from 1961 to 1975.<sup>3</sup> Did the French bank-based system, highly controlled by the state, manage to allocate funds in a way that fostered investment and production growth?

The contribution of this paper is to review the tools of state intervention in the banking and financial sector and to offer a comprehensive study of credit

---

1. Loriaux adds that “But as the international economic constraints of the 1970s overloaded the state with contradictory demands, interventionism met with fewer and fewer successes.”

2. The banking system was forced to hold government bonds to allow the government to finance budget deficits at a low cost; the development of equity markets was small and discouraged; the banking system faced interest rate ceilings to prevent competition with public sector fund raising; the regulations included interest rate ceilings, compulsory credit allocation and ceilings, and high reserve requirements, which were also instruments of monetary policy; the government owned or controlled the main domestic banks and financial institutions, and the transfer of assets abroad were restricted through the imposition of capital control (Wilson 1957, Loriaux 1991). Needless to say, these features were common in Western Europe, Japan and East Asia at that time and they are still characterizing many developing countries today.

3. Quoting an OECD study, Marnata (1973, p.76) shows that stocks and bonds issues in France equal 9.3% of GDP in 1968 whereas they equal 18.7% in Germany and 25.4% in the US. According to O’Sullivan (2007, p.10), total market capitalization in 1975 equals 27% of GDP in France, 43% in Germany, 70% in Japan, 84% in the UK and 101% in the USA.



allocation in postwar France. In order to investigate the role of the state, it is very insufficient to consider only directed credit from the government to some industries. The role of banks (not only nationalized banks) as well as the public and semi-public credit institutions must be explained and taken into account. In a *dirigiste* or planned economy, public intervention is ubiquitous even if the decision to lend is ultimately taken by private bankers. The state imposes controls on interest rates, provides incentives for banks and attempts to reduce informational constraints. The central bank especially plays a crucial role in credit allocation through banking supervision, rediscounting and various types of credit control.

Three main questions will be at the core of the analysis : how the recommendations from the government and the central bank in order to allocate credit to priority firms and sectors were enforced ? was the allocation of credit efficient ? and how financial development evolved over time and affected growth ?

To address these questions I use both archival material from the National Credit Council (*Conseil National du Crédit*, hereafter : CNC) and a newly constructed database that matches the sectoral characteristics from corporate tax data published by the Ministry of Finance with sectoral outstanding loans registered at the Banque de France by the *Service central des risques* and the CNC. It is the first work that matches these two sources in a comprehensive way. These sectoral data had not been used previously because they came from two different administrations and because of the changes in national accounting, credit data and official definitions of sectors in 1975. The database includes 49 sectors and distinguishes between short-term credit on one hand and medium and long-term credit on the other hand, then allowing a detailed quantitative account of the sectoral allocation of credit from 1954 to 1974.

To my best knowledge, the only previous attempt to provide an account of the role of finance at a sectoral level during the French Golden Age (*Trente Glorieuses*) was a study by INSEE (1974). This study was a very ambitious project aiming to offer a complete picture of the evolution of productivity, profit and technological progress since 1945 but it devoted little attention to the allocation of funds. INSEE separated the French economy in only 10 branches and looked at the financing of

only 450 private firms quoted on the stock market (SEDES file) between 1966 and 1972. The study concluded that these 450 firms increased their external funding over this short period and that leverage increased financial profitability. Although these results suggest a well functioning system, they cannot be considered as representative and the authors of the INSEE study did not underline any conclusion for growth.

In the remaining of the paper, I first portray the French banking system and its new institutional features after WWII. New regulatory institutions and the CNC were created to ensure that “credit allocation served national priorities” and that French firms received enough credit to invest and increase their productivity and growth. Public and semi-public specialized credit institutions and the Banque de France played a great role in giving priority sectors an access to medium and long-term financing instead of to commercial bills only.<sup>4</sup> Medium and long-term credit were called and registered at the CNC under the name “investment credit” (*crédits d’investissement*). The new institutions were designed to favor financial development when the economy faced prevalent credit constraints that were not likely to be relaxed without public intervention. Saving was low after the war and the state did not believe in the capacity of the free market to transform deposits into long term loans. French politicians thought that banks needed incentives as well as better information in order to finance investment and that, eventually, “loans would make deposits” and would thus attract savings. I interpret this new system with a strong intervention of the state as an institutional design that solved a coordination problem (Rodrik 1994) and had the properties of second-best institutions (Rodrik 2008). It enabled the French economy to finance long term investment which was crucial to approach the technology frontier (Acemoglu, Aghion, Zilibotti 2006).

Such a *dirigiste* economy with an investment-based strategy was thus characterized by selective and directed credit as well as by many information and recommendations issued by the Planning office (*Commissariat Général du Plan*) or the CNC in order to guide banks’ behaviors. The guidelines for credit allocation

---

4. Medium-term credit was defined as between 2 and 5 years. Long-term was more than 5 years.

operated at a sectoral level and were reinforced by the segregation and specialization of the banking system. The sectoral specialization of many banks (agriculture, hotel business, energy, SMEs, shipbuilding, housing etc.) helped the state to influence the allocation of credit across sectors. Furthermore, monetary policy also reinforced credit selectivity across sectors through discount ceilings and selective limits on credit expansion.

The complex interactions between banks, specialized credit institutions, the Planning office and the Banque de France policy make impossible to identify and distinguish precisely the share of credit that was allocated through a pure market process from the share that was allocated through public intervention (Wilson 1957, Aymard 1960). Neither the Planning office nor the CNC assigned formal quotas of credit by sectors. Both relied mainly on “indicative” recommendations. But the CNC could influence the rediscounting policy of the Banque de France and use its very detailed banking statistics as well as the reports from the central bank’s branches to operate at a much more microeconomic and informal level than the Plan.

Our approach thus does not (and could not) attempt to distinguish exactly between public credit and private credit. The only reasonable claim is that state intervention focused mainly on the provision of medium and long term credit. Instead I use the sectoral database to highlight the main characteristics and effects of the overall credit allocation. The intervention of the state was concerned by this overall allocation (the “national interest”), and thus must be evaluated at this level. The choice not to intervene is as important as the choice to intervene.<sup>5</sup>

I thus focus on the distinction between short-term and medium-long-term credit. This distinction is not only important because it was recognized as a crucial issue at that time by policymakers, but also because the comparative performance of both types of credit on investment is still an open question in the economic literature (Diamond 1991, Hart and Moore 1994) .

The corporate tax statistics allow us to calculate the marginal returns of capital

---

5. Calomiris and Himmelberg (1995) provide a very good explanation of the problem of focusing on directed credit only when one wants to evaluate the overall action of the state.

(MPK) for each sector over the period 1954-1974. I find a positive correlation between the MPK and medium and long-term credit by sector for every year of the sample, which shows that the *crédit d'investissement* indeed flowed to the sectors with the higher marginal return, in agreement with the predictions of neoclassical theory. This relation does not hold for short-term credit whose role was mainly to support temporary commercial transactions rather than to favor investment. An important result is that this positive correlation is still significant - though smaller - for a sample of the smallest (less credit intensive) sectors. This simple analysis thus highlights that investment was funded in a way that could benefit a good allocation of the factors of production. The correlation between “investment credit” and the number of employees is not significant, thus ruling out the argument that the allocation of credit was primarily determined by the willingness to support directly employment for political economy reasons. Furthermore, the correlations do not show any change in credit allocation at the beginning of the 1970s. So, rents in some industries and credit misallocations seem to be a phenomenon that did not arise before the mid 1970s. But despite the positive correlation, the convergence of sectoral MPKs is slow over the period (as already shown by Bénard 1974 with a different dataset), which may reveal some inefficiencies.

Comparisons with other countries would be necessary to construct a counterfactual exercise and especially to discuss whether the correlation between MPK and credit could have been higher. But the quantitative evidence do show that the *crédit d'investissement* was allocated in a way that is consistent with growth theory.

In order to investigate further the characteristics and the effects of credit allocation, I use the within estimator in a dynamic panel framework to estimate the determinants of the amount of credit within each sector over the period. Short-term and medium-long-term credit both increase with the turnover of the sector, but only “investment credit” increases when the sector becomes more capital intensive. I also estimate the impact of monetary policy on credit using the index of credit control (monetary restrictions) I constructed in Chapter 3 based on archival material. Credit controls affect both types of credit in a similar way but this effect

differs strongly across sectors. Indeed, monetary policy had no significant impact on credit in the 12 more credit intensive sectors which were also some of the most protected by the instructions of the Planning office and the CNC (metallurgy, siderurgy, oil, transports, electricity etc.). It confirms quantitatively that credit controls were used by the Banque de France as a device to credit selectivity.

Finally, I estimate the effect of credit on the real growth rate of investment and turnover with panel data using the GMM estimator. This method is designed to avoid the endogeneity bias. I find that medium and long term credit had a significant positive impact on growth. This result shows how decisive was the *crédit d'investissement* for the path of the French economy. This type of credit had first been mainly granted by the Treasury, semi-public credit institutions and the Banque de France (through rediscounting) before commercial banks also started to lend at a longer term by the end of the 1950s. The observed evolution of credit is also consistent with narrative evidence that shows that the government and the Banque de France restricted credit to agriculture and to small businesses in the 1950s in order to push the reallocation of labor towards industrial sectors.

Schumpeter might have been right about the importance of finance for economic development. This relation was also at the core of the French *dirigiste* economy.

## 6.1 The “nationalization of credit”

After WWII, French politicians had two political and economic priorities : the need for investment and the “nationalization of credit” (Andrieu 1984, Loriaux 1991, Margairaz 1991, Feiertag 2006b). The first one was essential to reconstruct the economy and then became a constant claim of the 1950s and 1960s to favor a new birth of industry. The second one was a political consideration that built on a large consensus among policymakers from the left to the right, and was especially supported by the center right, the dominant political force of the IVth Republic. The “nationalization of credit” was not a synonym of the nationalization of the banking system even though the four major commercial banks as well as the central bank were nationalized in December 1945. This expression meant that

the state had to organize a network of public, private institutions and supervisory agencies that would guarantee that credit finance the national economic and social priorities (Kuisel 1984). It was an essential feature of “France’s New Deal” (Nord 2011).

A consensus was built about the quest for growth and the compelling sense of French economic backwardness. In the words of Richard Kuisel : “By 1945, French public authorities had developed a keen sense of economic retardation and accepted the need for expanding and making more use of the nation’s economic potential” (1984, p.277). These views were shared both by liberal and technocrats reformers from the right and the center right and by socialists-syndicalists who had already developed the idea of “nationalization of credit” during the 1930s (cf. chapter 2). They shared the idea that the private sector, and especially the banks have failed to provide the French economy with the level of productivity and financial development that it deserved. The influential economist Alfred Sauvy was a prominent figure to denounce French economic and demographic malthusianism that had prevailed in the interwar period (Sauvy, 1946, pp.242-251).

This climate of change also gave birth to indicative planning. The institution that supported industrial indicative planning was the Planning Office and the Ministry of Finance (including the Treasury). The main institution that supported the “nationalization of credit” was the Banque de France, and especially two new supervisory agencies within the Banque : the *Conseil national du crédit* (CNC, National Credit Council) and the *Commission de controle des banques* (CCB, Commission of Banking control). The latter was in charge of banking supervision while the first one was in charge of the allocation of credit, that is to set and monitor the rules about banking credit and to decide on the main credit policy orientations. The CNC also developed an important service of statistics (*Service central des risques*) that collected monthly statistics on the banking sector.

The French financial system was dominated by four main types of institutions that can be distinguished according to the nature of their resources.

First, the Treasury (*Trésor*) - the “banker of the state” (Quennouëlle-Corre 2000) - which depends on the Ministry of Finance. It had three kinds of resources :

taxes, Treasury bonds, and deposits (mainly postal cheque-account deposits).<sup>6</sup> The Treasury could also obtain directly some funds from the *Caisse des dépôts et consignations* (cf. chapter 2, appendix 2).

Second, commercial banks financed credit from their deposits. Since the banking laws of 1941 and 1945, they were separated from investment banks that could only accept time deposits (more than 2 years).

Third, the *Caisse des dépôts et consignations* (CDC), received around 80% of its resources from saving banks (*caisses d'épargne*) and 20% from pensions funds and the social security. The CDC could grant long-term loans to firms and municipalities and refinance banks with medium-term rediscounting.

Fourth, the *Crédit National* and *Crédit Foncier* were both semi-public institutions that could not receive deposits but issued bonds and stocks. Hence their loans were not money creation. But these institutions could ask the Banque de France to rediscount their loans.

The graphs in the second chapter of this dissertation (chapter 2, appendix 1) show the repartition of loans from these various institutions. Following the conventional practice of CNC statistics, the CDC loans appeared in the category “specialized credit institutions” (*organismes spécialisés*) together with *Crédit Foncier*, *Crédit National*, *Crédit Agricole* and *Banques populaires*. The distinctive feature of the postwar French banking system is that the Treasury and the Banque de France (through rediscounting) were the most important lenders in the 1950s and were replaced by banks and specialized credit institutions in the 1960s. Chapter 2 has also explained why such an evolution did not necessarily reduce the ability of the state to intervene in credit allocation through other means such as recommendations and exemptions from controls.

Such a powerful and large system of banks and specialized credit institutions did not let a lot of room to the financial market. The French stock and bond market reconstructed quite quickly during the 1950s (Figures 1 & 2), notably thanks to the issue of bonds by nationalized firms and specialized credit institutions (Figure 3). But at the beginning of the 1960s, once the reconstruction of banks' capacities

---

6. *Comptes de chèques postaux*

has been achieved, the total market capitalization reached an upper bound. Its role kept decreasing during 15 years while the French economy was experiencing high growth and credit development. As a consequence, the financial market never provided more than 10% of the total financing of investment over the period (Marnata 1973, Quennouëlle-Corre 2005) and it financed mostly nationalized firms and public investments.

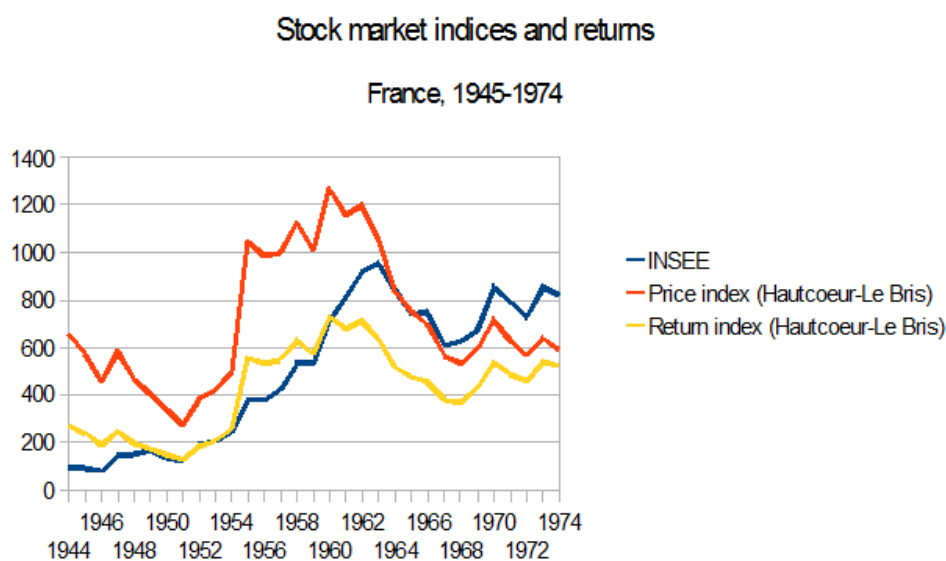


FIGURE 6.1 –

Sources : Hautcoeur-Le Bris (2010) and Global Financial Data. The INSEE index includes 300 shares. Hautcoeur and Le Bris construct a weighted index of 40 shares comparable to the current CAC40.



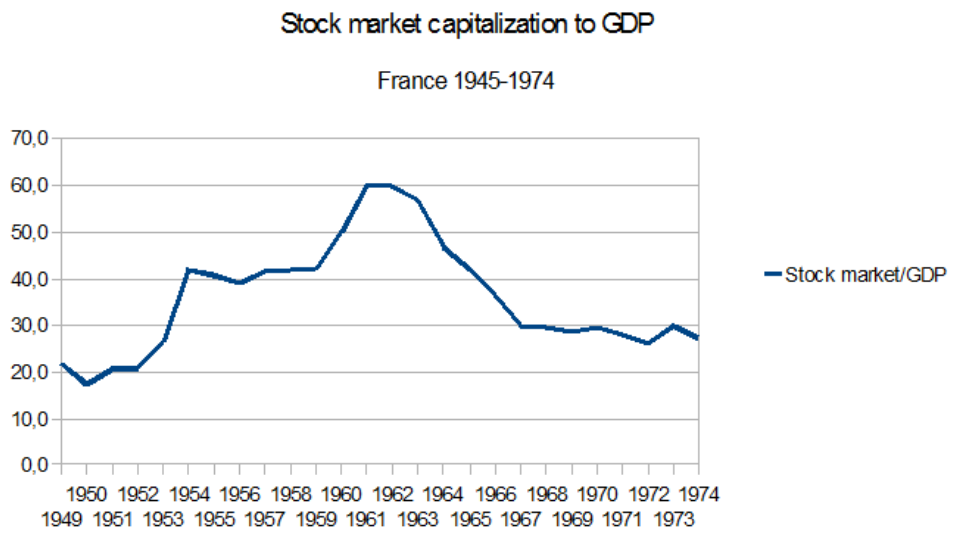


FIGURE 6.2 – Sources : INSEE, Global Financial Data.

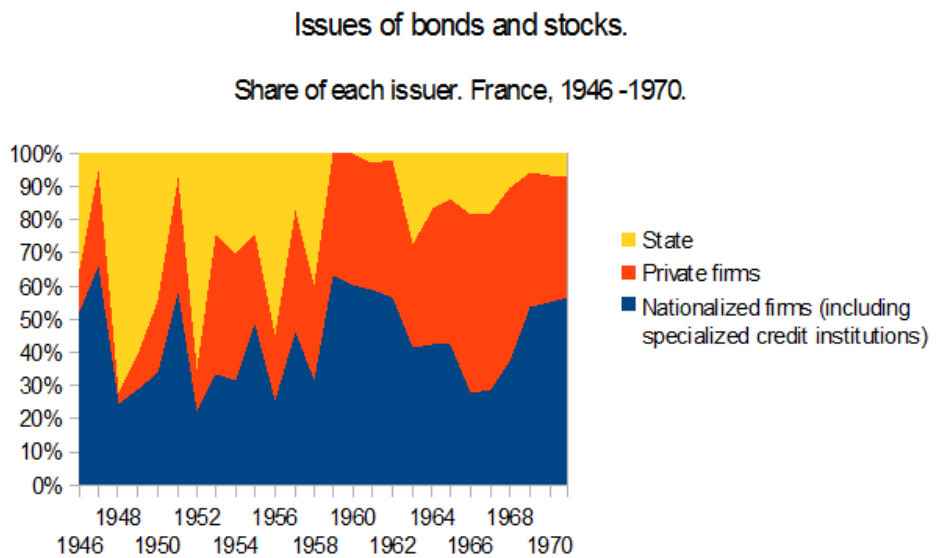


FIGURE 6.3 – Source : Marnata (1973, p.60)

## 6.2 Priority to medium and long term credit : the *crédit d'investissement*.

Among the distinctive properties of the new system, there was a strong focus on the development of medium and long-term financing of firms. Before WWII French banks usually did not lend at a long maturity ; the commercial bill (*escompte*) was still the predominant form of banking activity (Bouvier 1973, Plessis 1991). The biggest firms raised funds at a longer term on the stock market with the help of banks (Hautcoeur 1999a). The predominance of short-term credit was considered as the main weakness of the French financial system and much effort was devoted to solve this failure after the war.<sup>7</sup> Institutions were created or reformed in order to finance the French economy at a longer term. The public long term loans from the Treasury were increased. More power and new attributions were given to the specialized credit institutions (*Credit National, Crédit Foncier, Caisse des dépôts, Banque française du commerce extérieure*) whose role had always been to provide long-term financing. The specialized credit institutions either lent directly to firms or bought Treasury bills and then financed indirectly Treasury loans ; this network was called the “Treasury circuit” (*Circuit du Trésor* cf. Margairaz 1991, Quenouelle-Corre 2005). But there were also important reforms on the monetary side : the Banque de France started to rediscount medium-term bills. This new policy, which was potentially very inflationary, was much more than only symbolic. It completely changed the activities of French banks since they were allowed to lend between 2 years and 5 years and obtain refinancing from the central bank.

Medium (2 to 5 years) and long-term credit (more than 5 years) were registered in the CNC statistics as *Credit d'investissement* (“investment credit”).

One fundamental characteristic of the French economy after WWII is that the usual tools of financial repression were associated with an active credit policy in

---

7. Such criticisms were not new. In 1906, the journalist Lysis wrote a pamphlet against the monopoly of the big banks that he accused to ration credit. It originated a long controversy (Plessis 1991). Feiertag (2006b) highlights the role of Wilfried Baumgartner, director of the Credit National (1936-1949), then Governor of the Banque de France and finally Minister of Finance (1960-1962), in the way credit policy had been implemented.

order to increase financial development and investment. Financial repression was not an isolated policy deemed to increase seigniorage but a set of protectionist rules aimed to favor domestic financial development and especially long-term financing (Loriaux 1991).

### 6.2.1 The maturity of loans in theory

Surprisingly enough, the distinction between short and medium/long-term credit is not so well documented in the economic literature. Justifications of state interventions to extend the term of loans are thus not straightforward, even as a second best policy. From a theoretical point of view, following the Modigliani-Miller theorem, there is no difference for a firm between financing at a short maturity (and rollover the loan or ask for a new one), and financing at a long maturity. A influential model that includes idiosyncratic risks (Meyers 1977) shows that it is better for the firm to get shorter loans because long-term loans can cause a debt overhang and underinvestment. A recent paper by Diamond and He (2011) challenged this idea and shows that short-term debt can also create a debt overhang with a high risk of default since there is less uncertainty resolved over the shorter time until it matures and an increase in investment will thus not result in any payoff to equity. It explains why short-term debt is often involved in recessions.

Hart and Moore (1994) take a different view and state that the difference between short-term financing and long-term financing arises because of the threat of a renegotiation or liquidation. If the creditor cannot credibly commit not to renege (i.e. to refuse to grant new loans) again in the future, then the debtor may liquidate even though gross returns exceed liquidation value. Short-term debt may give too much control to the creditor and lead to premature liquidation. Long-term debt then works as a protection for the debtor. Without this protection, firms may hesitate to invest in equipments that bring a long-term return. According to Hart and Moore it explains why “long-term loans are usually used for fixed-asset acquisition, of property, leasehold improvements, machinery and the like. Short-term loans, on the other hand, tend to be used for working capital purposes - e.g for payroll needs, for financing inventory, for smoothing seasonal imbalances.”(1994,

p.864) From a planner point of view that wants to maximize investment in the economy, medium and long-term credit is better when there is a sufficient risk such that a firm with only short-term bills would never invest in long-term equipment. This simple consideration justifies why the assumption is usually made in growth models that long-term investment contributes more to productivity growth (Acemoglu et al. 2006, Acemoglu et al. 2010), and why an investment-based strategy needs long-term subsidies to industry (Acemoglu and Zilibotti 1997, Acemoglu et al. 2006).<sup>8</sup>

The French financial system was thus organized to solve an agency problem. The Treasury and specialized credit institutions granted long-term loans and the Banque de France rediscounted medium-term loans such that firms could not fear a liquidation. These guarantees of course had their drawbacks : firms' default could have led to a fiscal crisis or to a monetary crisis. The credibility of both the government and the central bank, as well as the conviction that growth was ongoing and sustained, were thus fundamental pillars of the system.

Banks' short-term views and attitudes in the interwar period were accused to have prevented long-term investments. The *crédit d'investissement* was supposed not only to increase investment but also to foster the specialization of industries. Technology specialization is normally a consequence of well functioning financial markets : finance contributes to growth by facilitating a greater division of labor (Saint-Paul 1992) and the selection of productive capital (Acemoglu and Zilibotti 1997). The French postwar financial institutions were reformed in order to accomplish this specialization rather than to let it entirely to free market forces. The banking system was thus very segregated with many banks specialized in a specific sector (Wilson 1957) ; the state intervention targeted some priority sectors and favored the reallocation of factors (cf. *infra*, section 3).

But the supply of medium or long-term credit to some sectors by the state is a second best policy (Hart and Moore 1994, Dewatripont and Maskin 1995) and - as long as the planner has imperfect information - it may offer a protection to firms

---

8. De Long and Summers (1991) find that equipment investment causes growth in a large sample of countries from 1945 to 1985.

that would not have received loans in an equilibrium with perfect information and thus create a debt overhang in poorly performing sectors. The possibility of such a debt overhang and rents is usually the main argument against state intervention in the credit market.

An interesting mechanism highlighted by Diamond (1991) and Flannery (1994) is that if good firms observe that bad firms receive long-term credit (because creditors cannot distinguish between firms), the good firms - which are less likely to suffer from repudiation - will demand short-term loans in order to signal themselves. Asymmetric information leads some firms to choose short maturity because they are less likely than other firms to have problems rolling over their short-term debt either in terms of high interest rates (Flannery) or liquidity risk (Diamond).

As a consequence, we only know for sure that in a first best world, there is no difference between financing at short or long maturity. But in a second best world, it is not possible to state clearly whether long-term loans are associated with productive investment and growth or whether they are associated with rents and debt overhang. Poorly performed or bad state intervention in the banking sector aimed at extending the maturity of loans would thus result in pushing good firms to raise funds either on the stock market or through short-term loans (as a signaling device). It would also increase the amount of unproductive loans that do not lead to investment and production growth.<sup>9</sup>

There is room for empirical evidence here and there are rival hypotheses to test. In section 4, I will thus attempt to investigate whether the priority given to the *crédit d'investissement* caused growth or, on the contrary, created misallocations and led productive firms to prefer short-term financing.

---

9. State intervention in the allocation of credit can create rents and channel credit to inefficient firms and sectors because of bad information, path dependency or political pressures (capture of the bureaucrats or rent-seeking). In France in the late 1970s and early 1980s, these rents were widely recognized (Dutailly 1981) by policymakers and entrepreneurs likewise and they may have been a cause of the stagflation of the 1970s and 1980s as famously explained by Olson (1982). Bertrand, Schoar and Thesmar (2005) have shown that the French banking liberalization of the early 1980s eliminated many inefficient firms from the economy.

## 6.2.2 When the state intervenes

Why can state intervention in the allocation of credit work?

In a paper about postwar growth in Taiwan and South Korea, Dani Rodrik (1994) highlighted the role of investment-based policies that worked either through direct subsidies or through the coordination of information in the banking sector. The institutions and policies in these two countries were quite similar to those in postwar France. Rodrik interprets these institutions as solving a coordination failure : while the rate of return to coordinated investments was high, the rate of return to individual investments remained low (p.78). Interestingly enough, the conditions described by Rodrik for government intervention to work are very relevant in the French context : first the country must be ready for economic take-off (that is there must be other “good” institutions, sufficient human capital etc.) and second, the government must be able to undertake the measures needed to override the coordination failure. The first condition was met because, despite the war, the French economy had inherited “good” institutions (education, property rights, fiscal centralization, parliaments etc.).<sup>10</sup> For the second condition to hold, government intervention should not be captured by rent-seeking private interests. As I have discussed in chapter 2 following previous works by Olson (1982), Kuisel (1984), Margairaz (1991) or Nord (2010), the end of the war had decreased the influence of many vested interests. This was a crucial condition for the functioning of the “nationalization of credit”.<sup>11</sup>

---

10. The literature on what are good institutions for growth is large but not always conclusive and robust besides the obvious claim that “institutions matter“. For critical and nuanced reviews see Aron (2000) and Engerman, Sokoloff (2000). It is sufficient here to say that France has achieved a high level of economic and human capital development compared to the rest of the world in the mid XXth century and that its republican tradition and its long lasting civil code facilitated the transition from the Vichy regime to a new republic and reduced the risk of rent extraction by a political elite. But France was also threatened by political instability and the path of the French economy could have been different, as suggested by the violent strikes of 1947 (Valentin 1985) and the political divisions over the Algerian war (Rioux 1990).

11. The composition of the National credit council was in itself very symbolic since it was conceived as a little parliament within the Banque de France with some representatives of the main sectors, activities and ministries (agriculture, industry, finance, foreign trade), of the private

Other studies on East Asia, without offering a quantitative analysis at the sectoral level, have also highlighted the conditions for state intervention in the credit market to promote growth rather than rents and debt overhang (Wade 1992, Vittas and Cho 1995, Calomiris and Himmelberg 1995, Arestis and Demetriades 1997, Demetriades and Luintel 1996, 2001). They point out five prerequisites and characteristics of the East Asian successes : credit policy should aim at achieving positive externalities rather than helping without conditions declining industries, firms must enjoy managerial independence without interventions of the creditors, the state must ensure that loans are repaid, communication between public intervention and the private sectors (both banks and firms) is essential and notably the collection and dissemination of information on markets, and finally, real interest rates should be positive (which necessitates a stable inflation rate).

These prerequisites - that might be necessary be not sufficient -<sup>12</sup> indeed highlight the differences between a planned economy - where public and private sector are closely intertwined - and a command economy where state intervention is never intended to promote private investment. The next section will show that postwar indicative planning in France shared these characteristics with the East Asian economies as a substantial political science literature has already underlined (Ruggie 1982, Zysman 1984, Hall 1986, Wade 1992).

## **6.3 Instruments and criteria of credit selectivity**

### **6.3.1 The instruments of intervention**

The intervention of the French state in the allocation of credit was ubiquitous but it was not centralized. It would be a mistake to describe the state as a central planner that chose the precise quantity of credit that each sector of the economy had to receive.

First, the state was not a unified body. Coordination did take place between  

---

and public banks as well as of the semi-public credit institutions.

12. State interventions in the credit market in capitalist developing countries also led to well known failures (Mc Kinnon 1973, 1993, Mayer 1989)

the Banque de France, public banks and credit institutions and the Treasury, but most of it happened at a very broad level and these administrations agreed on general objectives only. Each administration had different practices and different objectives. The organization of nationalized banks was close to the one of private banks (Kuisel 1984, Bonin 2003). All studies of the French Planning office have shown that - except maybe for the 1st Plan - the guidelines provided by the Planning office were too large to have a direct influence on bank's lending decisions (Baum 1958, Andrieu 1984, Rousso 1987). Their direct influence was restricted to the Treasury loans. It is impossible to quantify the extent of informal coordination between these institutions. It was certainly important, notably because the high civil servants often moved from one institution to the others during their careers, but each administration also had a strong peculiar culture.<sup>13</sup>

Second, most of the interventions were indirect. This was especially the case for the Banque de France and the CNC. Providing information, giving incentives to banks through the discount window, backing projects or investments realized by private firms or banks, were the main tools of public intervention. The line between "public credit" and "private credit" was thin. And no statistics attempted to do such a distinction at that time.

The direct or indirect instruments of state intervention in the allocation of credit were numerous. I propose to distinguish five main types of intervention.

### *Loans from the Treasury.*

These loans were financed by the government budget and were associated with long-term projects designed by the Ministry of Finance. Most of them were directed to regional and local authorities (notably through the *Fonds national d'aménagement du territoire*). Another part was directed to firms, especially through the

---

13. Recent historical studies on French administrations have shed light on the singular culture that characterized each of them and often prevented smooth coordination despite the shared goal of French reconstruction and modernization. See Mioche (1987) on the Planning office, Margairaz (1991) on the Ministry of Finance, Quenouelle-Corre (2000) on the Treasury, Feiertag (2006) on the Banque de France. Chapter 1 of this dissertation has also pointed out the frequent conflicts between the government and the Banque de France as well as the lack of real coordination between the CNC and the Planning office.



*Fonds de développement économique et social* (FDES). Even though the FDES funds to firms had been crucial for some sectors (mainly siderurgy and gaz and electricity supply) they remained limited compared to the total amount of medium and long-term credit in the economy as seen in Table 1. Most of the FDES funds were granted by the Treasury but some were granted by the *Crédit National* or the *Caisse des dépôts and Consignations*(CDC). Most of these funds were deemed a sequel to the Marshall plan investments. The allocation of these funds clearly followed government policies but it maintained managerial independence within firms (Quennouëlle-Corre 2000, p. 113-120). Starting the mid-50s, CDC loans replaced the FDES loans in many sectors, especially housing and construction. The role of the FDES also decreased because French nationalized firms had an easy access to the financial market and the Vth Republic decided to decrease the number of loans financed by budget deficits.

Year	1948	1951	1954	1957
FDES loans to nationalized firms (from the Treasury)	143	132	118	118
FDES loans to private firms (from the Treasury)	0	19	21	14
FDES loans to private firms (from public institutions)	0	56	56	52
Total FDES loans	143	207	195	184
Total medium and long-term credit in the economy ( <i>crédit d'investissement</i> )	178	1074	2465	4570

Sources : CNC reports and notes of DGC, 1958.

TABLE 6.1 – FDES loans, 1948-1957 (billions francs).

***Loans by public and semi-public sector (organismes spécialisés).***

Several credit institutions had been created by the state and were closely supervised. Contrary to nationalized banks whose lending decisions were usually not affected by governments, these institutions were asked to follow the main orientations of the national credit policy (Wilson 1957, Brunhoff 1965).

The *Crédit National* and the *Caisse des dépôts et consignations* (CDC) specialized in financing of machinery and equipment. The *Crédit Foncier* aimed to finance housing. Public housing was financed by the CDC rather than by the *Crédit Foncier* (Effosse 2003).

Agricultural credit was mostly financed by the *Caisse nationale du Crédit Agri-*

*cole* (CA), a public corporation that enjoyed financial autonomy but could received guidelines from the Ministry of Agriculture. It has been closely associated with government policies that aimed to modernize French agriculture, but loans' decisions were not taken by the Ministry. Gueslin (1988, p. 110) described the CA as a compromise between farmers, the state and the bank's employees. Contrary to the *Crédit Foncier*, it was a mutual savings bank that mostly received deposits from farmers. In the early 1970s, the CA financed around 80% of the total of French agricultural credit and 96% of French farmers had an account at the CA (Gueslin, 1987). It was the third bank in the world in size of deposits (Le Bourva, 1979).

In the field of the financing of small and medium-sized firms, the *Banques populaires* were what the *Crédit agricole* was to agriculture. Both institutions were founded in the XIXth century and derived from the same stream of thought which sought in cooperative enterprise an answer to the difficulties of raising funds in competition with larger banks. After the war, the French government took over these institutions and supported their development. Within the *Banques populaires*' group, the *Crédit hôtelier* was crucial for the financing of hotels and restaurants.

These various institutions were named *organismes spécialisés de crédit*. Except for the CDC which received orders from the Treasury to invest in some specific sectors and whose loans to construction could be integrated automatically in the government budget (cf. chapter 2, appendix 2), they enjoyed managerial independence. They also constantly made profits. They reflected the willingness of the French state to target some sectors (housing, agriculture etc.). The support of the state prevented other banks to enter these sectors.

These institutions could lend at below market rates, that is preferential rates. According to a retrospective study written at the Banque de France in 1983, 49.5% of French loans were granted at a preferential rate in 1969 and 40.8% in 1975. A 1968 survey (Bonnet 1968) shown that in 1959, 34.25% of long-term loans were granted at a rate below the discount rate of the central bank, 37.5% at a rate between the discount rate and the bond market rate, and 28.25% at a rate at least equal to the bond market rate. These figures were 30.5%, 45% and 24.5% in 1964.

### ***Rediscounting***

The intervention of the state through rediscounting should be distinguished from direct loans. This type of interventions aimed to encourage the development of both private and public banking loans rather than to provide a substitute to banking loans. Since the XIXth century, the role of the Banque de France in rediscounting commercial paper had been an important feature of the French financial system (Baubeau 2004, Bazot 2010). This role increased after WWII and rediscounting facilities were extended to medium-term credit (usually defined as up to 5 years).<sup>14</sup> The *Crédit Foncier*, *CDC* and *Crédit National* could rediscount medium-term banking loans and they could also ask the Banque de France to rediscount the loans they had already rediscounted. “In this way, the semi-public and public institutions in Paris fill a role in the medium-term field analogous to that of the discount houses in London with regard to short-dated paper ”(Wilson 1957, p. 192). Rediscounting was thus a powerful tool used by the central bank and some *organismes spécialisés* in order to both encourage the development of banking loans and affect their allocation. The total value of rediscounted loans by public institutions is not necessarily a good measure of the extent of state intervention in the allocation of credit. The promise to rediscount is as important as the actual amount of rediscounted papers.

The Banque de France used rediscounting to affect credit allocation in three ways.

First, from 1948 to 1972, each bank was assigned a rediscount ceiling. There were no fixed rules for setting the amount of these ceilings. When banks asked the central bank to increase them, negotiations took place at the *Direction générale de l'escompte* (DGE)<sup>15</sup>. The main criteria applied by the DGE were the amount of deposits in banks' balance sheets and their “economic utility”, especially their ties with industries at the local level. A well known characteristic of this period was the number of sectoral banks which were created to support their respective industries (Wilson 1957, Burgard 1989, Plihon 1993). Some had been created by

---

14. In 1965, the definition of medium-term credit to housing was extended to 7 years.

15. Amount of ceilings for some years as well as discussions over whether they should be increased are found in ABF, 1360200701/239, 1360200701/72, 1397200602 /12

the big nationalized banks, others by firms that pooled their funds. They included for example *Crédit naval* (shipbuilding), *Crédit hôtelier* (hotels and restaurants) or *Pétrofigaz* (oil and gaz). Hence, rediscounting loans from such banks (or increasing their discount ceiling at the central bank) was an easy way to support a sector.

Second, the Banque de France accepted to rediscount housing and construction loans up to 7 years in 1966, thus supporting the development of these two sectors.

Third, the Banque could issue guidelines and send information to banks, saying that it would rediscount loans granted to some sectors and specific economic activities. It could also give directly advice to banks. The Banque issued such general recommendations at the national level (for the production and storage of butter, sugar, canned product until the mid-1950s, for housing afterwards). It mainly used them at the local level through its 220 branches as it can be seen in the Economic reports of branches' directors *Résumé des rapports économiques des directeurs des succursales*. The branches of the Banque de France (helped by the CNC and DGC) surveyed the needs of the sectors at the local level and then told the banks their advice to invest. It was implicit (and sometimes explicit) that the Banque de France rediscounting policy would be in accordance with these guidelines. For example, when the French economy increased its openness to trade in 1959,<sup>16</sup> the General direction of Credit (*Direction générale du crédit*) of the Banque de France implemented a large survey in order to measure the reactions of some sectors that were supposed to suffer from trade liberalization. It asked the directors of the branches of the Banque de France to gather information on firms. By doing so, they used sectoral categories of the CNC and *Service central des risques* rather than the large sectors of the Plan.<sup>17</sup> Then the CNC encouraged the branches and the banks to use this information to compare the performance of firms in their local area to the national performances.

Fourthly and finally, for some very specific activities only, the central bank announced publicly the maximum amount of loans it would rediscount. Nevertheless, it seemed that these techniques were limited to agricultural credit and credit to

---

16. In 1959, 90 % of the importations from OECD countries are totally liberalized. They were only 40% in 1958.

17. ABF, 1331200301/10. Lettres de H.Fournier.

exports and were not used frequently. Appendix 1 shows one example of such commitment to rediscounting : loans for the storage of every cereals had a rediscount ceiling from 1960 to 1966. Such a central bank's policy was complementary to the price controls that prevailed in agriculture all over the period.

It should be noted that, whatever the means used to influence credit allocation (discount ceiling, guidelines, commitment etc.), the central bank always specified that rediscounting was contingent on the justification of real needs and would not take place automatically. And the original lending bank always bore the risk of possible default by the borrower.

#### *Exemptions.*

This tool was used by the Banque de France in order to favor some sectors or activities when limits on credit expansion were imposed. Such exemptions replaced rediscounting as the main tool of credit selectivity in the mid 1970s when the *encadrement du crédit* became permanent (cf. chapter 2). In the 1960s, they were used to support housing credit and mostly credit to exports. Credit to exports was always exempted from quantitative controls during the episodes of restrictive monetary policy from 1948 to the early 1980s.

#### *Compulsory guidelines.*

I have found only few evidence of compulsory guidelines that forced the banks to lend (or to prevent lending) to specific firms or sectors. These were certainly not the main instrument of public intervention in the allocation of credit. The few examples available in the archives of the CNC are related to agricultural credit only and were intended to avoid overproduction. The Planning office neither used nor recommended such practices but further research may find that similar guidelines had been occasionally issued for other industries. In the early 1960s, the Ministry of Agriculture decided to control the loans to the chicken farming business because it was worried by overproduction and big inventories. Thus, in July 1961, it asked the Banque de France and the CNC to prevent banks from lending to businesses that raised more than 5000 chickens. The limit was then extended to 16000 chickens in 1963.<sup>18</sup>

---

18. ABF, 1331200301/10. Letters from the Ministry of Agriculture to the Governor of the

This “chicken” example is not representative of the central bank’s interventions in the allocation of credit throughout the *dirigiste* period. On the contrary it shows that the Banque de France had the legal and institutional power to impose quotas of loans to specific sectors or products but it decided not to use it and to rely instead on other kinds of incentives that let the ultimate responsibility of the decisions to bankers.

### 6.3.2 Objectives of credit selectivity.

Since the decisions were not centralized, it is not an easy task to identify exactly the objectives pursued by the administrations, banks and *organismes spécialisés*. The main rhetoric of the Planning office and the CNC was to foster productive investment and to serve social and national interests. But the question remains about the criteria chosen to define such vague terms as “economic utility” or the “national interest”...

In the late 1940s, the CNC issued recommendations to banks in order to avoid shortage in food and raw products supplies while the Plan focused on the development of energy and metallurgy (Baum 1958, Bauchet 1964). It was obviously justified by the need for economic reconstruction.

In the following decades, how were the needs of the economy identified and some specific industries targeted? According to CNC reports and Banque de France notes, the main objectives of credit selectivity were to promote exports and thus solve balance of payments problems, to avoid overproduction and to limit inventories in some sectors, to increase regional development, to meet social needs such as housing and, finally, to help creative destruction. Interesting examples of how the Banque de France rediscounting policy attempted to foster creative destruction occurred in the mid 1950s. The summaries of the reports from the directors of the branches of the central bank in 1954-1955<sup>19</sup> point out that many branches noticed that retail stores in the early 1950s were run by people that were not enough

---

Banque de France.

19. ABF, Résumé des rapports économiques des directeurs des succursales. 1er août 1954 - septembre 1955.

qualified and that they maintained prices that were too high. Bankruptcies in this sector increased largely in 1953 but the directors of the branches of the Banque de France agreed that these exits were a necessary cleansing (“cet assainissement dont on s’accorde à reconnaître la nécessité”). The Banque de France decided to follow government policies aiming at developing department stores, and thus to let many retail stores fail. The same reports pointed out the necessity to decrease quantities but to improve the quality of farming production. A 1959 study at the Banque de France intended to provide branches with a detailed comparison of the solvency ratio and investment/debt ratio of firms across some small sectors at the national level : the aim was notably to avoid that firms in some areas received too much credit if their investment/debt ratio was too low compared to the national average (and vice versa).

It is impossible to track every decision that was taken inside the Banque de France and the Treasury or by the banks, but it should be recognized that there were a variety of criteria and objectives and that these choices did not necessarily encourage the financing of incumbents.

Two questions must be now addressed in order to discuss whether the “nationalization of credit” has been a successful institutional design : was credit misallocated ? did “investment credit” contribute to sectoral growth ?

### **6.3.3 Data sources**

To answer these questions, I use the sectoral data on credit computed by the CNC. This quarterly source is very rich and original. To my best knowledge no equivalent statistics have been used to investigate the causes of the postwar European growth in another country. Contrary to most sectoral data about firms’ financing that rely on debt (Rajan and Zingales 1998, Levine et al. 2000, Arellano et al. 2010), this source really allows us to study the allocation of loans rather than the leverage or external financing of firms. The focus of this dataset (hence this paper) is on the lending decisions of the banks, the state and the specialized credit institutions.

The statistics are very detailed and include 100 sectors. For some sectors, sub-

sectors are also reported. Credit data are stocks, that is outstanding loans at the end of the quarter, and not the flows of new loans. Despite its richness, this source raises three problems.

First there was a lower limit on credit that had to be declared by banks (50 000 “ nouveaux ” francs until 1962 and 100 000 thereafter). But this very small amount is a minor issue that is not likely to matter for loans that financed investment and growth.

Second, these statistics were constructed from declarations by bankers themselves. The CNC imposed controls and sanctions in case of cheating so the data are likely to be reliable. But for some years (especially during credit control episodes), bankers may have misreported numbers in order to escape the ceilings imposed by the Banque de France. This possible misreporting would nevertheless affect the level of credit reported by a bank and not its allocation. One problem - well-known by the Banque de France at that time - was that banks tended to under report loans of the last quarter of a year and to report the numbers on the first quarter of the following year. The use of yearly data will diminish this problem.

Third, the exact duration of the loans is not specified. We only know the total stock of credit at each end of quarter. It is impossible to calculate exactly the new flows. Fortunately, the data are quarterly and distinguish between 3 months commercial bills (*Effets commerciaux*) and other short-term loans (*Autres crédits à court terme*). The main problem thus concerns short-term credit between 3 months and one year : if I add the quarterly figures in order to compute the annual stock of credit received by a sector, then some loans will probably be counted twice. If I take the end of the yearly value, I will miss 6 or 9 months loans. I will present the way I dealt with this problem in the description of the variables (section 5).

Finally, the last issue is that the statistics of the CNC only include credit and not any other sectoral information. Fortunately, the tax administration used sectoral data whose categories were very close to CNC’s categories. I then match the credit statistics from the CNC with the corporate tax statistics. Such a matching between statistics produced by two different administrations obviously comes at a cost since some categories are not the same or are not continuous. This is espe-



cially true for either the very small or the broadly defined sectors. I thus had to restrict the sample to 49 sectors. In 1968, the CNC and the Ministry of Finance decided to match the two databases. I was thus able to use the 1968 conversion table to recover some categories. But it is impossible to recover all of them. Most of the sectors that are lost are either very small and non-industrial sectors (as toys, theater or music instruments) or big public sectors that did not receive credit from banks (as the defense industry, the army, hospitals and the public cultural industry). Unfortunately, I also could not match the data on the banking and insurance industries.<sup>20</sup> In 1971, the INSEE (National Institute of Economics and Statistics) and the Ministry of Finance decided to implement a new nomenclature that radically changed the way the economy was considered : sectors were then defined by their function rather by the kind of activity (Desrosieres 1972). In 1975 the tax and the CNC statistics were completely changed in order to follow the new INSEE nomenclature, and there is no way to recover the ancient categories except at a high level of aggregation only (10 sectors).

The 49 sectors in my sample amount to 58% of turnovers in the economy, 50% of firms, 69% of the wages, 76% of investment and 65% of credit on average over the period 1954-1974. These shares are pretty stable over the 20 years but slightly decreasing overall : 70% of the total of credit in 1954 and 64% in 1974; 60% of turnover in 1954 and 56% in 1974.

The corporate tax statistics are not complete before 1954 : only the number of firms and the turnover is reported. There are two regimes in the French corporate tax system : *forfait* and *bénéfices réels*. The firms in the first category are small and pay a fixed amount negotiated at the sector level, whereas the firms in the second category pay a proportion of their profits. The information available from 1954 to 1974 in the tax statistics are the following : number of firms, number of employees, inventories, investment, wages and turnover. Starting 1968, much more information is available including debt, depreciation (*amortissement*) and purchases.

---

20. It is due to the fact that the credit data for banks and insurances are not continuous.

## 6.4 The allocation of credit

### 6.4.1 The marginal product of capital and credit allocation

The standard neoclassical theory states that an efficient allocation of credit should equalize the marginal product of capital (MPK) across sectors. When there is a high return in one sector, capital and investment flow towards this sector. Then this sector's MPK will decrease respectively to other sectors and its value will converge to others. Financial intermediation promotes growth in the way that it allows this mechanism to work efficiently and then to allocate capital in sectors marginally more capital productive (Greenwood, Jovanovic, 1990).

Following the work of Lucas (1990) and Caselli and Feyrer (2007) on capital flows across countries, I simply calculate the MPKs for each sector of the French economy and then compare them to the sectoral amount of loans.

Using a standard Cobb-Douglas function, the MPK is defined as the real return to capital  $R = \alpha Y/K$ , with  $\alpha$ , the capital share. There are many difficulties to calculate this number. A good measure of capital is illusory. But from the investment data, it is possible to recover an approximation of the capital stock with the usual accumulation equation :  $K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t$  .

The calculations of the capital/labor share is also subject to many caveats. I had no better choice than to calculate  $\alpha$  and  $\delta$  from the data of the early 1970s (which are more reliable and complete for wages) and to suppose them constant from 1954 to 1974. Values of these parameters for the whole time span were either impossible to obtain (for depreciation rates), or highly implausible (for the capital/labor shares) due to some imprecisions in the wages and the inability to take into account the purchases. The assumption of constant parameters is strong but not so harmful since the sample starts in 1954, after the immediate reconstruction of the economy. The depreciation rate of capital was probably higher in the late 1940s. I prefer to calculate a value of  $\alpha$  for each sector despite the inevitable imprecisions rather than to assume that  $\alpha = 0.3$  for all the sectors as it is done in many cross-countries studies. Regarding the initial capital stock, I make the standard assumption (Levine et al. 2000, among others) that capital was at its steady

state at the beginning of the sample.<sup>21</sup> It is more realistic than to assume that the initial capital stock was equal to zero in 1954. The details of the construction of the credit variables are presented in the next section (4-3).

An efficient allocation of credit is characterized in theory by a positive relationship between the MPK and the amount of loans. Figures 4, 5 and 6 show the correlation between sectoral MPKs and sectoral outstanding loans for each year of the sample.<sup>22</sup> The values of the correlation for the whole sample are reported in Table 2.

A positive correlation appears between medium and long-term credit and MPKs but not between short-term credit and MPKs. The “investment credit” thus fulfilled its purpose, that is to finance the industries with a higher return and then to promote the reallocation of capital across sectors. On the contrary short-term credit is either non significantly or negatively correlated to the MPK. The interpretation of this result can be twofold : first short-term credit is mainly intended to furnish liquidity for commercial transactions and has no relationship with investment and capital allocation and, second, short-term credit is used by firms that are low productive with a low MPK and have no access to long-term financing.

The theoretical discussion in the previous section had highlighted that the choice of medium-long-term credit versus short-term credit by firms is not obvious. If poorly implemented, state interventions that favor medium and long-term loans could lead more productive firms to signal themselves as less risky and demand short-term financing whereas bad firms would have a debt overhang. We are not able to distinguish precisely between public and private credit, but we know that state intervention supported more medium and long-term financing relatively to short-term loans. The graphs thus suggest that these interventions did not create an adverse effect on the relative efficiency of long-term loans.

Since, at a first sight, the graphical relationships may seem to be driven only by the biggest sectors that received more credit (on the extreme right of the graph),

---

21. That is  $K_{1954} = I_{1954}/\delta$ .

22. I scale MPKs by the turnover of each sector in order to present values of the credit variable between 0 and 1 on the graphs.

Table n°2 displays the correlations (and their significance) for a sample with or without the 12 “credit intensive” biggest sectors of the sample, that is the sectors with a higher ratio of total credit on turnover.<sup>23</sup> There are chemical, iron (mining), electricity supply, gas supply, siderurgy, oil production, railways, construction, automotive, paper, foundry and aeronautics. The correlations are for the whole sample (20 years).

The results in Table 2 show that the positive correlation between MPK and investment credit is still significant, although smaller, for the smallest sectors.<sup>24</sup> The fact that the relation between the MPK and short-term credit is significantly negative (due to the biggest sectors) tends to confirm that there was a substitution between the two types of credit : firms that demanded short-term credit had a lower productivity of capital and thus experienced more difficulties to have access to financing at a longer maturity.

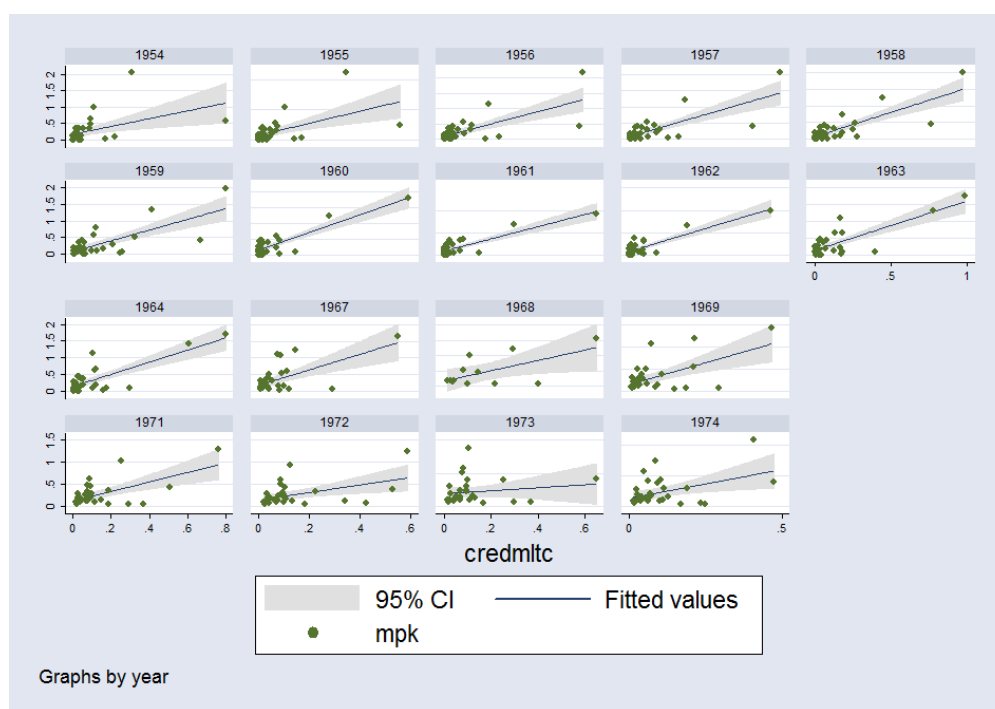


FIGURE 6.4 – Yearly correlations between medium-long-term credit and MPKs.

23. We scale credit by turnover in order to obtain number between 0 and 1 for the correlations.

24. It is still statistically significant for around 1/3 of the sectors.

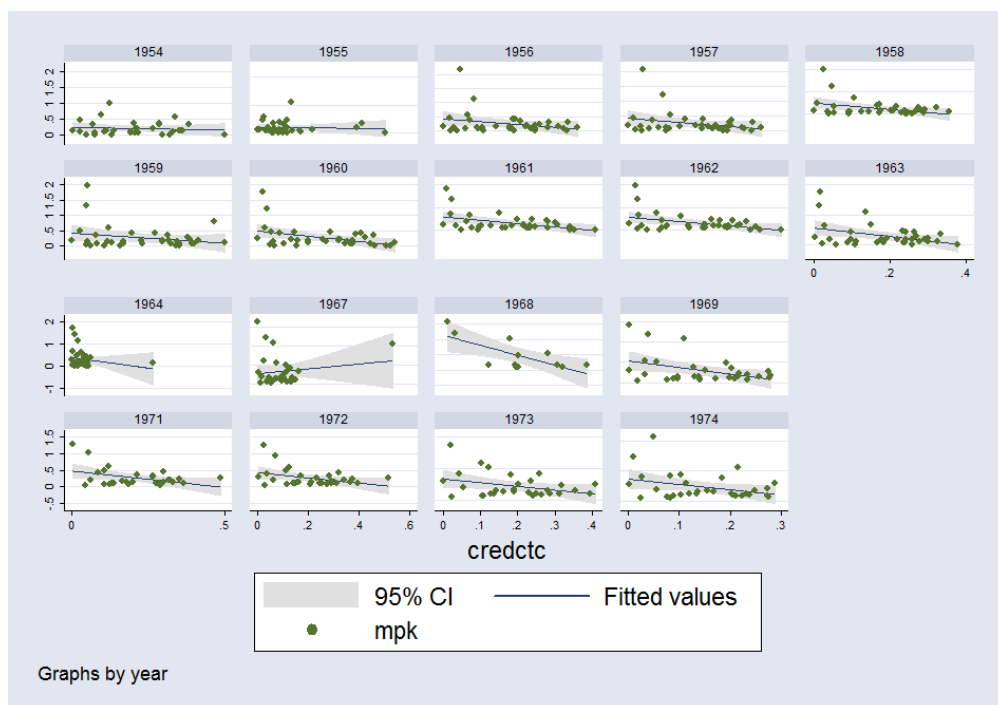


FIGURE 6.5 – Yearly correlations between short-term credit and MPKs.

	Total	Smallest sectors (3/4)	Biggest sectors (1/4)
Short term credit	<b>- 0.07***</b> (0.00)	<b>0.02</b> (0.55)	<b>- 0.10***</b> (0.00)
Investment credit	<b>0.32***</b> (0.00)	<b>0.12***</b> (0.00)	<b>0.31***</b> (0.00)
Total credit	<b>0.28***</b> (0.00)	<b>0.13***</b> (0.02)	<b>0.26***</b> (0.00)

Note : p-values in parenthesis.

TABLE 6.2 – Correlations between MPK and credit

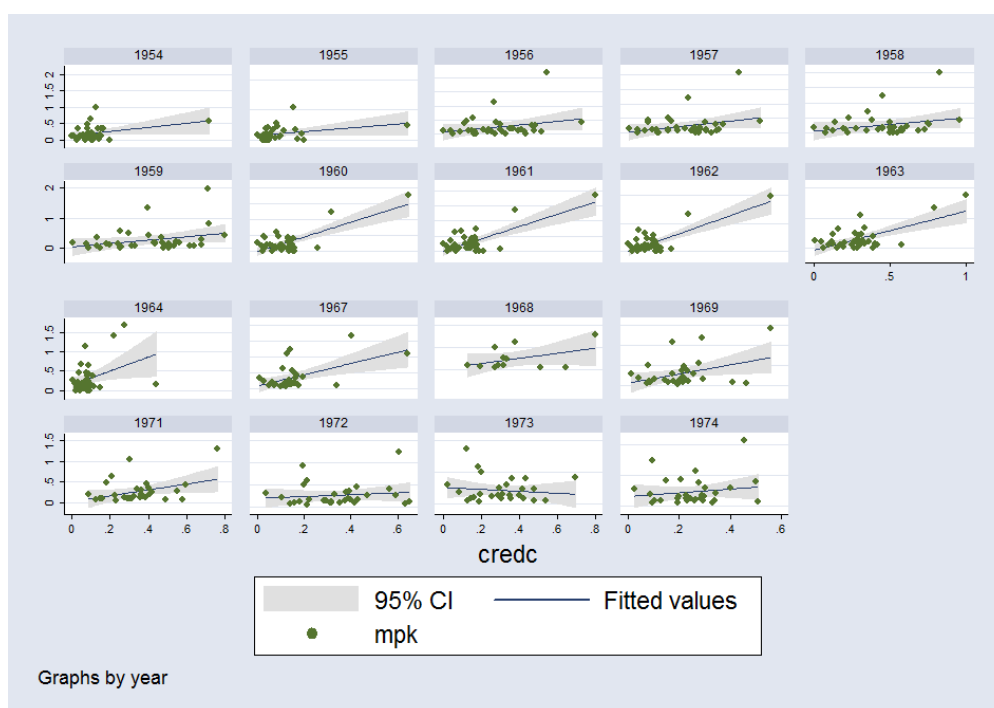


FIGURE 6.6 – Yearly correlations between total credit and MPKs.

Table 3 shows that the correlation between the number of employees and credit is not of the same sign as the previous one. The correlation between “investment credit” and the number of employees per sector is not significant though positive. A political economy argument that would explain the allocation of credit in the *dirigiste* French economy only by the willingness to maintain a high level of employment and to finance workers’ rents would then miss the point.<sup>25</sup>

	Total	Smallest sectors (3/4)	Biggest sectors (1/4)
Short term credit	<b>0.62***</b> (0.00)	<b>0.67***</b> (0.00)	<b>.40***</b> (0.01)
Investment credit	<b>0.87</b> (0.49)	<b>0.26</b> (0.63)	<b>0.43</b> (0.38)
Total credit	<b>0.7***</b> (0.00)	<b>0.69***</b> (0.02)	<b>0.8</b> (0.43)

Note : p-values in parenthesis.

TABLE 6.3 – Correlations between number of employees and credit

25. It was suggested by Crafts (1992) and by Sicsic and Wyplosz (1996) about France but without quantitative evidence.

year	mean	sd	National accounts
1954	0.24	0.38	0.24
1958	0.26	0.38	0.26
1962	0.29	0.39	0.26
1966	0.30	0.38	0.27
1970	0.26	0.27	0.24
1974	0.23	0.22	0.22

TABLE 6.4 – Mean and standard deviation of sectoral MPKs

### 6.4.2 Convergence ?

According to the neoclassical theory with perfect financial markets, the MPKs across sectors (or countries) should converge overtime if funds are well allocated.

From the database, I can compute the mean and the standard deviation of the sectoral MPKs for each year in order to characterize the evolution of the marginal return over the French Golden Age. They are reported in Table 4. The average value of MPKs is high but plausible according to other studies which have computed the global return for the whole economy. Sylvain (2001) found an average of 26.5 % over the period 1965-1973 in France using investment of firms (except housing). Caselli and Freyer (2007) found that in 2000, France had a MPK of 10%, the US, 12%, and many middle-income countries, like Mexico, Bolivia, Chile, Turkey, had an MPK between 20 and 30%. It is well known that the MPK decreases with economic development. Using the series of investment by firms from French national accounts data over the period, and making standard assumptions ( $\delta = 0.6$  and  $\alpha = 0.3$ ), I also find numbers that are consistent with the average sectoral MPKs. I report them in Table 4 as “National accounts”. The higher average value of MPKs found in the sectoral data may be explained by the fact that the missing sectors (see *supra*) were more labor intensive and had probably a lower MPK.

The standard deviations in Table 4 show that there have been a convergence of sectoral MPKs overtime. As already highlighted by Mairesse 1971, Bénard 1971 and Sylvain 2001, I also find that the return of capital started to decrease in the

early 1970s.<sup>26</sup>

Unfortunately, we lack international comparisons to state whether the sectoral convergence was rapid or slow given the high growth rate of the French economy at that time.

This section has shown that there was a positive correlation between MPKs and credit - essentially due to “investment credit” - and that there have been a convergence across MPKs over time. Such a result is remarkable since it gives evidence that a *dirigiste* economy with a high degree of state intervention can be consistent with the neoclassical predictions about capital allocation and growth. Still, short-term credit appears to have been misallocated. Is it a normal feature of this type of credit to serve other purposes rather than financing investment and capital accumulation?

Whether the correlation and the convergence could have been higher and whether state intervention in the allocation should have been weaker or stronger, also remain open questions.

### 6.4.3 Credit within sectors

For what purpose firms asked for loans? Why did banks lend to firm? To answer these questions, I run simple panel regressions that show the variables that were associated with each maturity of credit. Panel data estimations with fixed effects are well suited to investigate the determinants of credit over time within a sector, as done by King and Levine (1993) for countries’ level of financial development.

The variables used in the regressions are constructed as follows :

- *Investment* and *Turnover* come from the tax records. I add the two regimes (*forfait* and *bénéfices réels*).
- *Short-term credit*. In the CNC statistics, there are two types of short term credit available : *escompte* (3 months commercial bills) and other short term loans. The original data are quarterly. To obtain the annual total amount of *escompte*, I simply add the quarterly values. It may bias the total amount

---

26. Mairesse and Bénard nevertheless used different definitions of the return to capital : they divide profits by capital.



upward since the same 3 months bills can be registered in two subsequent quarters. This might not be a problem for the estimations of the impact of credit on growth within a sector as long as the seasonality of commercial bills is relatively similar over years. The other short-term loans usually lasted between 3 months and two years. I use two alternative methods to compute their total annual stock : I pick the highest quarter value or the mean of the four quarters. The two methods actually do not differ very much since the amount of these loans is quite stable over the year. The estimations results that will be reported in the paper use the second method but there is no difference in the main results when using the first method.

- *Investment credit*. I simply pick the end of the year value of the column *Credit d'investissement* in the CNC statistics. It includes all types of medium-term credit (including rediscountable credit) and of long-term credit (including the FDES loans).
- *Credit control* is a measure of monetary policy whose construction is derived in chapter 3. Monetary policy worked through quantitative credit controls all over the period rather than through interest rates. In chapter 3, I follow a narrative approach (Romer and Romer 1989) to identify the months when monetary policy was restrictive. The yearly variable *Credit control* is the number of months of restrictive monetary policy during the year. This variable takes a different value when dealing only with “investment credit” since medium and long-term credit was exempted of controls in 1969. Otherwise, I use the general measure.
- The three variables *Investment/wages*, *STC/MLTC* and *Turnover/nb firms* are intended to account for sectoral characteristics that may vary overtime within a sector and thus not be taken into account in the fixed effects. The ratio *Investment/wages* is a proxy of the capital intensity of the sector.<sup>27</sup> When it takes a high value, the sector has a high capital intensity. The ratio

---

27. I use investment rather than capital because the construction of capital data (*supra*) is subject to assumptions that may bias the regressions in the first years. Nevertheless, robustness checks with capital do not affect the main results.

$STC/MLTC$  (short-term credit / medium and long-term credit) measures the propensity to use preferably one type of credit relative to the other. Finally the ratio  $Turnover/nb\ firms$  is a rough proxy of the concentration of the sector.

First, I am interested in how the current value of outstanding loans in one sector is predicted by the past values of the sectoral variables (including the past value of outstanding loans). We are not talking about causation here since the past value of investment is certainly affected by the future amount of the loans. The purpose is mainly to see whether, once we account for sectoral fixed effects, the evolution of credit overtime is only path dependent (i.e. determined by the previous amount of credit) or whether it is correlated to the evolution of other sectoral characteristics.

I run the regressions for the whole sample and then distinguish between the 12 biggest (i.e more credit intensive) sectors and the 37 others (Tables 5, 6 and 7). The variables are in real terms in order to avoid the potential bias due to the years of inflation peaks (especially 1957 and 1968). I divide the nominal values by a price index. I use ten official price indices published by INSEE (1981) and I match each sector to the activity price index to which it corresponds.

The results show that the current values of short-term and “investment credit” are positively correlated with their own past values as well as with the past values of investment and turnover. As expected, outstanding loans are highly path dependent. The past value of short-term credit has a coefficient of 0.54 and the past value of medium and long-term credit has a higher one, 0.79. The fact that this coefficient is even higher for the total credit means that there were substitutability between the two maturities of credit (Table 5). But this difference is only due to the biggest sectors (Table 6). On the contrary Table 7 shows that in the smallest sectors, short-term credit is more path dependent than “investment credit”. The ratio  $investment/wages$  is positively correlated with “investment credit” but negatively correlated with short-term credit. This result clearly confirms that medium and long-term credit is used by more capital intensive firms. The negative correlation between “investment credit” and the ratio  $STC/MLTC$  also illustrates

the substitutability between the two types of loans : when a sector has access to more “investment credit”, its demand for short-term credit decreases relatively to its demand for medium/long-term credit.

The impact of monetary policy on credit shows two interesting results : first, as a whole, monetary policy impacts both types of credit in a very similar way (the coefficients have very close values, around 0.01) and second, the biggest sectors are more protected from monetary restrictions. It means that “investment credit” was not protected, in itself, against restrictive monetary policy, but that some sectors were isolated (for reasons independent of the type of credit they used). It could be explained either by a credit channel effect (due to asymmetric information) as studied by Gertler and Gilchrist (1991) for the US economy or by the fact that the biggest sectors were given priority.

VARIABLES	(1) CRED (total)	(2) CRED (short-term)	(3) CRED (medium-long-term)
CRED Lag_1	0.851*** (0.0271)	0.548*** (0.0369)	0.792*** (0.0254)
Turnover_1	0.208*** (0.0576)	0.227*** (0.0724)	0.168** (0.0814)
Investment_1	0.0956** (0.0447)	0.208*** (0.0586)	0.113* (0.0621)
Turnover/nb firms	-5.42e-06 (2.57e-05)	-2.11e-05 (3.36e-05)	-3.98e-05 (3.65e-05)
Investment/wages	0.0132** (0.00572)	-0.0128* (0.00761)	0.0198*** (0.00759)
STC/MLTC	-8.71e-05 (0.000725)	0.000929 (0.000955)	-0.00689*** (0.00109)
Credit control_1	-0.0112*** (0.00191)	-0.0109*** (0.00252)	-0.0155*** (0.00284)
R-squared	0.871	0.749	0.910
Number of sectors	49	49	49

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

TABLE 6.5 – The determinants of credit (all sample)

VARIABLES	(1) CRED (total)	(2) CRED (short-term)	(3) CRED (medium-long-term)
CRED Lag_1	0.795*** (0.048)	0.399*** (0.062)	0.810*** (0.039)
Turnover_1	0.16 (0.116)	0.131 (0.377)	0.239* (0.134)
Investment_1	0.007 (0.095)	0.341*** (0.124)	0.12 (0.107)
Turnover/nb firms	-0.001 (0.00)	0.001 (0.00)	0.001 (0.00)
Investment/wages	0.008 (0.009)	-0.03** (0.004)	0.020** (0.009)
STC/MLTC	0.004** (0.002)	0.005* (0.003)	-0.007** (0.002)
Credit control_1	-0.004 (0.004)	-0.001 (0.00252)	-0.005 (0.005)
R-squared	0.911	0.784	0.932
Number of sectors	12	12	12

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

TABLE 6.6 – The determinants of credit (big sectors)

VARIABLES	(1) CRED (total)	(2) CRED (short-term)	(3) CRED (medium-long-term)
CRED Lag_1	0.806*** (0.048)	0.817*** (0.0311)	0.783*** (0.023)
Turnover_1	0.090 (0.079)	0.003 (0.05)	0.100 (0.085)
Investment_1	0.076* (0.041)	0.122*** (0.042)	0.183* (0.063)
Turnover/nb firms	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
Investment/wages	0.006 (0.007)	0.012* (0.007)	0.017* (0.010)
STC/MLTC	-0.001 (0.000)	0.001 (0.000)	-0.006*** (0.001)
Credit control_1	-0.010*** (0.002)	-0.011*** (0.002)	-0.016*** (0.0028)
R-squared	0.899	0.822	0.912
Number of sectors	37	37	37

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

TABLE 6.7 – The determinants of credit (small sectors)

## 6.5 The effects of credit development on growth

In section 2, I have shown that the allocation of “investment credit” across sectors meets the criteria of efficiency of the neoclassical theory. A positive significant relationship between the MPKs and “investment credit” at the sectoral level means that the sectors received enough funds to perform an efficient allocation of factors. If the neoclassical theory is correct and if financial intermediation really favors the allocation of factors (Greenwood and Jovanovic 1990, Acemoglu and Zilibotti 1999), then we should also observe a positive impact of “investment credit” on the real growth rate of sectoral investment and income. Crafts (1992) estimated that the contribution of capital accumulation to growth in France over the period 1960-1973 was 2.4 while the contribution of labor inputs was 0.3 and TFP 2.34. If “investment credit” did increase investment and capital accumulation, then its effect on production growth was probably large.

On the other hand, the role of short-term credit for growth is still puzzling since it was negatively correlated to the MPKs of the biggest sectors but the previous regressions have shown that it was positively associated with investment and turnover.

In this section, I use a dynamic panel approach with the General methods of moments (GMM) estimator to measure the effects of credit on the growth of investment and turnover. The GMM estimator is designed to avoid the well-known endogeneity bias that is inherent to the relationship between credit development and growth. It has been used extensively to investigate the causal links between finance and growth across countries (Levine et al. 2000, Favarra 2003, Bordo and Rousseau 2011) and across firms (Rousseau and Kim 2008), or the links between credit busts and growth (Ranci ere, Tornell, Westermann 2008).

By using a panel data set, we have sufficient degrees of freedom and we can investigate whether financial development within a sector had an effect on the real growth rates. The equation to be estimated is

$$\pi_{i,t} = \eta_i + \alpha' X_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

where  $\pi$  is the growth rate of real investment or turnover and  $X$  are variables that

can influence these two dependent variables.  $X$  especially includes credit development, that is the ratios *short-term credit/turnover* and *investment credit/turnover*. Dynamic panel estimations can control for the unobserved sector-specific effects. It is crucial since the information about each sector is limited only to tax data.

$$\pi_{i,t} - \pi_{i,t-1} = \eta_i + \alpha'(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t}$$

But the equation above suffers from an endogeneity problem. The amount of credit is influenced by turnover and investment, that is there is correlation between the variables in  $X$  and the residuals  $\epsilon$ . There is no available instrumental variable that would influence credit to each sector without being correlated to other sector-specific characteristics (and especially the growth rate of investment and incomes). The GMM estimator uses internal instruments, defined as instruments based on previous realization of the explanatory variables. This method relies on the work of Arellano and Bond (1991) and Arellano and Bover (1995). The regression is first differenced to eliminate the country-specific effect :

$$\pi_{i,t} - \pi_{i,t-1} = \alpha'(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1})$$

The endogeneity problem is then obvious since the lagged dependent variable  $\pi_{i,t-1} - \pi_{i,t-2}$  will be correlated with  $\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1}$ . Arellano et Bond (1991)'s strategy is to instrument the difference  $X_{i,t-1} - X_{i,t-2}$  by the lagged values of the explanatory variables in levels,  $X_{i,t-2}, \dots, X_{i,t-n}$  which, by definition, are not correlated to  $\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1}$ . The estimation is thus not biased under the assumptions that

$$E[\pi_{i,t-s}(\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ for } s \geq 2, t = 3, \dots, T$$

$$E[X_{i,t-s}(\epsilon_{i,t} - \epsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ for } s \geq 2, t = 3, \dots, T$$

It means first that the error terms  $\epsilon_t$  should not be correlated and second, that the explanatory variables  $X_t$  must be weakly exogenous (i.e. not correlated with the future innovations of  $\epsilon_t$ ). This last assumption does not mean that the explanatory variables cannot be correlated with anticipated values of investment or turnover's growth rate. It only means that future unanticipated shocks to a



sector's growth rate do not influence the current level of credit granted to this sector. In other words, the estimation is robust as long as the decision to lend is influenced only by current and anticipated (and not by unanticipated) values of sectors' growth rate. It thus assumes that lenders have rational expectations.

The model is estimated with a two-step GMM procedure and the standard errors are clustered at the sector level to allow for the correlation of errors within a sector (Petersen 2009). The validity of the instruments is tested through the Sargan test of over-identifying restrictions. P-values of the test are reported in the regression table. A large p-value means that the validity of instruments cannot be rejected. The preferred specifications all have valid instruments.<sup>28</sup>

In the following regressions, the growth variables (investment and turnover) are in real terms, and the credit variables are divided by the turnover of the sector (and then denoted with “/T”).<sup>29</sup>

The estimation (Table 6) shows a positive and significant impact of “investment credit” development (measured as the total of investment credit on turnover) on growth (of investment and turnover) within a sector. Once we control for other time-varying sectoral characteristics, the impact on investment and turnover is very similar (0.272 and 0.258 respectively). This effect is important but not huge : if the ratio *investment credit/turnover* increases by 5%, the annual real growth rate of investment will be increased by 1.5%. The impact of short-term credit is negatively significant on investment growth but not significant on turnover growth. It means that the development of short-term credit, conditional on the development of investment credit hampers investments, probably because it reflects a lack of access to financing at a longer term. But this effect is not significant enough on the turnover as short-term credit could be used for other purposes than investment

---

28. Without clustering the standard errors, it appears that all the coefficients are always significant, which confirms the presence of strong correlation of errors at the sector level. It is not surprising with sectoral data since shocks to one specific sector are very likely to be correlated over years. If not controlled, this correlation biased seriously the result as shown by Petersen (2009).

29. Real values are obtained using the 10 branches price indices from INSEE (1981) as in section 3.

that may affect positively turnover in other ways.

I also run OLS regressions (Table 9) which show that the negative effect of short -term credit on investment would not be observed if we do not account for the endogeneity bias.

The impact of monetary policy is significant, quite strong, and more important on investment growth. One more month of credit restriction will lead to a decrease of 0.4 percentage points and a whole year of credit restriction will result in a loss of 4 percentage points of investment growth.

Using the standard econometric techniques of the “finance and growth literature”, this section has shown that the *crédit d'investissement* was the financial engine of growth of the French Golden Age.

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Investment	Investment	Turnover	Turnover
VARIABLES	(% growth)	(% growth)	(% growth)	(% growth)
Investment (% growth)			0.244*	0.328***
			(0.135)	(0.147)
Turnover(% growth)	0.493***	0.579***		
	(0.137)	(0.101)		
Short-term credit / T	-1.242**	-1.263***	-0.589	-0.212
	(0.644)	(0.392)	(0.199)	(0.233)
Investment credit / T	0.389*	0.272*	0.269**	0.258**
	(0.234)	(0.168)	(0.152)	(0.135)
Credit control	-0.006***	-0.004***	-0.001*	-0.001*
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Investment/wages		0.081**		-0.030**
		(0.032)		(0.012)
STC/MLTC		0.002		0.001
		(0.002)		(0.001)
Turnover/nb firms		-0.001		0.001
		(0.001)		(0.001)
Sargan test (p-values)	0.55	0.69	0.91	1.00
Number of sect	49	49	49	49

Arellano-Bond estimation. Two-step results  
Standard errors adjusted for clustering on sectors  
Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

TABLE 6.8 – The effect of credit. GMM estimations.

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Investment (% growth)	Investment (% growth)	Turnover (% growth)	Turnover (% growth)
Investment (% growth)			0.296* (0.029)	0.298*** (0.029)
Turnover(% growth)	0.682*** (0.067)	0.691*** (0.066)		
Short-term credit / T	0.035 (0.035)	0.04 (0.039)	0.988*** (0.288)	0.966** (0.233)
Investment credit / T	0.818*** (0.218)	0.772*** (0.268)	0.618*** (0.182)	0.558** (0.135)
Credit control	-0.006*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)
Investment/wages		0.064*** (0.007)		-0.015** (0.005)
STC/MLTC		0.001 (0.001)		0.001 (0.001)
Turnover/nb firms		0.005* (0.003)		0.005* (0.003)
Number of sect	49	49	49	49

Standard errors adjusted for clustering on sectors

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

TABLE 6.9 – The effect of credit. OLS estimations.

## 6.6 Financial development across sectors

Data on credit can also be used to characterize how the process of financial development differed across sectors. The evolution of the ratio “short-term credit/medium-long term credit” shows a very different pattern across sectors (cf. appendix 2). Finally convergence occurred by the late 1960s. For the biggest sectors that received priority during the reconstructing phase soon after WWII - such as irons, electricity, siderurgy, fuel, chemicals - this ratio is almost constant over the period. It means that they received enough *crédit d'investissement* (relatively to short-term credit) as soon as the early 1950s. The story was very different with sectors such as leather, shoes manufacture, textile trade, fruits trade and canning, as well as with agriculture. The ratio in this sector shows a distinctive decreasing pattern ; that is they first lacked medium and long-term credit relatively to short-term, but their access to long-term financing increased overtime.

The catch-up process of the smallest sectors starting the end of the 1950s is associated with a sharp increase of the proportion of medium and short-term credit granted by banks relatively to semi-public specialized credit institutions and the Banque de France (cf. chapter 2, appendix 2). Overall, the share of medium and long-term financing increased during the French Golden Age as shown in Figure 7 . Such an evolution gives a better picture of the process of financial development from WWII to the 1970s : during the phase of immediate reconstruction after the war, the state gave priority to long-term credit supporting investment in some sectors. These priority sectors were also the more concentrated and capital intensive. The access to “investment credit” became less constrained overtime, notably because the commercial banks and semi-public specialized credit institutions replaced the Treasury as the main long-term lenders. After an initial push by the state in the priority industries, the access to medium and long-term credit spread across other sectors in the 1960s. The second phase of financial development thus helped small firms while the first phase had benefited mainly to the biggest firms in the more concentrated sectors.

Interestingly enough, the recommendations of the branches of the Banque de France in the 1950s regarding the need for restructuring in agriculture and small

Evolution of loans maturities  
 France, 1945-1974.  
 % of the total of loans.

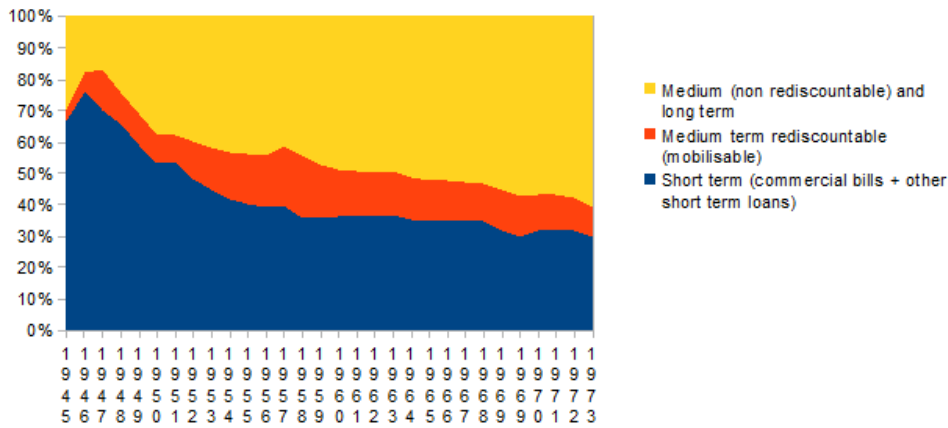


FIGURE 6.7 – Sources : CNC reports.

businesses (cf. *supra*) seem to have been followed. The proportion of short-term financing in these sectors in the 1950s was higher than in the 1960s.

One of the main conclusion of the INSEE (1974) study, was that the reallocation of labor from small businesses and agriculture to industries and services had been an essential feature of the French postwar economy and an important source of growth. Several cross-countries studies have recently pointed out that such a structural change - that is the reallocation of resources from low-productivity agricultural activities to a highly productive manufacturing sector - was the crucial factor behind the European Golden Age (Temple 2001, Temin 2002 and Alvarez-Cuadrado 2009).

The quantitative data on credit as well as narrative evidence on the choice of policy show that this change was supported in France by credit flows and state interventions in financial allocation.

## 6.7 Before 1954 and after 1974

The main limitation of the dataset used in this paper is the rather short time span which prevents us to study the immediate postwar reconstruction and the economic crisis of the 1970s.

It would have been particularly interesting to study the stagnation of investment (resulting in a decrease in the ratio investment/GDP) in the early 1950s.

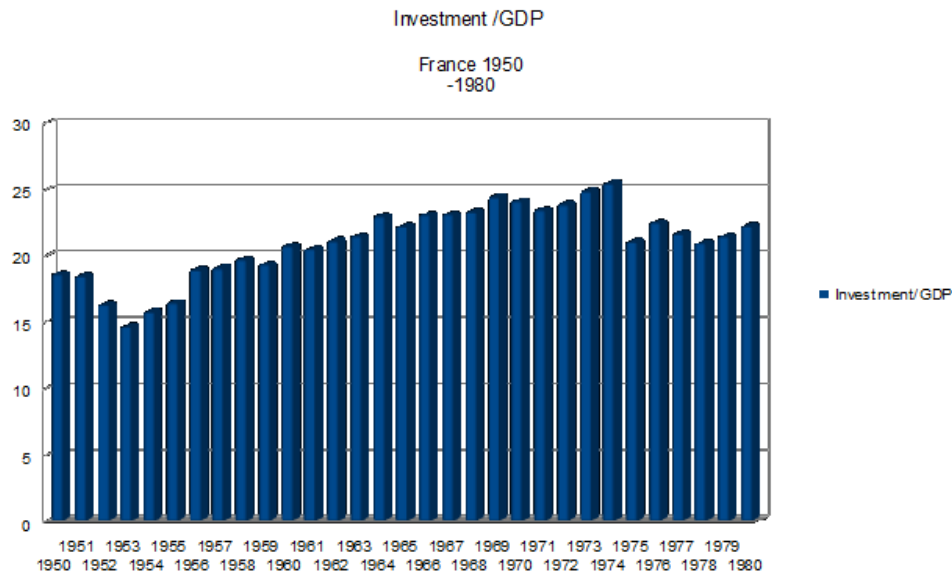


FIGURE 6.8 – sources : INSEE

The stagnation of investment that took place between 1949 and 1953 is a well known peculiarity of French post-war growth (Mairesse 1971, Bouvier 1979, Bonin 1987, Saint-Paul 1994, Sicsic and Wyspolsz 1996). It contrasts with the high rate of growth of GDP in 1950 and 1951. Bouvier (1979) shows that the stagnation of total investment is essentially due to the decrease of investment by nationalized firms and by the construction sector (*BTP*). Carré, Dubois, Malinvaud (1972, p.289) argue that this phenomenon might be explained by the reallocation of capital to productive investment in 1950 whereas the years 1946-1949 focused on the reconstruction of basic equipment infrastructure. Saint-Paul (1994), Sicsic and Wyspolsz (1996) argue that it was an inefficient outcome explained by controls

on the banking and financial sector. Unfortunately, the sectoral database does not allow us to study the allocation of capital before 1954. None of the explanations mentioned above can be dismissed or verified in this paper. It should be nonetheless remembered that 1950 and 1951 had the highest growth rate of GDP of the whole decade, which may support Carré et al.'s argument. The growth rate then fell in 1952 and 1953 because of the restrictive monetary policy (chapter 3). I have shown in chapter 2 that state intervention in credit allocation was similar across the 1950s. Thus we need to explain why similar policies and institutions led to the stagnation of investment in the early 1950s and to growth in the late 1950s. Was the early 1950s drop in investment necessary to reallocate factors or was it suboptimal? Did investment suffer more than consumption and GDP from the 1948-1949 restrictive monetary policy and then did not recover when the second episode of restrictive policy started in October 1951? Was it an adverse effect of the Marshall plan (banks were reluctant to finance nationalized firms which already received Marshall loans)? These are hypotheses for further research. The results in this paper have nonetheless shown that the inefficiency of state intervention in the banking sector cannot be taken for granted.

What happened to the French economy and the banking sector after 1974 is also subject to many discussions and interpretations. Our database ends just before the ratio investment/GDP started a continuous fall in the late 1970s. My computations of MPKs have shown that there is neither an important decrease in average nor a rapid convergence over the period. But it appears that the average MPK in 1974 is the lowest of the sample. These patterns were already observed in a study by INSEE (Benard 1974) that focused on 9 branches. It tends to be a robust feature of the French postwar economy. Is the stability of MPKs over almost 15 years a sign that the allocation of capital was not so efficient? Did the state intervention in the allocation of credit worsen once the average MPK started to decrease in the early 1970s? An answer to these questions requires a comparative perspective on growth in several European countries.



## 6.8 Conclusion

The results and interpretations of this paper highlight an important factor of French growth between 1954 and 1974 that have been previously neglected in the economic literature on the European Golden Age : new institutions that favored the development and the efficient allocation of medium and long-term credit. Because of the many financial controls on interest rates and the preferential regimes, the role of prices was minored in the allocation of credit. Though, the allocation of funds turns out to be consistent with neoclassical predictions. I have particularly shed light on the role of the central bank through its discount window, its network of branches, credit controls and its statistical services. The importance of the financial factor is complementary to previous studies on postwar European growth, especially those which focused on the catch-up process due to the destruction of capital (Vonyo 2008), on the reallocation of factors (Temin 2002) and on the new institutions that favored a coordinated capitalism (Eichengreen 2007). It might be argued that the reasons why state intervention had been successful and did not create major misallocations of capital were partly due to the fact that the economy was reconstructing and in a catch-up process. The catch-up process favored investment's choices : it was easier to know on which sectors credit policy had to focus. This development process is apparently very similar to the one described in the model of Acemoglu, Aghion and Zilibotti (2006) : countries in a catch-up process pursue an investment-based strategy, which relies on existing firms and managers to maximize investment but sacrifices selection. Nevertheless, I have also shown that state intervention worked beyond supporting incumbent firms and copying other countries' strategies. The French state also favored restructuring in some industries and factor reallocations. Most of all, an important part of state intervention consisted in rediscounting loans and providing information to banks. The state did not necessarily intervene as a substitute to the banking sector ; it supported actively the development of banking credit.

A lot of work remains to be done, notably on the potential misallocations that may have prevented growth to be even higher, on the respective role of the specialized credit institutions and their resources, on the impact of credit to exports

on trade, as well as on the rents that arose in the 1970s.

The results on short-term credit also require further investigation. On one hand, the conclusion that the development of short-term loans did not affect positively growth is consistent with the empirical corporate finance literature on net sources of investment (Mayer 1988, Corbet and Jenkinson 1996, Cobham and Serre 2002) that finds that the net contribution of short-term loans - and especially trade credit - to investment is negative. On the other hand, this result might reveal that short-term loans financed inefficient firms that did not have access to longer maturity.

This paper hopes to have provided a first step and an original database to think about these issues.

The fact that financial repression might be associated with financial deepening and growth and that state intervention in credit allocation might be motivated by the development of the banking sector rather than seigniorage is not restricted to French history. But up to now both the cross-countries literature on finance and growth (King and Levine 1993, Levine et al. 2000) and the literature on credit cycles and booms (Rancière et al. 2008, Bordo and Haubrich 2010, Schularick and Taylor 2011) have not considered the role of credit policies (by both governments and central banks) for financial deepening and the evolution of credit. In their seminal paper, Levine et al. (2000) pointed out that over the period 1960-1995, the correlation between credit to GDP and growth was mainly driven by many well-known “Asian Miracles”, such as Malaysia, Japan, Taiwan, and South Korea. These countries are also all well known for the high degree of state intervention in their banking and industrial sector (Wade 1994, Rodrik 1994, Calomiris and Himmelberg 1995, Cho and Vittas 1995). The “East Asian miracle” and the “European Golden Age” present many similarities. On the other hand, credit policies have failed in many other developing countries and financial repression remains a persuasive explanation of poor economic performances (McKinnon 1993, Demetriades and Luintel 1996). But since the World Bank 1993 report on East Asia and the controversies that followed (Rodrik 1994, Vittas and Cho 1995), few studies have attempted to measure quantitatively the effects of credit policies on the alloca-

tion of funds and financial development. An exception is Demetriades and Luintel (2001) on South Korea but they use only a credit aggregate and do not study the allocation of loans.

The history of credit policies and their consequences in Europe and Asia since WWII remains to be done. It would certainly shed light on both cross-countries variations and the nature of credit cycles. Excess credit, debt overhang and stagflation may be to a *dirigiste* financial system what an asset boom and a financial crisis are to a free-market system ; the other side of the coin of financial deepening.

But, after all, the story in this paper will probably seem very familiar to the readers of Alexander Gerschenkron (1952). Studying particularly the industrialization policies of Germany and Russia in the XIXth century, he showed how catch-up growth had been sustained by institutional arrangements that built close links between the state and the banking system. These arrangements showed considerable differences across countries, they grew in a intellectual climate - or ideology - that favored industrialization in a national context and had no counterparts in the more advanced economies. Western European growth during the postwar Golden Age was surely very different from the XIXth century catch-up process, but the French example combines characteristics that are persuasively reminiscent of Gerschenkron's argument. Banking and finance, industrial policies and a peculiar " nationalist " spirit that enhanced the need for credit and state intervention were crucial elements of French post WWII growth. Even though state intervention was prevalent in all European countries at that time<sup>30</sup>, national economic and political characteristics differed in important ways, and nonetheless achieved similar successes. As Gerschenkron himself concluded, the observation of such historical patterns may "help in replacing the absolute notions of what is 'right' and what is 'wrong' by a more flexible and relativistic approach."(p.27)

---

30. Monnet (2012) attempts to review central bank interventions in credit market in six European countries from 1950 to 1975.

## 6.9 APPENDIX 1 : Cereals

BANQUE DE FRANCE  
-----  
Secrétariat Général  
-----  
Financement du stockage  
des graines oléagineuses  
métropolitaines  
Campagne 1959-1960  
-----  
Section 55 A

CIRCULAIRE n° 8892  
du 21 juillet 1959

L'arrêté du 29 juin 1959, publié au Journal Officiel du 3 juillet 1959, a fixé les prix des graines oléagineuses métropolitaines de la campagne 1959.

La Banque a décidé d'apporter son concours au financement du stockage de ces graines dans les conditions suivantes :

BENEFICIAIRES

Sont susceptibles de bénéficier de crédits mobilisables à l'Institut d'Emission, les négociants et les coopératives agricoles agréés par le Ministre de l'Agriculture comme organismes stockeurs de graines oléagineuses.

FORME DES CREDITS

Les crédits devront être réalisés sous l'une des formes suivantes :

- Warrants commerciaux,
- Warrants agricoles (pour les Coopératives seulement),
- Billets,
- Effets d'acceptation (pour les cédants directs).

Les effets et les billets devront être causés par référence au tonnage et à la nature des graines faisant l'objet du financement.

BASE DE NOTRE CONCOURS

La Banque a décidé de limiter son concours aux montants précisés ci-dessous :

1°) pour les graines oléagineuses métropolitaines suivantes :

- Colza et navette .. . . . . .	F 5.300	par quintal
- Tournesol .. . . . . .	F 3.600	" "
- Carthame .. . . . . .	F 2.300	" "
- Soya .. . . . . .	F 3.400	" "
- Lin .. . . . . .	F 5.300	" "
- Moutarde noire ayant fait l'objet de contrat .. . . . . .	F 6.000	" "

...

2°) pour les autres graines oléagineuses métropolitaines et les graines de moutarde noire n'ayant pas fait l'objet de contrat :

- 50 % de la valeur des graines.

Le montant de nos accords ne saurait dépasser le chiffre obtenu en multipliant le taux d'intervention correspondant à la nature des graines stockées, par la capacité de stockage déclarée par les intéressés lors de leur agrément.

Bien entendu, notre concours reste subordonné à la situation financière ainsi qu'à la justification des besoins réels des organismes stockeurs, et ne devra jamais prendre un caractère d'automatisme.

Vous pourrez apprécier de façon libérale la surface des bénéficiaires des crédits, mais vous veillerez à ce que la troisième signature et, pour les crédits directs, celle du principal obligé, couvrent largement les risques envisagés.

D'autre part, nous vous signalons que la Banque a de nouveau décidé, pour la présente campagne, de considérer l'aval de la SOCIÉTÉ INTERPROFESSIONNELLE DES OLEAGINEUX FLUIDES ALIMENTAIRES "S.I.O.F.A." comme une signature statutaire.

Les demandes de mobilisation dont vous serez saisis pourront donc comporter l'aval de la S.I.O.F.A. en troisième signature.

Il vous appartiendra, le cas échéant, de vous assurer que le stockeur bénéficiaire a effectivement versé au fonds de caution mutuelle géré par cet organisme une somme égale à 7,50 % du montant de l'aval sollicité.

#### DUREE DE NOTRE CONCOURS

Le terme de la campagne est fixé au 30 juin 1960; la validité de nos accords devra être limitée, au plus tard, à cette date.

#### TRANSMISSION DES DEMANDES

Les demandes seront transmises, dans les conditions habituelles, à la Direction Générale de l'Escompte - Direction de l'Escompte-Province -, et devront comporter, outre les renseignements d'usage, l'indication de la capacité de stockage déclarée par les intéressés lors de leur agrément.

LE DIRECTEUR GENERAL  
DE L'ESCOMPTE,

L. VUATINE

LE SECRETAIRE GENERAL,

P. GARGAM

FIGURE 6.9 - Source : ABF, 1331200301/10.

## 6.10 APPENDIX 2 : Sectoral characteristics and evolution of loans maturity

Secteurs (french name)	Sectors	Turnover	Investment	Investment credit	Short-term credit	Number of firms
aeronautique	aeronautics	5 773,67	3 251,29	1 642,27	623,06	206
agriculture	agriculture	7 946,99	2 396,00	1 162,73	2 410,12	320
assurances	insurance	14 200,00	4 324,27	91,51	54,30	3 055
automobile	automotive	32 100,00	12 300,00	5 203,64	1 341,57	40 303
batiment	construction	48 300,00	8 143,18	5 889,76	766,84	208 294
boulangerie	bakery	6 752,12	1 490,66	389,85	125,57	50 291
caoutchouc	rubber	5 835,95	3 338,53	2 112,51	322,96	1 402
chaussures	shoes	3 382,14	827,20	1 135,78	44,14	24 846
chimie	chemicals	21 600,00	15 100,00	6 155,08	1 861,98	2 300
combustible	fuel	4 667,90	11 700,00	1 000,59	1 499,52	111
commerce du charbon	coal (trade)	5 669,57	773,31	1 674,04	54,64	5 196
commerce de fruits	fruits (trade)	6 993,61	375,67	417,94	79,30	8 103
commerce de métaux	metal (trade)	8 330,49	526,96	4 167,22	87,82	683
commerce textile	textile (trade)	21 900,00	2 889,23	3 690,27	210,72	74 818
commerce de viande	meat (trade)	14 700,00	889,86	413,60	32,53	60 392
construction électrique	electricity (construction)	22 700,00	7 563,11	7 310,93	1 223,47	8 806
conserverie	canning industry	5 567,54	1 338,51	1 714,51	153,20	1 748
cuir	leather	2 464,66	592,52	1 103,91	40,11	10 071
electricite	electricity (supply)	9 699,59	42 800,00	227,77	7 141,55	259
elevage	livestock	3 302,39	85,08	385,50	301,39	918
fer	iron (mining)	564,87	1 524,81	70,70	49,25	62
fonderie	foundry	16 300,00	6 316,67	5 414,09	776,03	6 701
forets	forest	972,04	295,51	365,05	34,24	4 767
gaz	gas (supply)	2 641,09	5 805,80	134,56	764,58	27
horlogerie	watchmaking	7 569,61	4 010,01	1 571,30	369,50	12 367
hotellerie	hotel business	7 204,01	4 050,51	179,08	743,35	133 151
mecanique	engineering	8 189,99	2 970,75	1 718,73	365,04	49 455
metalurgie générale	metallurgy	3 905,75	3 690,20	1 568,02	557,74	46
transformation des metaux	metal transformation	3 672,14	2 409,76	833,07	367,69	134
mines	mining	2 153,01	1 998,33	676,44	165,79	4 361
construction navale	shipbuilding	2 935,52	1 385,69	876,72	637,83	1 058
papier	paper	9 052,23	7 162,79	4 170,87	502,62	2 163
peche	fishing	561,01	578,06	117,41	112,99	2 817
petrole	oil	17 200,00	4 997,04	2 646,39	888,12	25
presse	media	12 400,00	4 140,72	1 931,67	250,35	17 500
sante	health	8 421,38	3 292,81	267,53	1 015,65	19 659
scieries	sawmill	2 203,08	448,22	724,15	33,97	10 638
siderurgie	siderurgy	13 100,00	14 700,00	2 685,48	2 863,40	53
stockage	storage	396,70	55,02	3 147,97	364,88	105
sucres et boissons	sweets and drinks	10 400,00	6 083,58	3 394,86	698,06	6 613
sucreries	sugar production	3 785,79	1 866,26	1 125,22	172,21	121
tabac	tobacco	6 531,57	711,21	20,23	86,73	137 876
textile	textile	17 400,00	8 795,47	6 229,21	505,21	7 188
transport des metaux	metal (transportation)	7 931,08	3 619,00	2 936,52	416,08	557
transport maritime	shipping	3 667,25	7 610,92	160,15	1 107,84	308
transport routier	road transport	10 200,00	8 734,77	1 195,93	552,86	46 789
transport ferroviaire	railroad	11 100,00	23 100,00	353,42	1 961,03	1 372
travaux publics	publicwork	14 700,00	7 566,46	3 144,19	2 007,61	4 424
verre	glass	2 828,33	1 529,01	923,34	242,83	1 440

TABLE 6.10 – Names of the sectors and average values of the main variables, 1954-1974

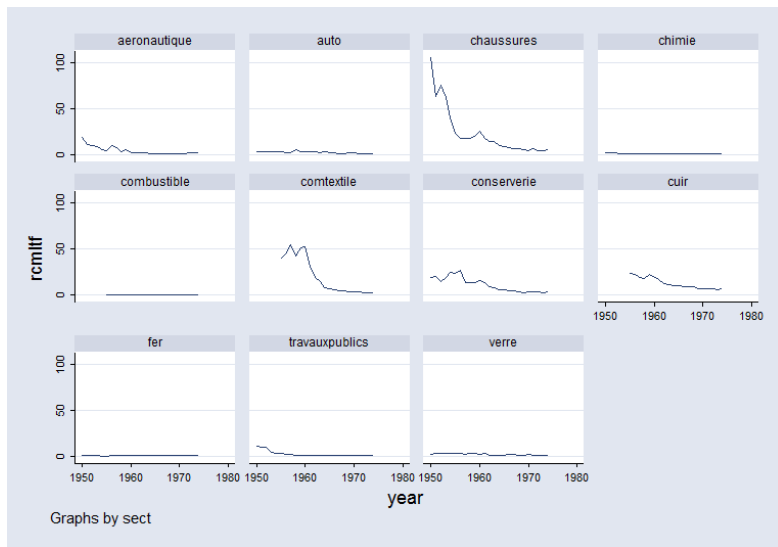


FIGURE 6.10 – Evolution of sectoral ratios : 'short-term credit' / 'mid-long term credit'.



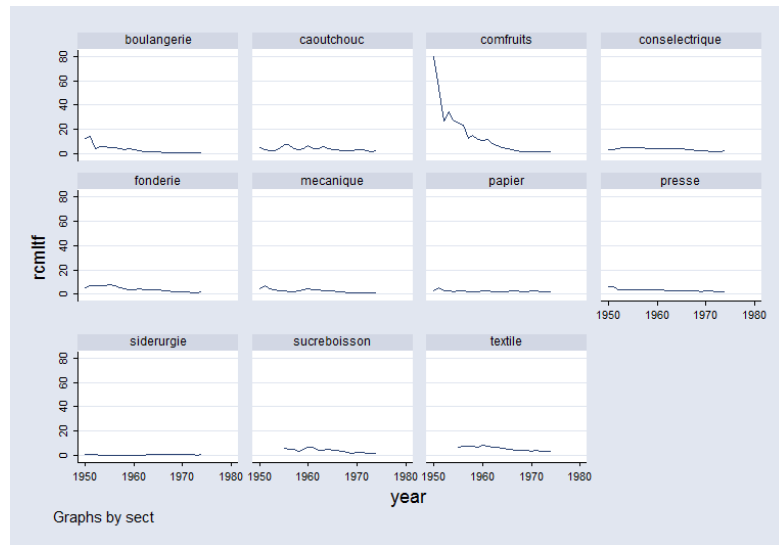


FIGURE 6.11 – Evolution of sectoral ratios : 'short-term credit' / 'mid-long term credit'.

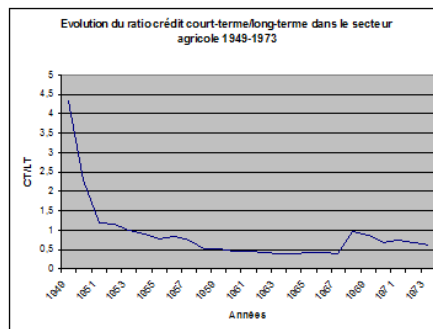


FIGURE 6.12 – Evolution of the ratio 'short-term credit' / 'mid-long term credit' in agriculture.

**Primary sources :**

Rapports du Conseil National du Crédit. (Banque de France)

Résumés des rapports économiques des directeurs de succursales. (Banque de France)

Statistiques économiques et Financières (Ministère de l'économie et des finances)

Fonds du Conseil National du Crédit, n°1427200301.

Fonds de la Direction Générale du Crédit, sous Fonds Cabinet, n°1331200301.

Fonds de la Direction Générale de l'Escompte, n°1360200701.



## Conclusion

---

Ce travail de thèse s'était fixé pour objectif de comprendre les instruments, les objectifs et les conséquences de la politique de la Banque de France pendant la plus forte période de croissance économique continue de l'histoire du pays. Loin de l'idée répandue que la politique monétaire était passive, entièrement soumise à la politique budgétaire et peu autonome en raison du régime de change fixe, nous avons montré combien le rôle de la Banque de France a été décisif au cours de cette période. En poursuivant une politique de développement du crédit, la Banque a contribué à l'expansion des Trente Glorieuses. En intervenant par divers moyens dans l'allocation du crédit, elle a facilité la transition vers une croissance tirée par l'industrie et l'investissement. En prêtant directement au Trésor, elle a permis de soutenir les investissements de ce dernier. En mettant en place des instruments rigoureux de contrôle monétaire et en imposant ses vues face à un gouvernement souvent réticent, elle a maintenu en moyenne un taux d'inflation relativement modéré et assuré ainsi la légitimité et le bon fonctionnement du système dirigiste. En alternant politiques d'expansion et de restriction du crédit, elle a en grande partie déterminé le cycle économique conjoncturel de l'économie française. En déconnectant le prix du crédit des quantités, dans un contexte de contrôle des capitaux, elle s'est donnée les moyens d'une politique monétaire autonome. En défendant la nécessité de règles du jeu pour les politiques monétaires internationales enfin, elle a proposé une nouvelle forme de coopération entre banques centrales.

Nous avons dû développer des méthodes empiriques et théoriques nouvelles à même de prendre en compte et de rendre justice à des politiques non conventionnelles, fortement tributaires des singularités du système bancaire français de l'époque et d'une idéologie interventionniste particulière.

À bien des égards, nos conclusions servent surtout à remettre en cause un certain nombre d'idées reçues et ne constituent qu'une première étape. Une fois que la complexité et l'originalité de ces politiques ont été restituées, de nombreuses nouvelles questions émergent qui ne peuvent se suffire des arguments habituels et invitent donc à se replonger plus précisément dans l'analyse des politiques de l'après-guerre. Même si nous avons tenté ici d'esquisser certaines réponses, il manque des pièces essentielles au puzzle.

Quatre questions en particulier méritent une plus ample attention. Tout d'abord, la question du rôle de la Banque dans le financement du budget de l'État appellerait une analyse bien plus complète que celle que nous avons menée ici. Nous avons montré dans le deuxième chapitre que près de la moitié des financements (concours) que la Banque de France accordait au Trésor n'apparaissait pas dans ses bilans avant 1973. Ce n'est là qu'un premier pas. Il serait nécessaire de réaliser de nouvelles estimations quantitatives afin d'évaluer précisément dans quelle mesure l'inflation a fait diminuer la charge de la dette de l'État. Il est tout aussi essentiel d'étudier comment les interventions de la Banque au sein de ce que l'on appelait le « circuit du Trésor », au moyen du réescompte d'effets à moyen terme présentés par les organismes spécialisés, ont pu indirectement contribuer au financement du budget du gouvernement.

Une deuxième question concerne le rôle de la réglementation bancaire mise en place par la Banque centrale, et plus généralement le développement des banques de 1945 aux années 1980. Une approche beaucoup plus microéconomique que celle que nous avons menée pourrait être mise en place. Comment les canaux de transmission de la politique monétaire fonctionnaient-ils exactement selon les caractéristiques de chaque banque et les ratios de liquidité ? La réglementation bancaire est-elle la seule raison pour laquelle il n'y a pas eu de crise bancaire ou financière pendant cette période ? Par ailleurs, il faudrait fournir une estimation quantitative des rentes dont les banques bénéficient et qui sont fortement critiquées à partir du milieu des années 1970. La compréhension de la libéralisation financière du début des années 1980 serait grandement améliorée si ce pan de l'histoire financière française, négligé jusque-là, se trouvait mis en lumière.

Troisièmement, que conclure de la forte autonomie de la politique monétaire française pour l'étude du fonctionnement du système de Bretton Woods ? Prenant acte de cette autonomie, nous avons principalement raisonné en économie fermée, et avons par conséquent en partie ignoré les transactions que la Banque de France effectuait avec les banques centrales étrangères, l'ensemble de ses opérations de change et les rapports de sa politique aux contrôles de capitaux. L'argument principal développé au cours des pages précédentes à partir du cas français est qu'il est impossible de comprendre la relative stabilité et la longévité du système de Bretton Woods ainsi que les ressorts de la coopération entre banques centrales sans analyser dans le détail les politiques monétaires nationales conduites de manière autonome et très différente. L'intérêt croissant des historiens de la politique monétaire pour les années 1950 et 1960 devrait permettre prochainement de se faire une idée beaucoup plus juste et précise des liens entre politique intérieure et fonctionnement du système monétaire international à cette époque. Alors que de nombreux observateurs continuent de qualifier le système actuel - avec un rôle central du dollar - de « Bretton Woods II », et que les discussions pour refonder une nouvelle coopération entre banques centrales sont vives, l'histoire peut sans doute apporter sur ce point un éclairage utile.

Enfin, une quatrième question que nous n'avons pu aborder que trop brièvement dans cette thèse concerne le lien entre le changement de cadre, d'instruments et de références de la politique monétaire survenu au début des années 1970 et la Grande Inflation qui s'en est suivie. Nous avons ici tenté de souligner quatre caractéristiques de cette rupture auparavant sous-estimée : l'affirmation du contrôle du gouvernement sur la politique monétaire, et notamment l'encadrement du crédit, la libéralisation avortée du marché monétaire donnant lieu à un système hybride, la remise en cause de la conception selon laquelle l'inflation a des origines monétaires (alors même que la Banque mit en place un ciblage de la croissance de M2), et le fait que la politique de la Banque de France devint moins restrictive que ce qu'elle avait pu être auparavant. Les causes et les conséquences de cette rupture nécessitent d'être étudiées en profondeur. Il semble en particulier essentiel de conduire des études quantitatives permettant de tester si les thèses formulées

à l'époque à la Banque de France selon lesquelles les causes de l'inflation avaient changées et étaient dues à la hausse des salaires et des prix internationaux ont des fondements empiriques solides. Le débat sur les causes de l'inflation des années 1970 est plus ouvert que jamais. Le fait que les erreurs de la politique monétaire de cette période soient très régulièrement invoquées pour justifier les politiques actuelles ne fait que renforcer la nécessité de nouvelles études, malheureusement inexistantes dans le cas français.

Qu'on nous permette enfin de remarquer que, si l'analyse historique est bien incapable de tirer des leçons claires et univoques pour les politiques du présent, elle peut toutefois inspirer, et permettre de clarifier parfois, certaines discussions actuelles.

Nous avons à plusieurs reprises évoqué le fait qu'un grand nombre de pays dans le monde appliquent aujourd'hui des politiques bien plus proches de celles de l'Europe des Trente Glorieuses que des mesures préconisées par les modèles macro-économiques standards. L'interventionnisme étatique dans l'allocation du crédit et les politiques quantitatives de lutte contre l'inflation sont ainsi pratiqués en Chine, en Inde ou dans certains pays du Proche et du Moyen-Orient. Sans tomber dans l'illusion que les pays répètent simplement ceux qui les ont précédés dans le développement économique, l'histoire peut aider à comprendre les conditions de la réussite ou de l'échec de telles politiques. Nous avons notamment suggéré ici que la crise stagflationniste en France dans les années 1970 a pu résulter d'une transition mal conduite entre un système dirigiste de crédit et un système plus libéral. L'incapacité à contrôler l'inflation et la création de rentes inefficaces dans le secteur bancaire peuvent menacer certains pays qui bénéficient aujourd'hui d'une croissance forte et où le contrôle du crédit joue un rôle important.

Une conclusion plus générale tient à la nature des politiques monétaires quantitatives fondées sur un refinancement des banques par la Banque centrale. La crise financière actuelle a remis au goût du jour ce type de politique en Europe et aux États-Unis. Leur mode de fonctionnement est bien différent de ce qui était pratiqué en France pendant les Trente Glorieuses, mais elles impliquent pourtant une forme d'interaction et de dépendance entre les banques et la Banque centrale

qui ne peut manquer de rappeler la politique monétaire du passé. Un enseignement de l'histoire et du modèle théorique développé dans le chapitre 4 est que ces politiques de *second rang* ont des effets distributifs importants que les banques centrales ne peuvent passer sous silence, ou réduire à une dimension purement technique. L'histoire montre que les changements de statut politique et juridique des banques centrales se produisent quand les interventions de celles-ci pour refinancer les banques, de même que pour réduire le déficit gouvernemental, en viennent à être perçues comme illégitimes et inefficaces.

La loi de 1993 qui a donné son indépendance à la Banque de France a en même temps supprimé les objectifs de gestion de la « monnaie » et du « crédit » de son mandat. Le défi actuel de la politique monétaire est sans doute de se demander dans quelle mesure il est possible de réintégrer ces objectifs sans abandonner l'indépendance dorénavant si chère aux banques centrales.





# Bibliographie

- Abdelal, R. (2005), 'Le consensus de Paris : la France et les règles de la finance mondiale', *Critique internationale* **28**(3), 87.
- Abdelal, R. (2007), *Capital Rules : The Construction of Global Finance*, Harvard University Press, Cambridge.
- Abolafia, M. Y. (2004), 'Framing moves : Interpretive politics at the Federal Reserve', *Journal of Public Administration Research and Theory* **14**(3), 349–370.
- Abolafia, M. Y. (2010), 'Narrative construction as sensemaking : How a central bank thinks', *Organization Studies* **31**(3), 349–367.
- Acemoglu, D., Aghion, P. & Zilibotti, F. (2006), 'Distance to frontier, selection and economic growth', *Journal of the European Economic Association* **4**(1), 37–74.
- Acemoglu, D., Johnson, S., Querubio, P. & Robinson, J. A. (2008), 'When does policy reform work ? the case of central bank independence', *Brookings Papers on Economic Activity* **2008**, 351–417.
- Acemoglu, D. & Zilibotti, F. (1997), 'Was Prometheus unbound by chance ? risk, diversification, and growth', *Journal of Political Economy* **105**(4), 709–751.
- Adams, W. J. (1989), *Restructuring the French Economy*, Brookings Institution, Washington D.C.
- Adler, M. D. (2000), 'Expressive theories of law : A skeptical overview', *University of Pennsylvania Law Review* **148**(5), 1363–1501.
- Adrian, T. & Shin, H. S. (2009), 'Prices and quantities in the monetary policy transmission mechanism', *International Journal of Central Banking* **5**(4), 131–142.
- Aghion, P., Angeletos, G., Banerjee, A. & Manova, K. (2010), 'Volatility and growth : Credit constraints and the composition of investment', *Journal of Monetary Economics* **57**(3), 246–265.

- Aglan, A., Margairaz, M. & Verheyde, P. (2011), *Crises financières, crises politiques en Europe dans le second XIXe siècle : la Caisse des dépôts et consignations de 1848 à 1918*, Librairie Droz, Genève.
- Aglan, A., Margairaz, M. & Verheyde, P., eds (2003), *La Caisse des dépôts et consignations, la Seconde Guerre mondiale et le XXe siècle*, Albin Michel, Paris.
- Aglietta, M. (1992), 'Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie', *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations* **47**(3), 675–698.
- Aglietta, M. & Orléan, A. (2002), *La Monnaie entre violence et confiance*, paris edn, Odile Jacob.
- Agénor, P. & Montiel, P. (2008), *Development Macroeconomics : Third Edition*, Princeton University Press, Princeton.
- Ahamed, L. (2009), *Lords of Finance : The Bankers Who Broke the World*, Penguin, New York.
- Akhigbe, A., Madura, J. & Martin, A. D. (2007), 'Effect of Fed policy actions on the default likelihood of commercial banks', *Journal of Financial Research* **30**(1), 147–162.
- Alesina, A. & Drazen, A. (1991), 'Why are stabilizations delayed?', *The American Economic Review* **81**(5), 1170–1188.
- Alesina, A. & Summers, L. H. (1993), 'Central bank independence and macroeconomic performance : Some comparative evidence', *Journal of Money, Credit and Banking* **25**(2), 151–62.
- Alexander, W. E. & Enoch, C. (1995), *The adoption of indirect instruments of monetary policy*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Almunia, M., Bénatrix, A., Eichengreen, B., O'Rourke, K. H. & Rua, G. (2010), 'From Great Depression to Great Credit Crisis : similarities, differences and lessons', *Economic Policy* **25**, 219–265.
- Alvarez-Cuadrado, F. & Pintea, M. I. (2009), 'A quantitative exploration of the Golden Age of European growth', *Journal of Economic Dynamics and Control* **33**(7), 1437–1450.

- Amable, B. (2005), *Les cinq capitalismes : Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Le Seuil.
- Anderson, E. S. & Pildes, R. H. (2000), 'Expressive theories of law : A general restatement', *University of Pennsylvania Law Review* **148**(5), 1503–1575.
- Andrieu, C. (1983), 'Genèse de la loi du 13 juin 1941, première loi bancaire française (septembre 1940-septembre 1941)', *Revue Historique* **269**(2), 385–397.
- Andrieu, C. (1984), 'A la recherche de la politique du crédit, 1946-1973', *Revue Historique* **271**(2), 377–417.
- Andrieu, C. (1991), *La banque sous l'Occupation, Paradoxes de l'histoire d'une profession*, Presses de SciencesPo, Paris.
- Andrieu, C. (1996), 'Regards sur la genèse de la pensée nationalisatrice : la nationalisation des banques sous la IIIe république', *Le Mouvement social* (175), 149–177.
- Andrès, J., Lopez-Salido, D. & Nelson, E. (2004), 'Tobin's imperfect asset substitution in optimizing general equilibrium', *Journal of Money, Credit and Banking* **36**(4), 665–690.
- Aoki, M. (1996), 'Towards a comparative institutional analysis', *Japanese Economic Review* **47**(1), 1–19.
- Aoki, M. (2007), 'Endogenizing institutions and institutional changes', *Journal of Institutional Economics* **3**(01), 1–31.
- Ardant, H. (1953), *Technique de la banque*, Que sais-je ?, P.U.F, Paris.
- Ardant, H. (1954), *Introduction à l'étude des banques et des opérations de banque*, Dunod, Paris.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991), 'Some tests of specification for panel data : Monte carlo evidence and an application to employment equations', *The Review of Economic Studies* **58**(2), 277–297.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995), 'Another look at the instrumental variable estimation of error-components models', *Journal of Econometrics* **68**(1), 29–51.
- Arestis, P. & Demetriades, P. (1997), 'Financial development and economic growth : assessing the evidence', *The Economic Journal* **107**(442), 783–799.

- Aron, J. (2000), 'Growth and institutions : A review of the evidence', *The World Bank Research Observer* **15**(1), 99–135.
- Atkeson, A. & Kehoe, P. J. (2008), 'On the need for a new approach to analyzing monetary policy', *NBER Macroeconomics Annual* **23**(1), 389–426.
- Audier, S. (2008), *Aux origines du néo-libéralisme : Le colloque Lippmann*, Editions Le Bord de l'eau, Paris.
- Aymard, P. (1960), *La banque et l'Etat : la politique économique et l'évolution des techniques bancaires en France depuis 1945*, A. Colin, Paris.
- Bagliano, F. C. & Favero, C. A. (1998), 'Measuring monetary policy with VAR models : An evaluation', *European Economic Review* **42**(6), 1069–1112.
- Barakchian, S. M. & Crowe, C. (2010), Monetary policy matters : New evidence based on a new shock measure, Working paper, n°10-230, IMF.
- Barrère, A. (1951), 'La politique du crédit en France depuis 1945', *Revue économique* **2**(5), 513–542.
- Batini, N. & Nelson, E. (2005), The U.K.'s rocky road to stability, Working paper, n°20a, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Battilossi, S. (2000), 'Financial innovation and the golden ages of international banking : 1890–1931 and 1958–1981', *Financial History Review* **7**(02), 141–175.
- Battilossi, S. (2009), The eurodollar revolution in financial technology. Deregulation, innovation and structural change in Western banking in the 1960s-70s, Working paper, University Carlos III.
- Battilossi, S., Foreman-Peck, J. & Kling, G. (2010), European business cycles and economic policy, 1945-2007., in S. Broadberry & K. O'Rourke, eds, 'The Cambridge Economic History of Modern Europe, volume 2', Cambridge University Press, Cambridge.
- Baubeau, P. (2004), "Les cathédrales de papier" ou la foi dans le crédit. Naissance et subversion du système de l'escompte en France, fin XVIIIe-premier XXe siècle., Thèse de doctorat d'histoire, Paris X-Nanterre.

- Baubeau, P. (2011), ‘Gaston Roulleau et l’étude des effets de commerce ou la tension entre statistiques fiduciaires et conceptions métallistes’, *Histoire & mesure* **26**(1), 221–242.
- Baubeau, P., Lavit d’Hautefort, A. & Lescure, M. (1994), *Histoire publique d’une société privée : le Crédit national, 1919-1994*, Paris.
- Bauchet, P. (1964), *Economic planning : the French experience*, Heinemann, London.
- Baum, W. C. (1958), *The French economy and the state*, Princeton university press, Princeton University Press, Princeton.
- Bayoumi, T. & Eichengreen, B. (1994), ‘Macroeconomic adjustment under bretton woods and the Post-Breton-Woods float : An Impulse-Response analysis’, *The Economic Journal* **104**(425), 813–827.
- Bayoumi, T. & Eichengreen, B. (1998), ‘Exchange rate volatility and intervention : implications of the theory of optimum currency areas’, *Journal of International Economics* **45**(2), 191–209.
- Bazot, G. (2010), Credit constraints and distance, what room for central banking? the French experience (1880-1913), Working paper, PSE.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L. & Levine, R. (2008), ‘Finance, firm size, and growth’, *Journal of Money, Credit and Banking* **40**(7), 1379–1405.
- Becker, G. S. (1991), ‘A note on restaurant pricing and other examples of social influences on price’, *Journal of Political Economy* **99**(5), 1109–1116.
- Belin, J. (1951), ‘Le crédit au commerce extérieur’, *Revue économique* **2**(5), 637–646.
- Benabou, R. & Tirole, J. (2011), ‘Laws and norms’, *NBER Working Paper Series No. 17579*.
- Benard, M. (1974), ‘Rendement économique et productivité du capital fixe de 1959 à 1972’, *Economie et statistique* **60**(1), 7–15.
- Benassy, J. (1993), ‘Nonclearing markets : Microeconomic concepts and macroeconomic applications’, *Journal of Economic Literature* **31**(2), 732–761.

- Benati, L. & Goodhart, C. (2010), Monetary policy regimes and economic performance : The historical record, 1979 to 2008, *in* 'Handbook of Monetary Economics', Vol. Volume 3, Elsevier, pp. 1159–1236.
- Bencivenga, V. R. & Smith, B. D. (1991), 'Financial intermediation and endogenous growth', *The Review of Economic Studies* **58**(2), 195–209.
- Bernanke, B. S. & Blinder, A. S. (1988), 'Credit, money, and aggregate demand', *The American Economic Review* **78**(2), 435–439.
- Bernanke, B. S. & Gertler, M. (1995), 'Inside the black box : The credit channel of monetary policy transmission', *The Journal of Economic Perspectives* **9**(4), 27–48.
- Bernanke, B. S. & Mihov, I. (1998), 'Measuring monetary policy', *The Quarterly Journal of Economics* **113**(3), 869–902.
- Bernhard, W., Broz, J. L. & Clark, W. R., eds (2003), *The Political Economy of Monetary Institutions*, The MIT Press, Cambridge.
- Bertrand, M., Schoar, A. & Thesmar, D. (2007), 'Banking deregulation and industry structure : Evidence from the French banking reforms of 1985', *The Journal of Finance* **62**(2), 597–628.
- Besse, P. (1951), 'Le Conseil national du crédit', *Revue économique* **2**(5), 578–590.
- Bessis, F. (2009), 'L'institution comme réalisation du collectif', *Tracés* (17), 73–87.
- Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C. & Issing, O. (2009), Opting out of the great inflation : German monetary policy after the break down of bretton woods, ECB working paper.
- Bezes, P. (2006), 'Un jeu redistribué sous la cinquième République : nouvelles formes et nouveaux acteurs de la réforme de l'Etat', *Revue française d'administration publique* **120**(4), 721.
- Bezes, P. (2010), 'Les rationalités politiques dans la réforme de l'etat : le cas de la ve république', *Revue d'histoire moderne et contemporaine* **56**(5), 54–74.
- Bignon, V., Flandreau, M. & Ugolini, S. (2011), 'Bagehot for beginners : the making of the lender of last resort operations in the mid-19th century', *The Economic History Review* **65**(2), 580–608.

- Blancheton, B. (2001), *Le Pape et l'Empereur*, Albin Michel, Paris.
- Blancheton, B. & Bordes, C. (2007), 'Débats monétaires autour de la dévaluation du franc de 1969', *Revue européenne des sciences sociales* (XLV-137), 213–232.
- Blinder, A. S. (1987), 'Credit rationing and effective supply failures', *The Economic Journal* **97**(386), 327–352.
- Blinder, A. S. & Stiglitz, J. E. (1983), 'Money, credit constraints, and economic activity', *The American Economic Review* **73**(2), 297–302.
- Bloch-Lainé, F. & Bouvier, J. (1986), *La France restaurée, 1944-1954 : : dialogue sur les choix d'une modernisation*, Fayard, Paris.
- Boff, R. B. D. (1968), 'The decline of economic planning in France', *The Western Political Quarterly* **21**(1), 98–109.
- Boivin, J. & Giannoni, M. P. (2011), 'Has monetary policy become more effective?', *Review of Economics and Statistics* **88**(3), 445–462.
- Boltanski, L. & Thévenot, L. (1991), *De la justification : les économies de la grandeur*, Gallimard, Paris.
- Bonin, H. (1987), 'L'année 1954 : un cas de sortie de crise. temps court et temps long en histoire économique contemporaine', *Annales. Economies, Sociétés, Civilisations* **42**(2), 347–367.
- Bonin, H. (2003), 'Le Crédit lyonnais, la Société générale et les autres : essai d'appréciation des rapports de force (1864-1966)', in B.Desjardins, ed., 'Le Crédit lyonnais, 1863-1986', Droz, Paris, pp. 725–749.
- Bonnet, J. (1968), 'Étude des taux d'intérêt en France de 1959 à 1964 : Le coût du crédit, analyse des taux des prêts des intermédiaires financiers', *Revue économique* **19**(1), 86–129.
- Bonoldi, A. & Leonardi, A., eds (2009), *Recovery and development in the European periphery (1945-1960)*, Duncker & Humblot, Bologna.
- Boot, A. W. (2000), 'Relationship banking : What do we know?', *Journal of Financial Intermediation* **9**(1), 7–25.
- Booth, A. (2001), 'New revisionists and the Keynesian era in British economic policy', *The Economic History Review* **54**(2), 346–366.



- Bopp, K. R. (1954), 'Central banking objectives, guides and measures', *The Journal of Finance* **9**(1), 12–22.
- Bordo, M. D. (1993), The Bretton Woods international monetary system : A historical overview, *in* M.Bordo & B.Eichengreen, eds, 'A Retrospective on the Bretton Woods System', Chicago University Press and NBER, Chicago, pp. 3–108.
- Bordo, M. D. & Eichengreen, B. (2008), 'Bretton woods and the Great Inflation', *NBER Working Paper Series No. 14532*.
- Bordo, M. D. & Eichengreen, B. J., eds (1993), *A retrospective on the Bretton Woods system : lessons for international monetary reform*, University of Chicago press, Chicago.
- Bordo, M. D. & Haubrich, J. G. (2010), 'Credit crises, money and contractions : An historical view', *Journal of Monetary Economics* **57**(1), 1–18.
- Bordo, M. D., Humpage, O. F. & Schwartz, A. J. (2011), 'U.S. intervention during the Bretton Woods era : 1962-1973', *NBER Working Paper Series No. 16946*.
- Bordo, M. D. & James, H. (2001), 'The Adam Klug memorial lecture : Haberler versus Nurkse : The case for floating exchange rates as an alternative to Bretton Woods ?', *NBER Working Paper Series No. 8545*.
- Bordo, M. D. & James, H. (2011), 'Reserves and baskets', *NBER Working Paper Series No. 17492*.
- Bordo, M. D. & Meissner, C. M. (2006), 'The role of foreign currency debt in financial crises : 1880-1913 versus 1972-1997', *Journal of Banking & Finance* **30**(12), 3299–3329.
- Bordo, M. D. & Orphanides, A. (2012), 'Introduction to "The Great Inflation"', *NBER, forthcoming book* .
- Bordo, M. D. & Rousseau, P. L. (2011), 'Historical evidence on the finance-trade-growth nexus', *NBER Working Paper Series No.17024*.
- Bordo, M. D. & Schwartz, A. J. (1999), Monetary policy regimes and economic performance : The historical record, *in* 'Handbook of Macroeconomics', Vol. Volume 1, Part A, Elsevier, pp. 149–234.

- Bordo, M. D., Simard, D. & White, E. (1996), 'France and the Bretton Woods international monetary system : 1960-1968', *NBER Working paper series* **No. 4642**.
- Boschen, J. F. & Mills, L. O. (1995), 'The relation between narrative and money market indicators of monetary policy', *Economic Inquiry* **33**(1), 24-44.
- Bossuat, G. (1998), La france et le FMI au lendemain de la seconde guerre mondiale : les raisons de la tension., in 'La France et les institutions de Bretton Woods, 1944-1994', CHEFF, pp. 17-33.
- Bouvier, J. (1973), *Un siècle de banque française*, Hachette, Paris.
- Bouvier, J. (1979), L'investissement et son financement en france, 1945-1952, in 'Actes du colloque : Le rôle des capitaux publics dans le financement de l'Europe occidentale', Bruylant, Bruxelles.
- Bouvier, J. (1987), 'Les relations entre l'État et la banque de france depuis les années 1950', *Vingtième Siècle. Revue d'histoire* **13**(1), 23-34.
- Bozo, F. (2000), *Two strategies for Europe : De Gaulle, The United States and the Atlantic Alliance*, Rowman & Littlefiels pub., Lanham.
- Broz, J. L. (1998), 'The origins of central banking : Solutions to the Free-Rider problem', *International Organization* **52**(02), 231-268.
- Broz, J. L. & Grossman, R. S. (2004), 'Paying for privilege : the political economy of bank of england charters, 1694-1844', *Explorations in Economic History* **41**(1), 48-72.
- Broz, L. J. (2009), *The International Origins of the Federal Reserve System*, Cornell University Press, Ithaca.
- Bruneau, C. & De Bandt, O. (1999), 'La modélisation VAR "structurel" : application à la politique monétaire en france', *Economie et Prévision* **137**(1), 67-94.
- Brunhoff, S. d. (1965), 'Réflexions sur certaines formes nouvelles de capitalisme financier d'Etat.', *Revue économique* **16**(2), 293-311.
- Brunner, K. & Meltzer, A. H. (1972), 'Money, debt, and economic activity', *Journal of Political Economy* **80**, 951-977.

- Burgard, J. (1989), *La banque en France*, Dalloz, Paris.
- Bussière, E. (1999), 'La Banque de France et la réforme du système monétaire international : entre impératifs nationaux et solidarité des banques centrales européennes (1963-1968)', *Histoire, économie et société* **18**(4), 797–814.
- Calomiris, C. W. & Himmelberg, C. P. (1995), Government credit policy and industrial performance : Japanese machine tool producers, 1963-91, The World Bank, policy research working paper, n°1414.
- Canzoneri, M. B., Cumby, R. E. & Diba, B. T. (2007), 'Euler equations and money market interest rates : A challenge for monetary policy models', *Journal of Monetary Economics* **54**(7), 1863–1881.
- Capie, F. (2010), *The Bank of England : 1950s to 1979*, Cambridge University Press, New York.
- Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S. & Schnadt, N. (1994), *The Future of Central Banking : The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Caprio, G. & Demirguc-Kunt, A. (1998), 'The role of Long-Term finance : Theory and evidence', *The World Bank Research Observer* **13**(2), 171 –189.
- Caprio, G. & Honohan, P. (2001), *Financial liberalization : how far, how fast ?*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Cargill, T. F., Hutchison, M. M. & Ito, T. (1997), *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, MIT Press, Cambridge.
- Carlino, G. & DeFina, R. (2011), 'The differential regional effects of monetary policy', *Review of Economics and Statistics* **80**(4), 572–587.
- Caron, F. (1982), 'Le plan Mayer : un retour aux réalités', *Histoire, économie et société* **1**(3), 423–437.
- Carré, J., Malinvaud, E. & Dubois, P. (1972), *La Croissance française , un essai d'analyse économique causale de l'après-guerre*, Le Seuil, Paris.
- Casella, A. & Eichengreen, B. (1993), 'Halting inflation in Italy and France after world war II', *NBER Working paper series* **No. 3852**.

- Caselli, F. & Feyrer, J. (2007), 'The marginal product of capital', *The Quarterly Journal of Economics* **122**(2), 535–568.
- Castel, M. & Masse, J. (1983), *L'encadrement du crédit*, Que sais-je?, Presses universitaires de France, Paris.
- Chatriot, A. (2003), *La démocratie sociale à la française. L'expérience du Conseil national économique, 1924-1940*, La Découverte, Paris.
- Chaurand, D., Joly, H., Verheyde, P., Kohser-Spohn, C., Hellwinkel, L., Hamelin, D., Fitzgerald, E. P. & Grevet, J. (2008), *L'épuration économique en France à la Libération*, PU Rennes, Rennes.
- CHEFF (1998), *La France et les institutions de Bretton Woods, 1944-1994*, CHEFF (Comité pour l'histoire économique et financière), Paris.
- Chélini, M. (1998), *Inflation, État et opinion en France de 1944 à 1952*, CHEFF, Paris.
- Chélini, M. (2001), 'Le plan de stabilisation Pinay-Rueff, 1958', *Revue d'histoire moderne et contemporaine* **48**(4), 102–123.
- Christiano, L. J., Eichenbaum, M. & Evans, C. L. (1999), Monetary policy shocks : What have we learned and to what end?, in 'Handbook of Macroeconomics', Vol. Volume 1, Part A, Elsevier, pp. 65–148.
- Ciccarelli, M. & Mojon, B. (2010), 'Global inflation', *Review of Economics and Statistics* **92**(3), 524–535.
- Clarida, R., Gali, J. & Gertler, M. (1998), 'Monetary policy rules in practice : Some international evidence', *European Economic Review* **42**(6), 1033–1067.
- Clavert, F. (2009), *Hjalmar Schacht, financier et diplomate, 1930-1950*, P. Lang, Bruxelles.
- Cobham, D. & Dibeh, G. (2009), *Monetary Policy and Central Banking in the Middle East and North Africa*, Taylor & Francis US, Ladham.
- Cobham, D. & Serre, J. (2002), 'A characterization of the French financial system', *The Manchester School* **68**(1), 44–67.
- Cochrane, J. H. (2011), 'Determinacy and identification with Taylor rules', *Journal of Political Economy* **119**(3), 565–615.

- Cogley, T. & Sargent, T. J. (2005), 'Drift and volatilities : Monetary policies and outcomes in the us', *Review of Economic Dynamics* **8**(2), 262–302.
- Cohen, A. (2004), 'Vers la révolution communautaire', *Revue d'histoire moderne et contemporaine* **51**(2), 141–161.
- Cohen, A. (2012), *De Vichy à la Communauté européenne*, Presses universitaires de France, Paris.
- Cohen, S. S. (1977), *Modern Capitalist Planning : The French Model*, University of California Press, Berkeley.
- Coibion, O. (2011), 'Are the effects of monetary policy shocks big or small?', *American economic journal. Macroeconomics (forthcoming)* .
- Collard, F. & Dellas, H. (2005), 'Poole in the new Keynesian model', *European Economic Review* **49**(4), 887–907.
- Conti, G., Feiertag, O. & Scatamacchia, R., eds (2009), *Credito e nazione in Francia e in Italia (XIX-XX secolo)*, Pisa University Press, Pisa.
- Cooley, T. F. & Ohanian, L. E. (1997), 'Postwar british economic growth and the legacy of Keynes', *Journal of Political Economy* **105**(3), 439–472.
- Corbett, J. & Jenkinson, T. (1996), 'The financing of industry, 1970-1989 : An international comparison', *Journal of the Japanese and International Economies* **10**(1), 71–96.
- Cottarelli, C., Galli, G., Reedtz, P. M. & Pittaluga, G. (1986), 'Monetary policy through ceilings on bank lending', *Economic Policy* **1**(3), 674–710.
- Crafts, N. (1992), 'Productivity growth reconsidered', *Economic Policy* **7**(15), 387–426.
- Crafts, N. (1995), 'The Golden Age of economic growth in Western Europe, 1950-1973', *The Economic History Review* **48**(3), 429–447.
- Crafts, N. F. R. & Toniolo, G., eds (1996), *Economic growth in Europe since 1945*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Crouch, C. (2005), *Capitalist Diversity And Change : Recombinant Governance And Institutional Entrepreneurs*, Oxford University Press, Oxford.

- Crouzet, François (1972), 'Réactions françaises devant "Les conséquences économiques de la paix" de Keynes', *Revue d'histoire moderne et contemporaine* **19**(1), 6–26.
- Cukierman, A. (2008), 'Central bank independence and monetary policymaking institutions : Past, present and future', *European Journal of Political Economy* **24**(4), 722–736.
- Curdia, V. & Woodford, M. (2011), 'The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy', *Journal of Monetary Economics* **58**(1), 54–79.
- Davis, R. G. (1971), 'An analysis of quantitative credit controls and related devices', *Brookings Papers on Economic Activity* **1971**(1), 65–104.
- De Long, J. B. (1997), 'America's only peacetime inflation : The 1970s', *NBER Working Paper Series N°84*.
- De Long, J. B. & Summers, L. H. (1991), 'Equipment investment and economic growth', *The Quarterly Journal of Economics* **106**(2), 445–502.
- De Melo, M. & Denizer, C. (1997), Monetary policy during transition : an overview, The World Bank research policy paper.
- DellAriccia, G., Laeven, L. & Marquez, R. (2011), Monetary policy, leverage, and bank risk-taking, Discussion Paper 8199, CEPR.
- Demetriades, P. O. & Luintel, K. B. (1996), 'Banking sector policies and financial development in nepal', *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* **58**(2), 355–372.
- Demetriades, P. O. & Luintel, K. B. (2001), 'Financial restraints in the South Korean miracle', *Journal of Development Economics* **64**(2), 459–479.
- Denizet, J. (1977), *La grande inflation : salaire, intérêt et change*, Presses universitaires de France, Paris.
- Denord, F. (2001), 'Aux origines du néo-libéralisme en france', *Le Mouvement Social* **195**(2), 9.
- Denord, F. (2010), 'Les rénovateurs du libéralisme', *Cahiers libres* pp. 31–41.
- Denord, F. (2012), 'Les idéologies économiques du patronat français au 20e siècle', *Vingtième Siècle. Revue d'histoire* **114**(2), 171.

- Desrosières, A. (1972), 'Un découpage de l'industrie en trois secteurs', *Economie et statistique* **40**(1), 25–39.
- Dewatripont, M. & Maskin, E. (1995), 'Credit and efficiency in centralized and decentralized economies', *The Review of Economic Studies* **62**(4), 541–555.
- Diamond, D. W. (1991), 'Debt maturity structure and liquidity risk', *The Quarterly Journal of Economics* **106**(3), 709–737.
- Diamond, D. W. & He, Z. (2011), 'A theory of debt maturity : The long and short of debt overhang', *NBER Working paper series No. 18160*.
- Dieterlen, P. (1954), *Quelques enseignements de l'évolution monétaire française de 1948 à 1952*, A. Colin, Paris.
- Dieterlen, P. (1957), 'La politique monétaire française. cinq ans de stabilité', *Revue économique* **8**(4), 613–648.
- Dieterlen, P. & Rist, C. (1948), *The monetary problem of France*, King's Crown Press, New York.
- Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2003), 'The new comparative economics', *Journal of Comparative Economics* **31**(4), 595–619.
- Doepke, M. & Schneider, M. (2006), 'Inflation and the redistribution of nominal wealth', *Journal of Political Economy* **114**(6), 1069–1097.
- Drelichman, M. (2009), 'License to till : The privileges of the spanish mesta as a case of second-best institutions', *Explorations in Economic History* **46**(2), 220–240.
- Duchaussoy, V. (2011), 'Les socialistes, la banque de France et le «mur d'argent» (1981-1984)', *Vingtième Siècle. Revue d'histoire* **110**(2), 111.
- Dupont, P. (1952), *Le contrôle des banques et la direction du crédit en France*, Dunod, Paris.
- Dutailly, J. (1981), 'La crise du système productif', *Economie et statistique* **138**(1), 3–20.
- Edelman, L. B. (2004), 'Rivers of law and contested terrain : A law and society approach to economic rationality', *Law & Society Review* **38**(2), 181–198.

- Effosse, S. (2003), *L'invention du logement aidé en France : l'immobilier au temps des Trente Glorieuses*, CHEFF, Paris.
- Eichenbaum, M. & Evans, C. L. (1995), 'Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates', *The Quarterly Journal of Economics* **110**(4), 975–1009.
- Eichengreen, B. (1992), *Golden Fetters : The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, New York.
- Eichengreen, B. J. (1985), 'International policy coordination in historical perspective : A view from the interwar years', *NBER Working Paper Series No. 1440*.
- Eichengreen, B. J. (1989), 'Hegemonic stability theories of the international monetary system', *NBER Working Paper Series No 2193*.
- Eichengreen, B. J. (2006), *The European Economy Since 1945 : Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton University Press, Princeton.
- Eichengreen, B. J. (2007), *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*, MIT Press, Cambridge.
- Eichengreen, B. & James, H. (2003), Monetary and financial reform in two eras of globalization, in J. M. Bordo, A. Taylor, ed., 'Globalization in Historical Perspective', Chicago University Press, Chicago, pp. 515–548.
- Eichengreen, B. & Ritschl, A. (2009), 'Understanding west German economic growth in the 1950s', *Cliometrica* **3**(3), 191–219.
- Eichengreen, B. & Temin, P. (2000), 'The gold standard and the Great Depression', *Contemporary European History* **9**(2), 183–207.
- Eichengreen, Barry & Flandreau, M. (2009), 'The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)', *European Review of Economic History* **13**(3), 377–411.
- Elgie, R. & Thompson, H. (1998), *The politics of central banks*, Routledge, London.
- Engerman, S. L. & Sokoloff, K. L. (2000), 'History lessons : Institutions, factors endowments, and paths of development in the new world', *The Journal of Economic Perspectives* **14**(3), 217–232.



- Esposito, C. (1991), 'French international monetary policies in the 1940s', *French Historical Studies* **17**(1), 117–140.
- Farahbaksh, M. & Sensenbrenner, G. (1996), *Bank-by-bank credit ceilings : issues and experiences*, International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Dept.
- Favarra, G. (2003), An empirical reassessment of the relationship between finance and growth, working paper, IMF.
- Feiertag, O. (1993), 'Polémique sur la politique du crédit au printemps 1953 : l'attaque de l'économie nationale, la défense des autorités monétaires.', *Etudes et documents* **5**, 585–600.
- Feiertag, O. (1995), 'Le nerf de l'après-guerre : le financement de la reconstruction entre l'Etat et le marché (1944-1947)', *Matériaux pour l'histoire de notre temps* **39**(1), 46–51.
- Feiertag, O. (2001), Finances publiques, «mur d'argent» et genèse de la libéralisation financière en France de 1981 à 1984, in M. P. et Bernstein Serge, ed., 'Changer la vie. Les débuts du premier septennat de François Mitterrand.', Perrin edn, Paris.
- Feiertag, O. (2006a), Greffe économétrique et genèse de l'école de la banque de France (1969-1985), in Feiertag, O., ed., 'Mesurer la monnaie', Albin Michel, Paris, pp. 213–245.
- Feiertag, O. (2006b), *Wilfrid Baumgartner : Un grand commis des finances à la croisée des pouvoirs*, CHEFF, Paris.
- Feiertag, O. (2007), 'Administrer la monnaie : pour une histoire des banques centrales comme organisations', *Entreprises et histoire* **48**(3), 73.
- Feiertag, O. (2008), Central banks versus international money markets? : a history of French-American monetary cooperation (1960 - 1971), in J. H. & M. C., eds, 'International Monetary Cooperation across the Atlantic', EABH, Frankfurt, pp. 79–90.

- Feiertag, O. (2009), Le système financier français face à la désindustrialisation (1974-1984) : la faute aux banques ?, in Lamard P. & Stoskopf, N., eds, 'Une décennie de désindustrialisation', Picard, Paris, pp. 37–49.
- Feiertag, O. & Plessis, A. (2000), 'Conjoncture et structures monétaires internationales en europe à la fin des années trente. dislocation et convergences', *Revue économique* **51**(2), 277–290.
- Ferguson, N. (2009), *The Ascent of Money : A Financial History of the World*, Penguin Books, New-York.
- Flandreau, M. (1997), 'Central bank cooperation in historical perspective : A sceptical view', *The Economic History Review* **50**(4), 735–763.
- Flandreau, M. (2004), *The glitter of gold : France, bimetallism, and the emergence of the international gold standard, 1848-1873*, Oxford University Press, Oxford.
- Flannery, M. J. (1994), 'Debt maturity and the deadweight cost of leverage : Optimally financing banking firms', *The American Economic Review* **84**(1), 320–331.
- Fontaine, L. (2008), *L'économie morale : Pauvreté, crédit et confiance dans l'Europe préindustrielle*, Editions Gallimard, Paris.
- Fossier, A. & Monnet, E. (2009), 'Les institutions, mode d'emploi', *Tracés* (17), 7–28.
- Fourastié, J. (1979), *Les Trente Glorieuses : ou la révolution invisible de 1946 à 1975*, Fayard, Paris.
- Fourcade, M. (2009), *Economists and Societies : Discipline and Profession in the United States, Britain, and France, 1890s to 1990s*, Princeton University Press, Princeton.
- Fourcade, M. & Babb, S. L. (2002), 'The rebirth of the liberal creed : Paths to neoliberalism in four countries', *American Journal of Sociology* **108**(3), 533–579.
- Fournier, H. (1951), 'La commission de controle des banques', *Revue économique* **2**(5), 591–599.

- Fourquet, F. (1980), *Les Comptes de la puissance : histoire de la comptabilité nationale et du Plan*, Recherches, Paris.
- Franck, L. (1979), *Les prix*, Que sais-je?, PUF, Paris.
- Franck, L. R. (1953), 'Planisme français et démocratie', *Revue économique* **4**(2), 195–219.
- Frank, R. (1998), Bretton woods : un esprit plus qu'un système, in CHEFF, ed., 'La France et les institutions de Bretton Woods, 1944-1994', CHEFF, pp. 9–14.
- Freixas, X. & Rochet, J. (1997), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge.
- Freixas, X., Rochet, J. & Parigi, B. M. (2010), 'The lender of last resort : a twenty-first century approach', *Journal of the European Economic Association* **2**(6), 1085–1115.
- Friedman, B. M. (1999), 'The future of monetary policy : The central bank as an army with only a signal corps?', *International Finance* **2**(3), 321–338.
- Friedman, M. (1968), 'The role of monetary policy', *The American Economic Review* **58**(1), 1–17.
- Friedman, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money*, Transaction Publishers, New York.
- Friedman, M. & Schwartz, A. J. (1963), *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Galbraith, J. K. (1982), 'Monetary policy in France', *Journal of Post Keynesian Economics* **4**(3), 388–403.
- Gali, J. (2008), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle : An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press, Princeton.
- Gaïti, B. (2002), 'Les modernisateurs dans l'administration d'après-guerre l'écriture d'une histoire héroïque', *Revue française d'administration publique* **102**(2), 295–322.
- Gavin, F. J. (2002), 'The gold battles within the cold war : American monetary policy and the defense of europe, 1960-1963', *Diplomatic History* **26**(1), 61–94.

- Gavin, F. J. (2004), *Gold, dollars, and power : the politics of international monetary relations, 1958-1971*, University of North Carolina Press, Chapel Hill.
- Gehrig, T. (2000), Banking relations, competition and research incentives, Wharton school center for financial institutions, working paper.
- Gersbach, H. & Hahn, V. (2004), 'Voting transparency, conflicting interests, and the appointment of central bankers', *Economics & Politics* **16**(3), 321–345.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in historical perspective*, Harvard University Press, Cambridge.
- Gertler, M. & Gilchrist, S. (1994), 'Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms', *The Quarterly Journal of Economics* **109**(2), 309–340.
- Gide, C. (1930), *Cours d'économie politique*, Sirey, Paris.
- Gilbert, R. J. & Klemperer, P. (2000), 'An equilibrium theory of rationing', *The RAND Journal of Economics* **31**(1), 1–21.
- Gilchrist, S. & Zakrajcek, E. (2011), 'Credit spreads and business cycle fluctuations', *NBER Working Paper Series No 17021*.
- Gillard, L. (1978), 'Nouvelles réflexions sur les découpages du système industriel', *Revue d'économie industrielle* **6**(1), 121–130.
- Gille, B. (1959), *La banque et le crédit en France de 1815 à 1848*, Presses universitaires de France, Paris.
- Gilpin, R. (1981), *War and change in world politics*, Cambridge University press, Cambridge.
- Goodhart, C. (1985), *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press, Cambridge.
- Goodhart, C. A. (1998), 'The two concepts of money : implications for the analysis of optimal currency areas', *European Journal of Political Economy* **14**(3), 407–432.
- Gordon, D. B. & Leeper, E. M. (1992), 'In search of the liquidity effect', *Journal of Monetary Economics* **29**(3), 341–369.

- Goux, J. (1990), 'Les fondements de l'économie de découvert a propos de la théorie de la liquidité de Hicks', *Revue économique* **41**(4), 669–686.
- Gowland, D. (1978), *Monetary policy and credit control : the UK experience*, Taylor & Francis, London.
- Greenwald, B. C. & Stiglitz, J. E. (1992), 'Macroeconomic models with equity and credit rationing', *NBER Working Paper Series No. 3533*.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990), 'Financial development, growth, and the distribution of income', *Journal of Political Economy* **98**(5), 1076–1107.
- Greif, A. (2006), *Institutions and the Path to the Modern Economy : Lessons from Medieval Trade*, Cambridge University Press.
- Greif, A. & Laitin, D. (2004), 'A theory of endogenous institutional change', *American Political Science Review* **98**(04), 633–652.
- Grenard, F. (2010), 'L'administration du controle économique en france, 1940-1950', *Revue d'histoire moderne et contemporaine* **57-2**(2), 132–158.
- Gueslin, A. (1988), 'Crédit agricole et agriculture en france au XXe siècle', *Économie rurale* **184**(1), 107–115.
- Guesnerie, R. & Roberts, K. (1984), 'Effective policy tools and quantity controls', *Econometrica* **52**(1), 59–86.
- Guillaumont Jeanneney, S. (1969), *Politique monétaire et croissance économique en France, 1950-1966.*, Armand Collin, Paris.
- Guillaumont Jeanneney, S. (1982), *Pour la politique monétaire. Défense d'une mal aimée.*, PUF, Paris.
- Guillaumont Jeanneney, S. (1986), 'L'ouverture du marché monétaire. vers une politique libérale des taux d'intérêt ?', *Revue de l'OFCE* **14**(1), 87–106.
- Guillaumont Jeanneney, S. (1991), L'alternance entre dirigisme et libéralisme monétaire 1950-1990, in M.Lévy-Leboyer & JC.Casanova, eds, 'Entre l'Etat et le marché', Gallimard, Paris, pp. 507–543.
- Guindey, G. (1973), *Mythes et réalités de la crise monétaire internationale*, J. Delmas, Paris.

- Guindey, G. & Coombs, C. A. (1980), *Réflexions sur le système monétaire internationale*, Fondation Per Jacobson, Bâle.
- Gurley, J. G. & Shaw, E. S. (1960), *Money in a theory of finance*, Brookings Institution, Washington (D.C.).
- Gusfield, J. (2008), *La culture des problèmes publics : L'alcool au volant : la production d'un ordre symbolique*, Economica, Paris.
- Hackett, J. & Hackett, A. (1963), *Economic planning in France*, Harvard University Press, Cambridge.
- Hall, P. A. (1986), *Governing the Economy : The Politics of State Intervention in Britain and France*, Oxford University Press, New-York.
- Hall, P. A. & Franzese, R. J. (1998), 'Mixed signals : Central bank independence, coordinated wage bargaining, and european monetary union', *International Organization* **52**(03), 505–535.
- Hall, P. A. & Soskice, D. (2001), *Varieties of Capitalism : The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, OUP, Oxford.
- Hall, P. A. & Thelen, K. (2009), 'Institutional change in varieties of capitalism', *Socio-Economic Review* **7**(1), 7–34.
- Hart, O. & Moore, J. (1994), 'A theory of debt based on the inalienability of human capital', *The Quarterly Journal of Economics* **109**(4), 841–879.
- Hautcoeur, P. (1999a), 'Asymétries d'information, coûts de mandat et financement des entreprises françaises (1890-1936)', *Revue économique* **50**(5), 1053–1087.
- Hautcoeur, P. (1999b), 'L'autofinancement : questions de méthode et tentative de cadrage macro-économique pour la France (1914-1990)', *Entreprises et histoire* (22), 55–77.
- Hautcoeur, P. & Le Bris, D. (2010), 'A challenge to triumphant optimists? a blue chips index for the Paris stock exchange, 1854 - 2007', *Financial History Review* **17**(02), 141–183.
- Hays, J. C., Ehrlich, S. D. & Peinhardt, C. (2005), 'Government spending and public support for trade in the OECD : an empirical test of the embedded liberalism thesis', *International Organization* **59**(2), 473–494.

- Hayward, J. E. S. (1986), *The state and the market economy : industrial patriotism and economic intervention in France*, Wheatsheaf Books, Brighton.
- Heller, W. W., Goedhart, C. & Guindey, G. (1968), *Politique budgétaire et équilibre économique : lessons du passé, problèmes et perspectives*, OCDE, Paris.
- Herrendorf, B. & Neumann, M. J. M. (2003), 'The political economy of inflation, labour market distortions and central bank independence', *The Economic Journal* **113**(484), 43–64.
- Hicks, J. (1974), *The crisis in Keynesian economics*, Basic Books, New York.
- Hirschman, A. O. (1991), *Deux siècles de rhétorique réactionnaire*, Fayard, Paris.
- Hodgman, D. (1972), 'Selective credit controls', *Journal of Money, Credit and Banking* **4**(2), 342–359.
- Hodgman, D. (1973), Credit controls in Western Europe : An evaluative review, in 'Credit Allocation Techniques and Monetary Policy', The Federal Reserve Bank of Boston, pp. 137–161.
- Hoffman, P. T., Postel-Vinay, G. & Rosenthal, J. (2001), *Des marchés sans prix : une économie politique du crédit à Paris, 1660-1870*, EHESS éditions, Paris.
- Hoffmann, S. (1963), *A la recherche de la France*, Seuil, Paris.
- Hoover, K. D. & Perez, S. J. (1994a), 'Money may matter, but how could you know?', *Journal of Monetary Economics* **34**(1), 89–99.
- Hoover, K. D. & Perez, S. J. (1994b), 'Post hoc ergo propter once more an evaluation of "does monetary policy matter?" in the spirit of james tobin', *Journal of Monetary Economics* **34**(1), 47–74.
- Huang, Y. & Wang, X. (2011), 'Does financial repression inhibit or facilitate economic growth? a case study of chinese reform experience', *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* **73**(6), 833–855.
- INSEE (1974), *Fresque historique du système productif*, Les Collections de l'INSEE., Paris.
- INSEE (1979), *La Crise du système productif*, INSEE, Paris.

- INSEE (1981), *Le mouvement économique en France, 1949-1979 : séries longues macroéconomiques*, INSEE, Paris.
- Institut Charles de Gaulle (1992), *De Gaulle en son siècle. Tome 3, Moderniser la France*, Plon, Paris.
- Iversen, T. (1999), 'The political economy of inflation : Bargaining structure or central bank independence?', *Public Choice* **99**(3), 237–258.
- Jaffee, D. M. & Russell, T. (1976), 'Imperfect information, uncertainty, and credit rationing', *The Quarterly Journal of Economics* **90**(4), 651–666.
- James, H. D. (1996), *International monetary cooperation since Bretton Woods*, Oxford university press, New York.
- Jeanneney, J. (1976), *François de Wendel en République : l'argent et le pouvoir, 1914-1940*, Le Seuil, Paris.
- Jiménez, G., Ongena, S., Peydro, J. & Salas, J. S. (2007), 'Hazardous times for monetary policy : What do Twenty-Three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?', *Bank of Spain Working paper* .
- Johnson, O. E. G. (1974), 'Credit controls as instruments of development policy in the light of economic theory', *Journal of Money, Credit and Banking* **6**(1), 85–99.
- Judt, T. (2006), *Postwar : A History of Europe Since 1945*, Penguin, New York.
- Kaldor, N. (1960), 'The Radcliffe report', *The Review of Economics and Statistics* **42**(1), 14–19.
- Kashyap, A. K., Stein, J. C. & Wilcox, D. W. (1993), 'Monetary policy and credit conditions : Evidence from the composition of external finance', *The American Economic Review* **83**(1), 78–98.
- Katzenstein, P. J. (1985), *Small states in world markets : industrial policy in Europe*, Cornell University press, Ithaca.
- Kelsen, H. (1967), *Pure Theory of Law*, University of California Press, Berkeley.
- Kindleberger, C. P. (1973), *The World depression 1929-1939*, The Penguin Press, London.



- King, R. G. & Levine, R. (1993), 'Finance and growth : Schumpeter might be right', *The Quarterly Journal of Economics* **108**(3), 717–737.
- Kirshner, J., ed. (2003), *Monetary orders : ambiguous economics, ubiquitous politics*, Cornell University Press, Ithaca.
- Koch, H. (1983), *Histoire de la Banque de France et de la monnaie sous la IVe République*, Dunod, Paris.
- Koivu, T., Mehrotra, A. & Nuutilainen, R. (2008), 'McCallum rule and chinese monetary policy', *Bank of Finland working paper* (15).
- Kriz, M. A. (1951), 'Credit control in France', *The American Economic Review* **41**(1), 85–106.
- Kuisel, R. F. (1984), *Le capitalisme et l'Etat en France*, Gallimard, Paris.
- Kuisel, R. F. (1993), *Seducing the French : The Dilemma of Americanization*, University of California Press, Berkeley.
- Kumhof, M. & Rancière, R. (2011), Inequality, leverage and crises, CEPR Discussion Paper 8179.
- Lacan, L., Lazarus, J., Perrin-Heredia, A. & Plot, S. (2009), 'Vivre et faire vivre à crédit : agents économiques ordinaires et institutions financières dans les situations d'endettement', *Sociétés contemporaines* **76**(4), 5.
- Lacoue-Labarthe, D. (2007), 'Du controle à la supervision bancaire : le tournant des années 1980.', *Communication aux Journées de la Mission historique de la Banque de France, 15 & 16 novembre 2007*.
- Laidler, D. (1984), 'Misconceptions about the Real-Bills doctrine : A comment on Sargent and Wallace', *Journal of Political Economy* **92**, 149–155.
- Laidler, D. (2003), 'Two views of the lender of last resort : Thornton and Bagehot', *Cahiers d'économie Politique / Papers in Political Economy* **45**(2), 61–78.
- Lamoreaux, N. R. & Rosenthal, J. (2005), 'Legal regime and contractual flexibility : A comparison of business's organizational choices in france and the united states during the era of industrialization', *American Law and Economics Review* **7**(1), 28–61.

- Lang, W. W. & Nakamura, L. I. (1993), 'A model of redlining', *Journal of Urban Economics* **33**(2), 223–234.
- Lattre, A. d. (1968), *Politique économique de la France depuis 1945*, les Cours de droit, Paris.
- Lavoie, M. (1984), 'The endogenous flow of credit and the post Keynesian theory of money', *Journal of Economic Issues* **18**(3), 771–797.
- Lazarus, J. (2010), 'Le crédit a la consommation dans la bancarisation', *Entreprises et histoire* **59**(2), 28.
- Le Bourva, J. (1979), 'Les établissements de crédit en France', *Revue économique* **30**(1), 88–120.
- Le Merrer, P. (2012), 'L'affirmation de l'économie comme discipline scientifique : une histoire française particulière', *Tracés HS*(3), 163–174.
- Le Van-Lemesle, L. (2004), *Le Juste ou le Riche : l'enseignement de l'Économie politique 1815-1950*, CHEFF, Paris.
- Le Velly, R. (2007), 'Le problème du désencastrement', *Revue du MAUSS* **29**(1), 241.
- Leclercq, Y. (2010), *La banque supérieure : la Banque de France de 1800 à 1914*, Classiques Garnier, Paris.
- Leeper, E. (1997), 'Narrative and VAR approaches to monetary policy : Common identification problems', *Journal of Monetary Economics* **40**(3), 641–657.
- Leeper, E. M. & Roush, J. E. (n.d.).
- Lefranc, G. (1966), 'Le courant planiste dans le mouvement ouvrier français de 1933 à 1936', *Le Mouvement social* (54), 69–89.
- Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian economics and the economics of Keynes : a study in monetary theory*, Oxford university press, New York.
- Lemercier, C. (2008), 'Discipliner le commerce sans corporations.', *Le Mouvement Social* **224**(3), 61.
- Lepage, S. (1999), 'La direction des finances extérieures face à la modernisation et à la nécessité de restaurer la puissance internationale de la France (1946-1950)', *Histoire, économie et société* **18**(2), 255–274.

- Lescure, M. (1982), *Les banques, l'État et le marché immobilier en France, à l'époque contemporaine, 1820-1940*, EHESS éditions, Paris.
- Lescure, M. (2010), La politique du crédit et le financement des districts industriels en France (1945-1965), in L. Tissot, ed., 'Histoire de territoires Les territoires industriels en question XVIIIe-XXe siècles', Editions Alphil, Neuchâtel, pp. 193–224.
- Lescure, M. & Plessis, A., eds (1999), *Banques locales et banques régionales en France au XIXe siècle*, Albin Michel, Paris.
- Lessig, L. (1998), 'The new Chicago school', *The Journal of Legal Studies* **27**(S2), 661–691.
- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. (2000), 'Financial intermediation and growth : Causality and causes', *Journal of Monetary Economics* **46**(1), 31–77.
- Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F. (2005), 'Classifying exchange rate regimes : Deeds vs. words', *European Economic Review* **49**(6), 1603–1635.
- Lipsey, R. G. & Lancaster, K. (1956), 'The general theory of second best', *The Review of Economic Studies* **24**(1), 11–32.
- Locher, A., Nuenlist, C. & Martin, G., eds (2010), *Globalizing de Gaulle : international perspectives on French foreign policies, 1958-1969*, Rowman & Littlefield, Lanham.
- Loriaux, M. (1988), 'States and markets French financial interventionism in the seventies', *Comparative Politics* **20**(2), 175–193.
- Loriaux, M. M. (1991), *France after hegemony*, Cornell University Press, Ithaca.
- Lucas, R. E. (1990), 'Why doesn't capital flow from rich to poor countries?', *The American Economic Review* **80**(2), 92–96.
- Lévy-Garboua, V. (1978), 'Le taux de change et la politique monétaire dans une économie d'endettement', *Annales de l'INSEE* (32), 3–32.
- Lévy-Garboua, V., Oudiz, G., Villa, P. & Sterdyniak, H. (1978), 'Change, inflation et intérêt : un modèle', *Revue économique* **29**(5), 866–926.
- Lévy-Leboyer, M. & Casanova, J. (1991), *Entre l'État et le marché : l'économie française des années 1880 à nos jours*, Gallimard, Paris.

- Lynch, F. (1984), 'Resolving the paradox of the Monnet plan : National and international planning in french reconstruction', *The Economic History Review* **37**(2), 229–243.
- Lynch, F. (1997), *France and the international economy : from Vichy to the Treaty of Rome*, Routledge, London.
- Maarek, G. & Levy-Garboua, V. (1985), *La Dette, le boom, la crise*, Economica, Paris.
- Mahoney, J. & Thelen, K., eds (2009), *Explaining Institutional Change : Ambiguity, Agency, and Power*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Mairesse, J. (1971), 'L'estimation du capital fixe productif. méthode chronologique', *Economie et statistique* **25**(1), 33–55.
- Mantoux, E. (1946), *La Paix calomniée ou les conséquences économiques de M. Keynes*, Gallimard, Paris.
- Marchal, J. (1967), *Monnaie et crédit : Le système monétaire et bancaire français.*, Editions Cujas, Paris.
- Margairaz, M. (1991), *L'Etat, les finances et l'économie : histoire d'une conversion, 1932-1952*, CHEFF, Paris.
- Margairaz, M. (2008), L'impossible réforme des structures de la Banque de France (1967-1974), in M. Margairaz & O. Feiertag, eds, 'Gouverner une banque centrale. XVII-XXIèmes siècles', Albin Michel, Paris, pp. 456–456.
- Margairaz, M. (2009a), Le temps de la politique du crédit en France (années 1930-1980), in R. S. Giuseppe Conti, Olivier Feiertag, ed., 'Credito e nazione in Francia e in Italia ( XIX-XXe secolo)', Pisa University Press, Pise, pp. 119–136.
- Margairaz, M. (2009b), 'Les politiques économiques sous et de Vichy', *Histoire@Politique* **09**(3), 93.
- Margairaz, M. & Rousso, H. (1992), 'Vichy, la guerre et les entreprises', *Histoire, économie et société* **11**(3), 337–367.
- Marnata, F. (1973), *La bourse et le financement des investissements*, A. Colin, Paris.

- Martin, A. (2009), 'Reconciling Bagehot and the Fed's response to September 11', *Journal of Money, Credit and Banking* **41**(23), 397–415.
- Mayer, C. (1988), 'New issues in corporate finance', *European Economic Review* **32**(5), 1167–1183.
- Mayer, C. (1989), *Myths of the West : lessons from developed countries for development finance*, Policy Research Working Paper Series 301, The World Bank.
- Mayer, T. (1999), *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States : The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy, 1965-1979*, Edward Elgar, Cheltenham.
- McCallum, B. T. (1988), 'Robustness properties of a rule for monetary policy', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* **29**(0), 173–203.
- McCallum, B. T. (n.d.).
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and capital in economic development*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- McKinnon, R. I. (1993), *The Order of Economic Liberalization : Financial Control in the Transition to a Market Economy*, JHU Press, Baltimore.
- McNamara, K. R. (2002), 'Rational fictions : Central bank independence and the social logic of delegation', *West European Politics* **25**(1), 47.
- Mehrotra, A. N. (2007), 'Exchange and interest rate channels during a deflationary era. Evidence from Japan, Hong Kong and China', *Journal of Comparative Economics* **35**(1), 188–210.
- Meltzer, A. H. (1959), 'The behavior of the French money supply : 1938-54', *Journal of Political Economy* **67**(3), 275–296.
- Meltzer, A. H. (2010), *A History of the Federal Reserve, Volume 2*, University of Chicago Press, Chicago.
- Mikesell, R. F. (1994), *The Bretton Woods debates : a memoir*, Princeton University Press, Princeton.
- Milward, A. S. (2000), *The European Rescue of the Nation-State*, Routledge, London.

- Mioche, P. (1987), *Le Plan Monnet, genèse et élaboration, 1941-1947*, Presses de la Sorbonne, Paris.
- Méltitz, J. (1990), 'Financial deregulation in France', *European Economic Review* **34**(23), 394–402.
- Méltitz, J. (1991), Monetary policy in France, CEPR, discussion paper no. 509.
- Mojon, B. (1998), Monetary policy under a fixed exchange rate regime, the case of France 1987-1996, CEPR working paper.
- Mojon, B. (2008), 'When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?', *European Economic Review* **52**(3), 487–497.
- Monnet, E. (2012), 'Monetary and credit policy in postwar Western Europe (1945-1971). some working hypotheses.', *texte présenté au colloque " Les banques centrales et les États. Banque de France" (Actes à paraître)*.
- Moulévrier, P. (2002), *Le mutualisme bancaire : le Crédit Mutuel, de l'Église au marché*, Presses Universitaires de Rennes, Rennes.
- Mouré, K. (2002), *The Gold Standard Illusion : France, the Bank of France, and the International Gold Standard, 1914-1939*, Oxford University Press, Oxford.
- Mundell, R. (2000), 'Currency areas, exchange rate systems and international monetary reform', *Journal of Applied Economics* **3**, 217–256.
- Musacchio, A. (2008), 'Can civil law countries get good institutions? lessons from the history of creditor rights and bond markets in Brazil', *The Journal of Economic History* **68**, 80–108.
- Musacchio, A. (2010), 'Law and finance c. 1900', *NBER Working Paper Series No 16216*.
- Myers, S. C. (1977), 'Determinants of corporate borrowing', *Journal of Financial Economics* **5**(2), 147–175.
- Nishimura, S. (1995), 'The French provincial banks, the Banque de France, and bill finance, 1890-1913', *The Economic History Review* **48**(3), 536–554.
- Nord, P. G. (2010), *France's New Deal : From the Thirties to the Postwar Era*, Princeton University Press, Princeton.

- North, D. C. (1990), *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Oksanen, H. (1974), 'The discount window and monetary policy : The case of finland', *The Swedish Journal of Economics* **76**(4), 434–448.
- Olson, M. (1982), *The Rise and Decline of Nations : Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*, Yale University Press, New Haven.
- Orphanides, A. (2003), 'The quest for prosperity without inflation', *Journal of Monetary Economics* **50**(3), 633–663.
- O'Sullivan, M. (2007), 'Acting out institutional change : Understanding the recent transformation of the french financial system', *Socio-Economic Review* **5**(3).
- Page, S. (1993), *Monetary Policy in Developing Countries*, Routledge, London.
- Patat, J. & Lutfalla, M. (1986), *Histoire monétaire de la France au XXe siècle*, Economica, Paris.
- Pavès, L. & Simon, P. (1955), *Le crédit à moyen terme*, Presses universitaires de France, Paris.
- Paxton, R. (1973), *La France de Vichy : 1940-1944*, Seuil, Paris.
- Perez, S. A. (1998), 'Systemic explanations, divergent outcomes : The politics of Financial Liberalization in France and Spain', *International Studies Quarterly* **42**, 755–784.
- Perlman, M. (1989), 'Adam Smith and the paternity of the real bills doctrine', *History of Political Economy* **21**(1), 77–90.
- Perroux, F. (1971), *Inflation, dollar et euro-dollar*, Gallimard, Paris.
- Petersen, M. A. (2009), 'Estimating standard errors in finance panel data sets : Comparing approaches', *Review of Financial Studies* **22**(1), 435–480.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1995), 'The effect of credit market competition on lending relationships', *The Quarterly Journal of Economics* **110**(2), 407–443.
- Philip, A. & Monceau, A. (1936), *Toute-puissance bancaire et la nationalisation du crédit . Avant-propos de Jules Moch*, Librairie populaire, Paris.

- Pineau, C. (1938), 'La nationalisation du crédit', *Revue Banque et bourse* (14), 91–110.
- Plessis, A. (1985), *Régents et gouverneurs de la Banque de France sous le Second Empire*, Champion, Genève.
- Plessis, A. (1991), Les banques, le crédit et l'économie, in M. Lévy-Leboyer & J.C Casanova, eds, 'Entre l'État et le marché : l'économie française des années 1880 à nos jours', Gallimard, Paris, pp. 332–367.
- Plessis, A. (1996), 'Les banques françaises dans les grandes crises du 20e siècle', *Vingtième Siècle. Revue d'histoire* **52**(1), 85–93.
- Plessis, A. (1998), *Histoires de la Banque de France*, Albin Michel, Paris.
- Plihon, D. (1993), 'L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993)', *Bulletin de la Banque de France* **21**.
- Polanyi, K. (1983 [1944]), *La grande transformation*, Gallimard, Paris.
- Poole, W. (1970), 'Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model', *The Quarterly Journal of Economics* **84**(2), 197–216.
- Posner, R. A. (1974), 'Theories of economic regulation', *The Bell Journal of Economics and Management Science* **5**(2), 335–358.
- Primiceri, G. E. (2006), 'Why inflation rose and fell : Policy-Makers' beliefs and u. s. postwar stabilization policy', *The Quarterly Journal of Economics* **121**(3), 867–901.
- Quennouëlle-Corre, L. (2000), *La direction du Trésor : 1947-1967 : l'État-banquier et la croissance*, CHEFF, Paris.
- Quennouëlle-Corre, L. (2005a), Les réformes bancaires et financières de 1966-1967., in E. Bussière, ed., 'Michel Debré, un réformateur aux Finances.', CHEFF, Paris, pp. 85–117.
- Quennouëlle-Corre, L. (2005b), 'The state, banks and financing of investments in France from World War II to the 1970s', *Financial History Review* **12**(01), 63–86.



- Quennouëlle-Corre, L. & Straus, A., eds (2009), *Financer les entreprises face aux mutations économiques du XXe siècle*, CHEFF, Paris.
- Rainelli, M. (1977), 'A propos des découpages de l'industrie', *Revue d'économie industrielle* **1**(1), 57–80.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1998), 'Financial dependence and growth', *The American Economic Review* **88**(3), 559–586.
- Ramey, V. A. (2011), 'Identifying government spending shocks : It's all in the timing!', *The Quarterly Journal of Economics* **126**(1), 1–50.
- Ramey, V. A. & Shapiro, M. D. (1998), 'Costly capital reallocation and the effects of government spending', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* **48**(0), 145–194.
- Rancière, R., Tornell, A. & Westermann, F. (2008), 'Systemic crises and growth', *The Quarterly Journal of Economics* **123**(1), 359–406.
- Redish, A. (1995), 'The persistence of bimetallism in Nineteenth-Century France', *The Economic History Review* **48**(4), 717–736.
- Reinhart, C. M. & Sbrancia, M. B. (2011), 'The liquidation of government debt', *BIS working paper n°363*.
- Ringe, A. & Rollings, N. (2000), 'Responding to relative decline : The creation of the national economic development council', *The Economic History Review* **53**(2), 331–353.
- Rioux, J., ed. (1990), *La Guerre d'Algérie et les Français*, Fayard, Paris.
- Rodrik, D. (1994a), 'Getting interventions right : How South Korea and Taiwan grew rich', *Economic Policy* **10**(20), 55–107.
- Rodrik, D. (1994b), King Kong meets Godzilla : The World Bank and the East Asian miracle, CEPR Discussion Paper 944, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Rodrik, D. (2008), 'Second-best institutions', *The American Economic Review* **98**(2), 100–104.
- Rogoff, K. (1985), 'The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target', *The Quarterly Journal of Economics* **100**(4), 1169–1189.

- Romer, C. D. & Romer, D. H. (1989), Does monetary policy matter? a new test in the spirit of Friedman and Schwartz, *in* 'NBER Macroeconomics Annual', MIT Press, Cambridge.
- Romer, C. D. & Romer, D. H. (1994a), 'Credit channel or credit actions? an interpretation of the postwar transmission mechanism', *NBER Working Paper Series No. 4485*.
- Romer, C. D. & Romer, D. H. (1994b), 'Monetary policy matters', *Journal of Monetary Economics* **34**(1), 75–88.
- Romer, C. D. & Romer, D. H. (1998), 'Monetary policy and the Well-Being of the poor', *National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 6793*.
- Romer, C. D. & Romer, D. H. (2002), 'The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy', *NBER Working Paper Series No. 9274*.
- Romer, C. D. & Romer, D. H. (2004), 'A new measure of monetary shocks : derivation and implications', *The American Economic Review* **94**(4), 1055–1084.
- Romer, C. D. & Romer, D. H. (2010), 'The macroeconomic effects of tax changes : Estimates based on a new measure of fiscal shocks', *American Economic Review* **100**, 763–801.
- Rosanvallon, P. (1987), 'Histoire des idées keynésiennes en France', *Revue française d'économie* **2**(4), 22–56.
- Rosanvallon, P. (1998), *Le Peuple introuvable : Histoire de la représentation démocratique en France*, Gallimard, Paris.
- Rosanvallon, P. (2000), *La démocratie inachevée : Histoire de la souveraineté du peuple en France*, Gallimard, Paris.
- Rousseau, P. L. (2002), 'Historical perspectives on financial development and economic growth', *NBER Working Paper Series No. 9333*.
- Rousseau, P. L. & Kim, J. H. (2008), 'A flight to Q? firm investment and financing in Korea before and after the 1997 financial crisis', *Journal of Banking & Finance* **32**(7), 1416–1429.

- Rousseau, P. L. & Sylla, R. (2001), 'Financial systems, economic growth, and globalization', *NBER Working Paper Series No. 8323*.
- Roussio, H., ed. (1987), *La Planification en crise : 1965-1985*, Editions du CNRS, Paris.
- Rueff, J. (1929), 'Mr. Keynes' views on the transfer problem', *The Economic Journal* **39**(155), 388–408.
- Rueff, J. (1947), 'The fallacies of lord Keynes general theory.', *The Quarterly Journal of Economics* **61**(3), 343–367.
- Rueff, J. (1957), 'Eléments pour une théorie du taux d'escompte et de la balance des comptes', *Revue économique* **8**(4), 529–559.
- Rueff, J. (1962), *Discours sur le crédit*, C.E.L.S.E., Paris.
- Rueff, J. (1971), *Le péché monétaire de l'Occident*, Plon, Paris.
- Rueff, J. (1972), *Combats pour l'ordre financier : mémoires et documents pour servir à l'histoire du dernier demi-siècle*, Plon, Paris.
- Rueff, J. (1977), *De l'aube au crépuscule : autobiographie de l'auteur*, Plon, Paris.
- Ruggie, J. G. (1982), 'International regimes, transactions, and change : Embedded liberalism in the postwar economic order', *International Organization* **36**(02), 379–415.
- Sachs, J. & Wyplosz, C. (1986), 'The economic consequences of president mitterrand', *Economic Policy* **1**(2), 262–322.
- Saindon, J. (1972), *La Politique française des prix depuis le plan de stabilisation de 1963*, PUF, Paris.
- Saint-Etienne, C. (1987), 'La réforme financière et le financement de l'économie française', *Revue française d'économie* **2**(2), 89–102.
- Saint Marc, M. (1983), *Histoire monétaire de la France, 1800-1980*, Presses universitaires de France, Paris.
- Saint-Paul, G. (1992), 'Technological choice, financial markets and economic development', *European Economic Review* **36**(4), 763–781.

- Saint-Paul, G. (1993), Economic reconstruction in France : 1945-1958, *in* R.Dornbusch, W.Nolling & R.Layard, eds, 'Postwar Economic Reconstruction and Lessons for the East Today', MIT Press, Cambridge, pp. 83–114.
- Saint-Paul, G. (1994), 'Monetary policy in economic transition : Lessons from the french post-war experience', *European Economic Review* **38**(34), 891–898.
- Sargent, T. J. (1999), *The Conquest of American Inflation*, Princeton University Press, Princeton.
- Sargent, T. J. & Wallace, N. (1975), '"Rational" expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule', *Journal of Political Economy* **83**(2), 241–254.
- Sargent, T. J. & Wallace, N. (1982), 'The Real-Bills doctrine versus the quantity theory : A reconsideration', *Journal of Political Economy* **90**(6), 1212–1236.
- Sauvy, A. (1946), *Chances de l'économie française*, Presses Universitaires de France, Paris.
- Schenk, C. (1998), 'The origins of the eurodollar market in London : 1955-1963', *Explorations in Economic History* **35**(2), 221–238.
- Schmidt, V. A. (1996), *From state to market ? : the transformation of French business and government*, Cambridge university press, Cambridge.
- Schreft, S. L. (1992), 'Welfare-improving credit controls', *Journal of Monetary Economics* **30**(1), 57–72.
- Schularick, M. & Taylor, A. M. (2009), 'Credit booms gone bust : Monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870 à 2008', *NBER Paper Series No.* **15512**.
- Shapiro, C. & Stiglitz, J. E. (1984), 'Equilibrium unemployment as a worker discipline device', *The American Economic Review* **74**(3), 433–444.
- Shapiro, M. D. (1994), Federal reserve policy : Cause and effect, *in* G. Mankiw, ed., 'Monetary policy', NBER, University Chicago, pp. 307–334.
- Shaw, E. S. (1973), *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, Oxford.

- Sicsic, P. & Wyplosz, C. (1994), French post-war growth : From (Indicative) planning to (Administered) market, C.E.P.R. discussion papers.
- Siklos, P. L. (2002), *The changing face of central banking : evolutionary trends since World War II*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sims, C. A. (1992), 'Interpreting the macroeconomic time series facts : The effects of monetary policy', *European Economic Review* **36**(5), 975–1000.
- Sims, C. A. & Zha, T. (2006), 'Were there regime switches in U.S. monetary policy?', *American Economic Review* **96**(1), 54–81.
- Singleton, J. (2011), *Central banking in the twentieth century*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sleet, C. & Smith, B. D. (2000), 'Deposit insurance and Lender-of-Last-Resort functions', *Journal of Money, Credit and Banking* **32**(3), 518–575.
- Stein, J. C. (2012), 'Monetary policy as financial stability regulation', *The Quarterly Journal of Economics* **127**(1), 57–95.
- Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981), 'Credit rationing in markets with imperfect information', *The American Economic Review* **71**(3), 393–410.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2001), 'Vector autoregressions', *The Journal of Economic Perspectives* **15**(4), 101–115.
- Stone, M. R., Ishi, K. & Fujita, K. (2011), *Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far*, International Monetary Fund.
- Stoskopf, N. (2002), *Les patrons du Second Empire. , Banquiers et financiers parisiens*, Ed. Cénomane, Paris.
- Straus André (1992), 'Structures financières et performances des entreprises industrielles en France dans la seconde moitié du XXe siècle', *Entreprises et histoire* (2), 19–34.
- Streeck, W. (2005), 'Rejoinder : on terminology, functionalism, (historical) institutionalism and liberalization', *Socio-Economic Review* **3**(3), 577–587.
- Summers, L. H. (1989), 'Relative wages, efficiency wages, and Keynesian unemployment', *NBER Working Paper Series No. 2590*.

- Sunstein, C. R. (1996), 'On the expressive function of law', *University of Pennsylvania Law Review* **144**(5), 2021–2053.
- Swedberg, R. (2003), 'The case for an economic sociology of law', *Theory and Society* **32**(1), 1–37.
- Sylvain, A. (2001), 'Rentabilité et profitabilité du capital : le cas de six pays industrialisés', *Economie et statistique* **341**(1), 129–152.
- Taylor, J. B. (1993), 'Discretion versus policy rules in practice', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* **39**(0), 195–214.
- Temin, P. (2002), 'The Golden Age of European growth reconsidered', *European Review of Economic History* **6**(01), 3–22.
- Temple, J. (2001), Structural change and Europe's Golden Age, CEPR Discussion Paper 2861, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Teyssier, L. (1973), *Le Contrôle des changes en France : de 1932 à 1972*, Librairie du commerce international, Paris.
- Thomas, Y. (1991), 'L'institution de la majesté', *Revue de synthèse* (3-4), 331–386.
- Thomas, Y. (1993), 'L'institution civile de la cité', *Le Débat* **74**(mars-avril), 23–44.
- Thomas, Y. (2002), 'Présentation "Histoire et droit"', *Annales. Histoire, Sciences Sociales* **57**(6), 1425–1428.
- Thévenin, P. (2009), 'L'institution, la casuistique et l'historien. hommage à yan thomas', *Tracés. Revue de science humaines* (17), p.331–386.
- Tirole, J. (1988), *The theory of industrial organization*, MIT Press, Cambridge.
- Tobin, J. (1948), 'The fallacies of lord Keynes' general theory : Comment', *The Quarterly Journal of Economics* **62**(5), 763–770.
- Tobin, J. (1969), 'A general equilibrium approach to monetary theory', *Journal of Money, Credit and Banking* **1**(1), 15–29.
- Tobin, J. (1970), 'Deposit interest ceilings as a monetary control', *Journal of Money, Credit and Banking* **2**(1), 4–14.
- Todter, K. & Ziebarth, G. (1997), 'Price stability vs. low inflation in Germany : An analysis of costs and benefits', *NBER Working Paper Series No. 6170*.

- Toniolo, G. (1998), 'Europe's Golden Age, 1950-1973 : Speculations from a long-run perspective', *The Economic History Review* **51**(2), 252–267.
- Toniolo, G. (2005), *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Touchelay, B. (2007), 'La monnaie dans les discours du CNPF entre 1947 et 1969 : un révélateur des relations entre le patronat et les gouvernements', *Revue européenne des sciences sociales* **XLV**(137), 233–250.
- Triffin, R. (1960), *Gold and the dollar crisis : the future of convertibility*, Yale University Press, New Haven.
- Tsatsaronis, K. (1995), Is there a credit channel in the transmission of monetary policy? evidence from four countries., BIS working paper.
- Valentin, M. (1985), 'Les grèves des cheminots français au cours de l'année 1947', *Le Mouvement social* (130), 55–80.
- Van Wijnbergen, S. (1983), 'Interest rate management in LDC's', *Journal of Monetary Economics* **12**(3), 433–452.
- Van Wijnbergen, S. (1984), 'Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy', *Journal of Development Economics* **13**(1-2), 45–65.
- Vasseur, C. & Sterdyniak, H. (1985), 'Encadrement du crédit et politique monétaire', *Revue de l'OFCE* **11**(1), 105–136.
- Velde, F. R. & Weir, D. R. (1992), 'The financial market and government debt policy in France, 1746-1793', *The Journal of Economic History* **52**(1), 1–39.
- Vinen, R. (2002), *Bourgeois Politics in France, 1945-1951*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Vittas, D. & Cho, Y. J. (1995), 'Credit policies : Lessons from East Asia', *World Bank policy research working paper* (1458).
- Vonyo, T. (2008), 'Post-War reconstruction and the golden age of economic growth', *European Review of Economic History* **12**(02), 221–241.
- Voth, H. (2003), 'Convertibility, currency controls and the cost of capital in western Europe, 1950-1999', *International Journal of Finance & Economics* **8**(3), 255–276.

- Wade, R. (1992), *Governing the Market*, Princeton University Press, Princeton.
- Warlouzet, L. (2010), *Le choix de la CEE pour la France ; l'Europe Économique en débat de Mendès France à de Gaulle (1955-1969)*, CHEFF, Paris.
- Weir, D. R. (1989), 'Tontines, public finance, and revolution in France and England, 1688-1789', *The Journal of Economic History* **49**(01), 95-124.
- Weitzman, M. L. (1974), 'Prices vs. quantities', *The Review of Economic Studies* **41**(4), 477-491.
- Weitzman, M. L. (1977), 'Is the price system or rationing more effective in getting a commodity to those who need it most?', *The Bell Journal of Economics* **8**(2), 517-524.
- Werner, R. A. (2002a), 'Monetary policy implementation in Japan: What they say versus what they do', *Asian Economic Journal* **16**(2), 111-151.
- Werner, R. A. (2002b), 'A reconsideration of the rationale for Bank-Centered economic systems and the effectiveness of directed credit policies in the light of Japanese evidence', *Japanese Economy* **30**(3), 3-45.
- Wilson, J. S. (1957), *French banking structure and credit policy*, Bell, London.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices : Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.
- Woodford, M. (2010), 'Financial intermediation and macroeconomic analysis', *The Journal of Economic Perspectives* **24**(4), 21-44.
- World Bank (1993), *The East Asian Miracle : Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, Washington D.C.
- Wyplosz, C. (1999), Financial restraints and liberalization in postwar Europe, CEPR discussion papers.
- XXX (1951), 'Le Crédit national, établissement de crédit à moyen et long terme', *Revue économique* **2**(5), 657-674.
- Zentz, P. (1951), 'Le rôle de la caisse nationale des marchés de l'Etat pour l'octroi de crédits de rééquipement dans le cadre professionnel', *Revue économique* **2**(5), 675-681.



- Zhang, W. (2009), 'Chinese monetary policy : Quantity versus price rules', *Journal of Macroeconomics* **31**(3), 473–484.
- Zimmermann, H. (2002), *Money and security : troops, monetary policy and West Germany's relations with the United States and Britain, 1950-1971*, Cambridge University Press, Washington, D.C.
- Zysman, J. (1983), *Governments, markets, and growth : financial systems and the politics of industrial change*, Cornell University Press, Ithaca.