

# L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES

## LEÇONS POUR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

MICHEL AGLIETTA,

UNIVERSITÉ DE PARIS X - NANTERRE

« **A**u sens le plus large, une banque centrale opérant dans une société ouverte et démocratique aura besoin de développer et de soutenir ses politiques essentielles dans un environnement de compréhension et d'adhésion du plus large public ». Cet avertissement de Paul Volcker en 1990, dont on ne peut réfuter l'immense expérience, ne paraît pas à première vue avoir été entendu par les architectes du traité de Maastricht. Le déficit démocratique a été la principale critique aux arrangements institutionnels négociés en vue de créer une union économique et monétaire (UEM). Le cœur de la querelle se trouve dans le statut et les missions du système européen de banque centrale (SEBC) qui doit donner une saveur fédérale à l'organisation monétaire. Le principe fondamental est l'indépendance qui est stipulée à la fois pour la banque centrale européenne et pour les banques centrales nationales.

Ce choix décisif est loin de faire l'unanimité. Il a pu apparaître comme un *diktat* allemand dans les pays qui ont d'autres traditions pour organiser les pouvoirs publics et leur conférer une légitimité. Il est vrai que les arguments économiques habituellement avancés le sont dans un langage technique particulièrement abscons et ont une portée restreinte. Ces arguments, venus des Etats-Unis, sont très loin de couvrir le champ des expériences des pays concernés par l'UEM. Il y a plus et mieux à dire pour plaider l'indépendance des banques centrales que les variations plus ou moins sophistiquées du discours sur la crédibilité.

Les statuts des banques centrales sont aussi divers que le sont les traditions législatives des nations. Certaines ont été juridiquement indépendantes et d'autres pas depuis fort longtemps. Mais ce n'est que depuis une quinzaine d'années que l'indépendance est devenue un problème théorique, à distinguer soigneusement de la proposition plus ancienne de règle monétaire automatique. Dans cette perception d'une nouvelle question théorique, le changement radical des structures financières et la dénonciation des accords monétaires internationaux conclus à Bretton Woods ont eu une grande part.

Car le nouveau système financier libéralisé et globalisé a modifié la position des banques centrales dans les économies, a rehaussé leur importance dans la régulation macroéconomique et les a placées devant des problèmes similaires.

La revendication de l'indépendance est corrélative du prestige accru du métier de banque centrale. C'est pourquoi les arguments économiques qui passent sous silence le contexte financier dans lequel les banques centrales opèrent sont radicalement insuffisants. La politique monétaire peut moins que jamais être séparée des autres services que la banque centrale procure à la société. La confiance dans la monnaie ne dépend pas seulement de la politique monétaire.

Pour cerner la question de l'indépendance des banques centrales, il faut donc mobiliser des points de vue qui vont bien au-delà des arguments usuels sur la crédibilité de la politique monétaire. Nous nous interrogerons d'abord sur le fondement de l'indépendance des banques centrales. Quels sont les apports de la théorie économique de la crédibilité ? En quoi les expériences diverses des pays industrialisés soulignent-elles les limites de cette interprétation ? L'approche de la crédibilité prétend énoncer des stratégies précises qui ne sont pas observées dans le comportement de banques centrales bénéficiant pourtant d'une confiance incontestable. Au-delà de la crédibilité de telle ou telle politique, se pose des questions qui sous-tendent la pensée allemande sur la monnaie : l'ordre monétaire, et sa légitimité.

Dans cette perspective nous pourrions souligner la tension entre le statut juridique et la responsabilité politique, l'indépendance *de jure* et l'indépendance *de facto*. La relativité de l'indépendance des banques centrales apparaîtra alors. Cette relativité s'exprime vis-à-vis du pouvoir politique et des modes de représentation démocratique : l'indépendance peut se concevoir à l'intérieur de la division des pouvoirs dont l'unité forme l'Etat ; elle ne peut se concevoir sous la forme d'une entité qui serait extérieure à l'Etat. Cette relativité s'exprime aussi vis-à-vis de la communauté financière : aucune banque centrale ne peut se soustraire à son rôle de banque des banques ; c'est d'ailleurs grâce à leur connaissance intime des pulsions de la finance que les banques centrales peuvent conforter leur prestige et légitimer leur action.

C'est pourquoi le traité de Maastricht ne nous livre pas la clef de ce que pourrait être l'indépendance dans le SEBC, car ce n'est qu'un texte juridique. Il ne dévoile qu'une face du problème. Aussi nous paraît-il vain de consacrer une partie spécifique à l'UEM, dont la pratique monétaire est à venir et encore inconnue. Nous avons préféré au cours du texte repérer les aspects particuliers du problème qui tiennent à la situation singulière de l'Europe : l'institution d'une monnaie unique dans un concert d'États-nations. C'est indubitablement cette situation singulière qui conduit à

surévaluer la forme juridique. La réflexion sur l'indépendance aura été utile si elle parvient à démystifier cette surévaluation.

*L'indépendance des banques centrales :  
quel fondement ?*

Pour rendre compte théoriquement de la conduite des banquiers centraux et pour tenter de définir les politiques optimales qu'ils devraient adopter, une littérature abondante a suivi les traces du texte fondateur de Kydland et Prescott (1977). Le banquier central pourrait formuler une règle et s'y tenir, ou bien choisir une action discrétionnaire. C'est un choix de régime monétaire auquel la crédibilité de l'action de la banque centrale serait liée. Dans cette représentation théorique des rapports entre la banque centrale et les agents économiques, la règle est un opérateur qui fait correspondre une action monétaire de la banque centrale à l'observation des conditions économiques pertinentes. Nous allons d'abord étudier les enseignements de ce modèle pour le problème de l'indépendance. Puis nous constaterons que son pouvoir d'explication empirique des comportements concrets des banques centrales est faible. De ceux-ci on peut induire l'hypothèse suivante : loin d'être alternative à l'action discrétionnaire, la règle lui est complémentaire. Les banques centrales usent d'une large flexibilité dans leur réponse aux événements incertains. Mais cette flexibilité n'est ni illimitée, ni arbitraire. Elle s'inscrit dans des règles qui définissent un cadre de référence pour leurs actions et un modèle pour dessiner les scénarios parmi lesquels la politique monétaire future devra être orientée.

39

Il est clair que cette pratique fait appel à une conception de la règle fort différente de celle qui alimentait la première génération de travaux sur la crédibilité. La règle n'est plus un opérateur fonctionnel qui dicte l'action. C'est une norme qui agit comme une boussole dans l'incertitude. Elle nécessite un jugement, une interprétation ; elle est *a priori* compatible avec une diversité de conduites. Dans des économies où les interactions stratégiques entre les agents rendent possible une multiplicité d'équilibres, la règle de conduite dont se prévaut une banque centrale nourrit une délibération qui aboutit à une décision au sens étymologique du terme : la distinction entre des équilibres normaux qu'il faut conforter et des équilibres anormaux qu'il faut éviter. La pratique de banque centrale ne serait pas substantive (rechercher l'optimum économique), mais procédurale (éviter des plages de variation des grandeurs monétaires excessives pour les capacités d'adaptation de l'économie privée).

Si la règle est constitutive du cadre de l'action, elle est d'un ordre logique supérieur à cette dernière. Il convient donc de rechercher dans le rôle social de la monnaie la légitimité des règles dont les banques centrales peuvent se prévaloir. A la définition fonctionnelle de la règle est attachée une conception instrumentale de la monnaie. A la définition procédurale est

attachée la conception d'un ordre monétaire dans lequel la monnaie est un bien collectif, c'est-à-dire une mesure (l'unité de compte) et un médium universel de communication (le moyen de paiement). L'indépendance des banques centrales se réfère aux règles et aux procédures les mieux à même de préserver la confiance dans ce bien collectif.

*Crédibilité de la politique anti-inflationniste : un argument fragile pour l'indépendance*

L'énoncé théorique du problème posé par le choix stratégique de l'autorité monétaire est connu sous le nom de l'incohérence temporelle de la politique monétaire. Celle-ci agit dans une économie où le niveau de la production est supposé ne pas dépendre de l'inflation anticipée et dépendre temporairement de l'inflation non anticipée. Si l'autorité monétaire a une capacité d'action discrétionnaire et si elle a un objectif qui combine la réduction du chômage et la lutte contre l'inflation, elle peut avoir intérêt à adopter une politique anti-inflationniste et à en changer ultérieurement. En provoquant une inflation surprise, elle contribuera à créer des emplois. Si, toutefois, le secteur privé est méfiant, il postulera que l'autorité monétaire pourrait bien créer de l'inflation. Une prime de risque inflationniste sera incorporée au taux d'intérêt et à la formation des prix et des salaires. Pour faire baisser l'inflation ensuite, il faudra consentir une restriction monétaire d'autant plus pénible et d'autant moins efficace que l'engagement inflationniste antérieur aura été moins crédible. Telle est la teneur du message de Barro et Gordon (1983). Plus généralement, une incohérence temporelle peut exister chaque fois qu'une expansion monétaire influence la répartition d'avantages économiques entre des agents ou des groupes sociaux. Ceux-ci peuvent avoir une représentation politique, certains exprimant une préférence pour une inflation faible, d'autres pour une inflation plus élevée. Un de ces intérêts politiques peut être le gouvernement lui-même, surtout s'il doit gérer une dette publique importante.

Les problèmes de crédibilité proviennent d'une asymétrie d'information. Les autorités monétaires peuvent avoir intérêt à déguiser leurs informations idiosyncratiques sur leurs véritables objectifs, surtout si elles en poursuivent plusieurs. On connaît le goût du secret des banques centrales. Cette attitude rend le secteur privé incertain vis-à-vis de la conduite de l'autorité monétaire. C'est particulièrement le cas lorsqu'un conflit d'objectifs peut être présumé : des problèmes de solvabilité dans le système financier incitent la banque centrale à stabiliser les taux d'intérêt à un bas niveau, tandis qu'un rythme trop vif d'augmentation des liquidités incite à les accroître. La banque centrale a-t-elle intérêt à conserver le secret pour se donner les moyens de mener une politique flexible ? A-t-elle intérêt à afficher une politique rigide pour construire ou conserver une réputation, de manière à réduire le coût de son action future ? Dire quelle conduite exprime l'indépendance de la banque centrale n'est guère évident.

Rogoff (1985) pense que c'est une question d'individus. Pour investir en réputation, il faut démontrer sa capacité et sa volonté à rester sur une trajectoire anti-inflationniste assez longtemps pour établir la crédibilité de ses actions. Si la banque centrale est institutionnellement indépendante du gouvernement et si la direction de la Banque forme un banquier central conservateur, c'est-à-dire dont la préférence est moins inflationniste que la référence médiane de la population, le secteur privé estimera que la ligne anti-inflationniste sera tenue. Dans cette veine on est allé jusqu'à faire des propositions farfelues, comme de pénaliser le salaire du Gouverneur si l'inflation s'élève au-dessus d'un taux prédéterminé !

Il est intéressant de remarquer que, dans ce type de proposition, l'indépendance institutionnelle est directement liée aux dispositions personnelles d'individus particuliers ; ce qui rend l'argumentation fragile. Le banquier central, qui est plus conservateur que l'électeur médian doit être protégé de la tentation de l'électorat de le démettre lorsqu'il applique sa politique conservatrice. Cette réflexion a le mérite de mettre l'accent sur l'idée d'un engagement. Mais la justification de l'indépendance sur un fondement aussi ténu que des caractéristiques individuelles, l'assimilation de la crédibilité à la rigidité d'une règle directement opératoire (inflation à 0 % ou à 2 %), affaiblissent considérablement la portée des propositions pratiques.

41

Aussi une première critique de l'approche traditionnelle du problème de l'incohérence temporelle porte-t-elle sur la nature de l'engagement qui doit soutenir l'indépendance de la banque centrale. Dans la lignée de Barro-Gordon sont venues des suggestions acharnées à lier les mains des autorités monétaires sous prétexte d'assurer leur crédibilité ! Ces dangereux extrémistes croyaient, ou feignaient de croire, qu'un gouvernement pouvait effectivement vouloir manipuler les conditions monétaires d'une manière totalement irresponsable pour créer un gain inflationniste de court terme suffisamment important. La critique de D. Cohen et P. Michel (1990) porte précisément sur ce point. De telles politiques peuvent être écartées d'elles-mêmes, justement parce qu'il est de savoir commun qu'elles ne peuvent être maintenues. L'ensemble des politiques crédibles est celui qui assure en permanence un niveau d'utilité sociale limité par un maximum tel que, s'il est dépassé temporairement, il ne pourra plus être atteint à tout moment dans le futur. On reconnaît une manière de distinguer des équilibres anormaux. La politique optimale est celle qui peut réaliser en permanence le niveau d'utilité sociale maximum parmi les équilibres normaux.

La notion d'engagement change alors de nature par rapport à la proposition de Rogoff. C'est un arrangement institutionnel qui porte sur un programme s'étendant dans la durée, sur un cadre de référence pour l'action. C'est de ce programme que l'autorité s'engage à ne pas s'écarter. Mais pour respecter son programme ou sa mission, il peut lui falloir adopter une

politique flexible si elle rencontre des circonstances imprévues. Il reste que la nature précise de l'engagement est à définir. Est-ce un contrat explicite entre les autorités et ce que l'on appelle vaguement le public ? Le débat démocratique peut-il être assimilé à un contrat principal-agent qui délègue une tâche à accomplir, c'est-à-dire une bonne gestion de la monnaie ? Ou bien la confiance dans la monnaie exprime-t-elle un rapport qui n'a rien à voir avec un contrat, de même qu'une croyance religieuse ne peut pas, sauf à se ridiculiser, être assimilée à un contrat ? Avant d'aborder ces questions décisives pour le problème de l'indépendance des banques centrales, il est temps d'observer leur comportement.

#### *Expériences et contre-arguments*

Des études au sérieux douteux prétendent établir une corrélation statistique entre taux d'inflation et indépendance. Encore faut-il mesurer l'indépendance, phénomène multidimensionnel, par un indicateur unique. Comment le faire alors qu'on ne dispose pas d'une théorie précise de l'indépendance ? Sans doute, chacun fait-il selon ses préjugés. Quand bien même on trouverait une corrélation sur un échantillon de pays, comment faut-il l'interpréter ? Considérons, par exemple, la comparaison dérangeante entre le Japon et les Etats-Unis. La meilleure performance du Japon en matière d'inflation n'est contestée par personne. Pourtant tout le monde croit savoir, à l'examen des statuts formels, que la Banque du Japon est bien moins indépendante du gouvernement que le Federal Reserve. La corrélation entre inflation et indépendance est-elle infirmée ou l'indicateur d'indépendance est-il trompeur ? En réalité, c'est la méthode qui est grossièrement inadéquate pour étudier ce type de question.

Considérons une expérience que nous, Français, connaissons mieux que d'autres : la désinflation française. Elle a été très efficace et accomplie sans changement du statut de la Banque de France. Cette expérience nous apprend utilement que la crédibilité de l'autorité monétaire pour établir la stabilité des prix ne dépend pas de la politique monétaire. En effet, les études macroéconomiques ont montré que la politique des revenus, notamment la désindexation des salaires, a été le processus déterminant de la désinflation. Quant à la politique monétaire, elle a été élaborée et exécutée en étroite collaboration entre la banque centrale et le ministère des finances. La cohérence de la politique économique au service d'une volonté politique clairement affirmée, bien plus qu'une soi-disant importation de crédibilité par la grâce de la Bundesbank, a influencé les comportements privés de prix et de salaires. Les coûts salariaux étant maîtrisés en monnaie nationale, le SME pouvait devenir un instrument très efficace de gestion de la valeur externe du franc. Ce serait une sérieuse erreur d'inverser le sens de la causalité. L'exemple de l'Italie, où l'on peut dire que la banque centrale a tout autant cherché à utiliser le levier du SME pour faire la contrainte du

change, est là pour le rappeler. Car la détermination anti-inflationniste et la compétence de la Banque d'Italie ne peuvent être suspectées, ni son autonomie pour orienter la politique monétaire. Qui peut soutenir qu'un changement du statut juridique de la banque centrale est la solution des problèmes de l'Italie ? N'est-il pas plus raisonnable d'admettre qu'aucune indépendance formelle ne peut conférer une crédibilité à la politique monétaire lorsque le gouvernement ne peut maîtriser les finances publiques et, au-delà, ne peut apaiser les conflits qui sont à l'origine du désordre monétaire ?

La crédibilité de la politique monétaire et son rapport avec l'indépendance de la banque centrale ne peut donc être traitée sans examiner les liens complexes de la banque centrale avec le gouvernement d'une part, avec la communauté financière et l'économie privée d'autre part. Pour mettre en évidence des tendances générales il faut se livrer à des études comparatives détaillées de la pratique monétaire dans son cadre institutionnel et dans son environnement conjoncturel. Une telle étude a récemment été effectuée par Bernanke et Mishkin (1992). Ils ont conduit ces monographies comparées sur six pays industrialisés qui ont des statuts juridiques très divers pour leurs banques centrales. La démarche comparative met en évidence des enseignements généraux qui donnent à réfléchir.

-3

Le résultat le plus important est que toutes les banques centrales sans exception ont dans leur pratique, quoi qu'elles en disent, de multiples préoccupations. Mais la pondération de leurs objectifs n'est pas donnée ; elle change selon la conjoncture et résulte de ce que les auteurs appellent une mentalité de crise. Cela signifie que les banques centrales ont besoin d'une grande flexibilité pour réagir aux chocs imprévisibles de la conjoncture. Cela veut dire aussi qu'elles sont sensibles aux dynamiques perverses qui peuvent naître dans la finance et qui résultent des externalités provoquées par les comportements grégaires, suscités par l'incertitude. Bref, les banques centrales cherchent à repérer des plages critiques dans les évolutions des variables d'Etat qu'elles observent, parce qu'elles craignent surtout des enchaînements pervers qui mèneraient l'économie vers des équilibres anormaux. L'inflation peut entraîner un tel enchaînement. Mais la déflation des prix des actifs financiers peut le faire tout autant, de même que le changement brutal et simultané du comportement des banques, passant d'une sous-évaluation des risques à un excès de prudence.

Les délibérations des banques centrales lorsqu'elles élaborent leur politique opérationnelle, consistent à former un jugement synthétique sur l'état des tensions pour déterminer le risque le plus important et en tirer une pondération de leurs préoccupations. Quel est alors précisément le rôle des règles dont les banques centrales se recommandent ? Nous avons fait plus haut l'hypothèse qu'elles forment un cadre de référence pour leur action et

un modèle pour guider les anticipations des agents économiques. L'étude comparative précitée abonde en ce sens.

Les comparaisons confirment l'observation courante que l'utilisation et l'annonce de cibles pour des agrégats monétaires sont liées aux préoccupations des banques centrales pour l'inflation. Les banques centrales d'Allemagne et de Suisse, les plus continuellement fermes à l'égard de l'inflation ont été celles qui ont affiché la plus grande continuité dans leur ciblage, notamment en conservant longtemps le même agrégat. Il faut toutefois ajouter, surtout pour la Suisse, que cette référence n'a pas empêché une flexibilité active de la politique monétaire. La préoccupation du change a souvent été dominante dans la conjoncture et l'agrégat ciblé a été fortement fluctuant à court terme. Mais le cadre de référence fermement tenu signifie qu'une déviation importante de l'agrégat contrôlé sera ultérieurement renversée lorsque l'état des tensions conjoncturelles le permettra, en sorte qu'il n'y aura pas de dérive systématique par rapport à la cible sur une longue durée.

En ce sens on peut dire que l'annonce de cibles vise la crédibilité de la politique monétaire. C'est un signal des intentions de la banque centrale concernant l'inflation, sans préjudice des décisions qu'elle pourrait prendre en réponse à des chocs économiques et à des perturbations financières. En quelque sorte, l'annonce des cibles, lorsqu'elle est crédible, est un moyen de communiquer avec les agents économiques pour s'en rendre plus indépendant. Car la perception que la banque centrale inscrit son action dans un cadre clairement défini, évite aux agents d'être plongés dans l'incertitude pour interpréter les conséquences futures d'un changement de pondération dans ses préoccupations immédiates. Ainsi une banque centrale peut-elle tenir un cap anti-inflationniste ferme, même si elle laisse temporairement les liquidités sortir de la plage cible parce qu'elle s'oppose à l'appréciation de sa monnaie.

L'indépendance de la banque centrale doit donc être envisagée comme un dispositif institutionnel, couplé à une pratique faisant interagir la banque centrale avec le gouvernement d'un côté, les marchés de l'autre. Ce dispositif et cette pratique préservent une stratégie mixte qui associe règle et action discrétionnaire au lieu de les opposer. Il reste à mieux comprendre le fondement de cette position de la banque centrale dans la société.

#### *La légitimité de la monnaie*

L'indépendance des banques centrales est souvent critiquée parce qu'elle logerait un pouvoir technocratique au sein de l'Etat, un pouvoir sans représentation. La banque centrale européenne pousserait ce travers à l'extrême. Nous avons déjà en partie répondu à cet argument en distinguant l'indépendance vis-à-vis de l'Etat et l'indépendance à l'intérieur de l'Etat, la



première acception n'existant nulle part. Nous poursuivons plus loin cette distinction en étudiant les formes institutionnelles de l'indépendance, démarche qui nous conduira à distinguer l'indépendance *de jure* et l'indépendance *de facto*.

Toutefois il y a un élément de vérité dans la constatation d'un biais technocratique. Car la politique monétaire est moins facilement décentralisable que d'autres types de politique économique. Cela tient à la nature même de la monnaie, aux conditions d'émission des monnaies dans les économies contemporaines, à la préservation des systèmes financiers contre les risques globaux.

En réfléchissant sur ces questions on trouve un argument fondamental. La monnaie est un bien collectif dont la qualité profite à tous, dont l'absence de qualité nuit à tous, même si les individus pensent n'avoir aucune part dans la détermination de cette qualité. Et pourtant cette qualité n'a aucun autre support que la confiance de chacun dans l'acceptation présente et future de la monnaie par tous les autres. Cette croyance commune n'est pas un contrat ; ce n'est pas une délégation d'intérêts privés à d'autres agents privés qui réalisent les intérêts des premiers grâce à des incitations par lesquelles ils atteignent les leurs propres. Cette croyance commune n'est pas plus un processus politique qui vise à élaborer un intérêt général par la règle majoritaire. Car l'acceptation de la monnaie par chacun postule l'unanimité sous peine d'une crise de confiance. Détenir la monnaie est, en effet, pouvoir s'inscrire dans n'importe quel échange futur sans préconcevoir aucun échange avec un partenaire particulier. C'est donc le rapport d'un agent privé avec la société en général qui est représentée par la monnaie, non pas un rapport entre les agents privés. La monnaie est la base de tous les contrats, mais c'est le lien social primordial qui n'est pas lui-même un contrat. C'est ce lien social que les économistes appellent un bien collectif.

Ce lien social s'organise dans les systèmes de paiements, dont le cœur (les paiements interbancaires) forme la base des relations organiques des banques commerciales avec la banque centrale. Comme les moyens de paiements créés par les banques n'ont d'autre valeur que les promesses de paiements futurs au bénéfice de leurs débiteurs, l'émission monétaire obéit à une logique d'anticipations auto-référentielles : cette émission crée les moyens de réaliser les échanges qui devront valider les anticipations. C'est pourquoi il n'existe pas de point d'équilibre à la création monétaire qui puisse découler des seules rationalités individuelles. La création monétaire peut *a priori* se conformer à une infinité de régimes dont certains sont virtuellement instables. Pour écarter les régimes explosifs ou les oscillations cycliques irrégulières, il faut organiser institutionnellement la rareté de la monnaie qui est à la fois fiduciaire et moyen de règlement ultime. C'est la seule manière de persuader les agents économiques à en formuler une demande stable. Comment le montrent *a contrario* toutes les crises

monétaires, la banque centrale ne contrôle pas la monnaie parce que la demande en est naturellement stable. C'est, au contraire, la qualité du contrôle de la monnaie qui obtient pour résultat la stabilité de la demande. La stratégie de l'ancrage nominal est inhérente à la banque centrale, en tant que garantie de la légitimité de la monnaie fiduciaire. C'est pourquoi la régulation monétaire résulte d'une politique, pas d'un mécanisme. La banque centrale a un double degré de liberté, stratégique et tactique. Le premier est le choix du régime de création monétaire qu'elle est capable de faire respecter. Le second est le degré de déviation, par rapport à l'équilibre dynamique correspondant au régime annoncé, qu'il peut être judicieux de tolérer pour absorber des chocs, sans que les agents questionnent la détermination de la banque centrale de préserver le régime sur lequel elle a engagé sa crédibilité.

Une dimension des responsabilités de la banque centrale qui, selon la robustesse ou la fragilité des systèmes financiers, peut influencer le niveau stratégique de définition de la politique monétaire ou seulement moduler la tactique de son exécution, est la prévention du risque de système (*P. Volker, 1990*). Car la réactivation spectaculaire du risque de système, dans le sillon de la libéralisation financière, enseigne que des externalités puissantes et étendues peuvent transformer une récession bénigne en difficultés beaucoup plus graves. Ce sont les situations qui placent les banques centrales devant le redoutable dilemme de laisser se développer des effets de contagion qui transforment des risques individuels en risque global, ou de conforter les comportements imprudents qui peuvent provoquer l'érosion de l'ancrage nominal dans le futur et renouveler les prises de risque excessives. Certes la réglementation prudentielle, l'organisation des marchés, la supervision des établissements financiers, sont des dispositifs qui peuvent, dans une certaine mesure, décharger la banque centrale du souci de la prévention du risque. Il n'en demeure pas moins que la sécurité du système financier dans son ensemble repose sur la connaissance commune qu'il existe un prêteur en dernier ressort. Seule la banque centrale peut assumer ce rôle qui procède à la fois de sa position de banque des banques et de sa visée stratégique de maintenir un régime ordonné de création et de destruction de la monnaie.

Le bon fonctionnement des systèmes de paiements, l'ancrage nominal, la prévention du risque systémique sont les attributs de ce bien collectif qu'est la monnaie. Ces caractéristiques forment un ensemble de règles, d'institutions et de pratiques dont la banque centrale est la clef de voûte. Le fondement de son indépendance découle de l'unicité et de l'irréductible singularité de son rôle dans la société. La confiance dans la monnaie n'est autre que l'anticipation commune que ce rôle sera convenablement et continuellement assumé. Cependant il y a loin du fondement économique à la légitimité institutionnelle d'un statut juridique particulier dans une société démocratique. C'est cette question qu'il faut maintenant aborder.

*L'indépendance des banques centrales :  
quel statut et quel contenu ?*

En évoquant la comparaison des performances macroéconomiques du Japon et des Etats-Unis, nous avons remarqué un divorce entre le droit et le fait. Ce divorce est beaucoup moins apparent en Allemagne. Il ne suffit donc pas de décrire le statut conféré à la banque centrale et le mode de nomination de ses dirigeants. Encore faut-il savoir comment le statut exprime le fondement économique énoncé plus haut. La position de la banque centrale n'est pas la même si son statut est stipulé dans une loi ordinaire, modifiable par une procédure législative elle-même ordinaire, ou s'il est inscrit dans un acte constitutionnel supérieur aux lois ordinaires. Dans le premier cas, la banque centrale cherchera à éviter les conflits ouverts avec le gouvernement pour protéger la base de son indépendance. C'est certainement le cas du Fed qui doit rendre compte de son action deux fois par an devant le Parlement.

Si une banque centrale statutairement indépendante a pour intérêt de suivre d'une manière occulte la politique monétaire voulue par une majorité parlementaire ou par un exécutif, il n'est pas évident que cette conduite soit meilleure que celle d'une banque centrale qui est ouvertement dépendante du gouvernement.

La tension entre le droit et le fait est inéliminable car elle résulte de l'ambiguïté de la position de la banque centrale. Devant fournir les services d'un bien collectif, elle doit être extérieure à tous les intérêts financiers, y compris par l'intermédiaire du budget de l'Etat, en provoquant indirectement des transferts au détriment d'autres agents. Mais elle ne peut se placer sur un piédestal pour énoncer des commandements monétaires. La banque centrale ne peut remplir sa mission qu'en conduisant une politique qui se réalise dans des actions, se développant dans plusieurs domaines. Comme cette politique interagit avec les autres politiques, la qualité de la monnaie dépend d'une concordance, des points de vue entre les centres de pouvoir sur ce qu'est la stabilité de la monnaie. C'est pourquoi l'indépendance est une notion relative qui résulte de la tension entre la règle et l'action, entre la multiplicité des fonctions et l'indivisibilité de la qualité de la monnaie. Cette relativité entraîne l'impossibilité de définir un statut idéal. Comme l'élaboration du statut de la banque centrale européenne l'a montré, le résultat cristallise un compromis qui porte la marque prépondérante des intérêts les plus puissants.

47

*Indépendance de jure et indépendance de facto*

Le rôle des règles pour conduire la politique monétaire est, avons-nous dit, de fournir un cadre de référence aux actions de la banque centrale et un modèle aux anticipations des agents privés. Ce fondement économique étant admis, le degré d'indépendance dépend de la force institutionnelle des règles

et de l'interprétation qu'en font les différents centres de pouvoir composant les autorités monétaires. Cette forme juridique et cette interprétation politique dépendant à leur tour de la doctrine monétaire et de la culture démocratique de chaque pays.

En ce domaine essentiel, où l'on peut percevoir le contenu de l'idée d'indépendance, la pensée monétaire et la culture politique allemande se distinguent décisivement de la tradition anglo-saxonne. Il importe de le souligner parce que le statut du système européen de banque centrale projette la forme juridique allemande dans un ensemble de nations qui n'ont pas la même conception de la force du droit dans la légitimation des pouvoirs. Cela peut poser des problèmes sérieux dans les rapports effectifs entre certains gouvernements et la future banque centrale européenne.

En Allemagne on a une conception *normative* des règles, dans les pays anglo-saxons on en a une conception *procédural*. Une illustration de cette dernière attitude se trouve dans le procès à rebondissements Merrill contre FOMC, par lequel un étudiant attaquait en justice le Fed pour refus de communication des dix minutes des délibérations du comité de l'*open market*, en violation de la liberté d'information (Goodfriend, 1986). Le Fed a dû défendre une pratique du secret, découlant de la conception de son indépendance au service de la stabilité monétaire, laquelle paraissait s'opposer au droit à l'information de tout citoyen américain, principe plus fondamental de la citoyenneté.

Un tel épisode serait totalement impensable en Allemagne. Car le système qui garantit le statut de la banque centrale n'est pas seulement un ensemble de procédures qui délimitent des compétences politiques. Il participe d'une représentation organique de la société, placée au-dessus des aspirations individuelles comme des finalités sociales qui trouvent leur réalisation dans les actes de gouvernement. La pensée monétaire allemande est constitutionnelle : *l'ordre monétaire*.

Bien entendu, cette loi fondamentale ne tombe pas du ciel. Elle cristallise les idées et les valeurs collectives d'une génération qui a connu des expériences extrêmes. Mais elle est véritablement fondatrice. La Bundesbank tire sa légitimité, lorsqu'elle énonce des règles monétaires particulières, de la source de Droit qui lui confère son statut et qui limite son pouvoir (E. Kennedy, 1991). En se conformant à la loi fondamentale, la Bundesbank agit conformément à la préservation de l'ordre monétaire aux yeux de tous ceux qui adhèrent à la même conception organique de la société. Il est clair que l'on est bien au-delà de la crédibilité définie par les économistes. Cette confiance n'est pas d'ordre contractuel mais symbolique ; ce n'est pas l'équilibre de Nash d'un jeu répété, mais bien le produit d'un pacte fondateur entre chaque citoyen et la société en tant que totalité organique. Bref, c'est un rapport d'essence religieuse.

Dans cette perspective on peut comprendre, même si on l'a souvent

brocardé, l'attachement obsessionnel de la Bundesbank à la stabilité des prix. On saisit aussi pourquoi, contrairement aux Etats-Unis, la responsabilité de la banque centrale devant le Parlement n'a pas lieu d'être. C'est que la banque centrale est légitime lorsqu'elle conforme ses actions à l'ordre monétaire. Celui-ci n'est pas seulement un bien collectif, au sens où nous l'avons défini plus haut. C'est aussi et surtout une garantie contre l'arbitraire du signe monétaire, un rempart contre le nominalisme. La pensée monétaire allemande, comme l'opinion publique, identifie désordre social et inflation. Car la monnaie peut être le réceptacle des conflits qui déchirent la société. La perte de sa maîtrise est donc vécue comme un symptôme de l'abaissement de la nation. C'est pourquoi la stabilité monétaire a partie liée avec l'intégrité de l'ordre social ; c'est un pilier de la démocratie. Dans cet *ethos* qui cimente la nation allemande se trouve la légitimité de l'indépendance de la banque centrale. L'ordre monétaire est un principe supérieur commun qui réconcilie l'indépendance *de jure* et l'indépendance *de facto*.

Se pose alors sérieusement la question à la banque centrale européenne du statut de la Bundesbank, alors que l'acceptation de ce statut n'est pas soutenue par cet *ethos* dans la plupart des autres pays. Certes les gouvernements se disent tous attachés à l'idéal de stabilité des prix. Mais rien ne dit que cela reflète la conviction profonde des populations. Ne va-t-on pas retrouver le conflit entre l'indépendance de droit et de fait ? Ne va-t-il pas y avoir un déplacement de la conception normative voulue par les autorités allemandes vers une conception procédurale des règles ?

49

On ne peut valablement répondre à ces questions puisque la politique monétaire dans l'union est à définir, les relations de la banque centrale européenne avec les autres institutions de la communauté (Conseil des ministres, Commission, Parlement) sont à inventer. Les événements récents, tant politiques que monétaires, laissent cependant entrevoir les énormes difficultés à venir pour concilier le droit et le fait. Les différences entre les cultures politiques pourraient s'avérer des obstacles plus grands que les disparités économiques. Car les objectifs statutaires de la banque centrale européenne sont bien définis en droit. Mais le mode de résolution des conflits, les consultations entre directoire de la banque centrale et autorités politiques sur les questions essentielles, sont en fait les processus qui déterminent un bon contrôle de la monnaie. L'union monétaire, pour respecter le statut de la banque centrale européenne, va modifier profondément les relations entre ministère des finances et banque centrale nationale en France, par exemple, entre le parlement national et autorités monétaires en Grande-Bretagne.

L'originalité des problèmes rencontrés vient, bien-sûr, de la structure fédérale du système européen de banques centrales dans une communauté qui n'est pas organisée politiquement sur une base fédérale. Cette dualité juridique n'a pas de précédent. Elle conduit à codifier, avec un luxe de détail

qui a choqué bien des sensibilités politiques, les rapports du SEBC avec les Etats, avec les banques centrales nationales, avec les institutions européennes. Examinons comment les règles énoncées dans le traité se conforment au fondement de l'indépendance étudié dans la première partie de cet article.

D'abord le traité affirme avec force l'indivisibilité de la politique monétaire. La banque centrale européenne sera une institution où les décisions essentielles de la politique monétaire seront prises collectivement en fonction de la situation économique globale de l'Europe. Or cette politique unique doit s'appliquer à un ensemble de nations associées, non pas à une nation gouvernée par un Etat fédéral. Sa légitimité dépend donc crucialement de son impartialité vis-à-vis des pressions politiques nationales. Cette autonomie pour élaborer la politique monétaire a une étendue plus grande encore, conformément aux exigences allemandes. La banque centrale européenne doit être indépendante de tout pouvoir politique européen, quelle que soit l'instance qui l'exprime.

L'attention accordée à la forme juridique prend sur ce point un aspect maniaque. Il est stipulé explicitement que ni la banque centrale européenne, ni aucune banque centrale nationale, ni aucun membre de leurs organes de décision, ne peuvent accepter ou solliciter d'instructions de la part d'institutions communautaires ou de gouvernements nationaux. Cette disposition a fait partie de la révision constitutionnelle en France. Mais le problème se pose aussi à bien d'autres pays. Cela concerne les relations entre les banques centrales nationales et les finances de l'Etat, mais surtout le problème de la compatibilité des actions de la banque centrale européenne avec les autres aspects de la politique économique.

Sur les finances des Etats, une position extrême a été adoptée. Aucune des institutions composant le SEBC n'aura le droit d'accorder les découverts ou des facilités aux Etats ou à toute autre entité publique. Est ainsi niée une longue tradition historique. Dans la plupart des pays, l'Angleterre au premier chef, la banque centrale a affirmé son autorité et sa capacité de régulation du système financier en s'appuyant sur sa fonction de banquier de l'Etat. Il est certes économiquement pertinent de considérer que la formation d'un marché européen des capitaux large, profond et pourvu de tous les instruments financiers, sera capable de satisfaire les émissions primaires des dettes publiques. Le SEBC n'interviendra que sur le marché secondaire pour les besoins de la politique monétaire. Il n'en demeure pas moins que des relations financières très anciennes seront rompues, notamment dans la gestion des comptes des Trésors publics. Remettre cette gestion aux banques commerciales, c'est leur donner des sources de profit sans risque, alimentées sur l'argent public. La déontologie de cette pratique, que les Américains ont abandonné lors de la création du Fed, est fort contestable. Elle ne manquera pas non plus de provoquer des distorsions de concurrence, les banques

commerciales qui deviendront banquiers des Etats étant puissamment avantagées<sup>1</sup>.

Sur les interdépendances entre la stratégie de la banque centrale européenne et le cadre de la politique économique européenne, l'ambiguïté n'est pas levée par les formulations juridiques. C'est particulièrement préoccupant parce que l'analyse théorique a montré que la qualité de la monnaie est loin de dépendre de la seule politique monétaire. S'il n'y a pas de « *policy mix* » équilibré au niveau de la communauté, il y aura toutes sortes de distorsions entre les pays que les ajustements au sein de l'union monétaire ne permettront pas d'absorber convenablement. La contestation de la banque centrale européenne sera alors virulente dans certains pays. La forme juridique ne protégera pas son indépendance si le fondement économique de la stabilité monétaire est fragile. On trouve le point le plus délicat de la construction hybride du traité de Maastricht. Il est fédéral pour la monnaie et non fédéral pour le pouvoir politique. Il doit pourtant exister une politique économique générale de la Communauté, donc une instance politique qui détient la capacité de la formuler et de la faire exécuter par les Etats nationaux. Le siège de ce pouvoir ne peut être que le Conseil. Mais on ne parle que de surveillance multilatérale et de contrôle des politiques budgétaires des Etats membres. C'est fort loin de l'élaboration d'une politique économique globale. Quant aux consultations entre Conseil Européen, Commission et banque centrale européenne, il est prévu des participations en tant qu'observateurs des présidents d'une instance à certaines sessions des autres. Il faudra certainement que se développent des relations beaucoup plus étroites et fréquentes entre les agents exécutifs de ces institutions, c'est-à-dire les Trésors nationaux, la Commission, le SEBC.

51

*Monnaie, économie, finance : la relativité de l'indépendance*

On a montré dans la première partie que la monnaie est un bien collectif. Il s'ensuit que la valeur de la monnaie est une notion ambiguë. Car un bien collectif n'a pas de prix d'équilibre sur un marché. La valeur de la monnaie peut être définie en terme d'un panier conventionnel de marchandises (il y a autant de valeurs différentes que de paniers). Elle peut aussi être définie en terme d'elle-même comme le prix de la renonciation à la liquidité, c'est-à-dire le taux d'intérêt (il y a autant de taux d'intérêt que de supports à des engagements différents dans le temps). Elle peut enfin être définie en terme d'une autre monnaie, c'est-à-dire le taux de change (il y a autant de

<sup>1</sup> Cette interprétation est sans doute extrême. Il n'est pas sûr que l'interdiction par le SEBC de participer au financement primaire de la dette publique entraîne la rupture des liens entre Banque centrale et Trésor dans les pays. Selon le texte du Traité, les Banques centrales nationales pourraient continuer à être les agents fiscaux de l'Etat. Elles continueraient ainsi à gérer le compte du Trésor, donc la trésorerie de l'Etat.

taux de change que de devises convertibles contre lesquelles la monnaie considérée peut s'échanger). Bien sûr, on peut définir théoriquement des conditions telles que la variation de la valeur de la monnaie soit unique quelle que soit sa définition : une homogénéité des prix de telle sorte que le taux d'inflation soit univoquement défini ; une intégration parfaite des marchés de capitaux telle que l'on puisse résumer tous les taux d'intérêt d'un pays par un taux unique et que la différence de taux avec celui de l'étranger soit égale à la différence des taux d'inflation ; une unification des monnaies telle que la variation du taux de change soit égale à la différence commune des taux d'intérêt et des taux d'inflation.

Le problème avec cet ensemble de conditions est que, s'il était vérifié, la monnaie n'aurait aucune incidence sur l'économie réelle et des monnaies différentes ne se distingueraient que nominalement. L'indépendance des banques centrales serait alors un problème vide, sans contenu significatif.

Dans le monde où nous vivons, au contraire, les différentes expressions de la valeur de la monnaie sont incohérentes. Elles sont pourtant toutes utiles à la stabilité de la monnaie. C'est pourquoi cette notion ne peut être définie par une règle mécanique et quantifiée selon un indicateur particulier.

Après vingt ans de changes flottants entre les grandes monnaies mondiales, on sait que les taux de change ne peuvent être abandonnés aux errances des marchés. La globalisation financière crée des canaux d'interdépendance entre les monnaies qui peuvent s'avérer déstabilisants au point que le taux de change doit toujours être administré. C'est un enseignement majeur de l'appréciation hallucinante du dollar dans la première moitié des années 80. En outre, l'expérience de pays comme l'Angleterre, qui ont forcé les feux de la libération financière, a montré que le taux de change pouvait être le meilleur indicateur des conditions monétaires et le meilleur moyen de communication des intentions des autorités monétaires. Or, dans aucun pays, le gouvernement ne délègue son autorité sur les décisions majeures concernant le change. Il ne peut pas être présumé qu'il en serait différemment dans l'union monétaire européenne, même si c'est un conseil de gouvernements qui est l'autorité compétente. La politique de change et la politique monétaire doivent être étroitement coordonnées.

L'indépendance de la banque centrale ne peut donc signifier qu'une étroite collaboration avec l'autorité politique. Elle doit être impliquée dans le choix du régime de change et dans toute décision importante concernant le change. Compte tenu de ces décisions qui font partie de la stratégie monétaire, la banque centrale doit pouvoir décider seule de l'opportunité de stériliser ou non ces interventions.

L'importance du taux de change pour la banque centrale européenne sera d'autant plus grande que l'union donnera à l'Europe la chance de constituer un pôle monétaire capable de faire contre-poids au dollar. Cela donne des avantages mais aussi des devoirs qui ont été négligés par les autorités



américaines, tant que le dollar n'avait pas de concurrent dans cette fonction. Or la substitution des monnaies de réserve est un processus hautement instable s'il n'est pas encadré par des règles internationales minimales. Il devra au minimum y avoir des formes souples de corresponsabilité qui ne manqueront pas d'influencer la politique de la banque centrale européenne.

Les interactions entre politique monétaire, prêteur en dernier ressort et supervision prudentielle apportent une autre complication à la réalisation effective de l'indépendance. Il ne suffit pas, comme le fait le traité de Maastricht, de passer le rôle du prêteur en dernier ressort sous silence pour résoudre la question (Aglietta, 1992). Car le prêteur en dernier ressort est une fonction cruciale et indivisible de banque centrale. Elle est constitutive de la stabilité de la monnaie. Comment juger la performance d'une banque centrale qui se satisferait d'un indice de prix parfaitement stable et qui serait incapable de préserver l'accès des agents économiques au crédit parce qu'elle laisserait s'installer la fragilité financière ? Il est clair qu'aucune banque centrale ne peut se désintéresser des trois processus qui alimentent le risque de système : la discontinuité dans la demande de liquidité sous l'effet de fuite de dépôts, la déflation de la richesse privée sous l'effet de la baisse cumulative des prix d'actifs, la concentration globale de l'offre de crédit sous l'effet de la sous-évaluation antérieure des risques et de la concurrence forcenée pour les parts de marché.

53

La sécurité des systèmes financiers dépend de l'aptitude des banques centrales à endiguer ces processus. Mais cela ne se prête pas à l'application de règles automatiques. Car les processus de propagation des crises financières sont enveloppés d'incertitude. Ils peuvent être déclenchés par la fragilité d'une banque ou d'un intermédiaire de marché. Cependant toute faillite de banque ne se transforme pas nécessairement en crise globale. La banque centrale est confrontée à un dilemme pour respecter sa mission ultime qui est de préserver la qualité de la monnaie. Elle doit éviter le risque systémique tout en n'encourageant pas l'aléa moral qui pourrait réduire sa liberté de conduire la politique monétaire.

Aussi la banque centrale ne peut-elle se désintéresser des responsabilités prudentielles, même si elle ne se charge pas directement de la supervision des établissements de crédit. D'un côté la politique monétaire peut avoir de sérieuses implications prudentielles. Un exemple célèbre est le brusque changement de cap de la politique américaine en octobre 1979, qui a déclenché la crise de l'endettement international. Elle a aussi provoqué le premier sinistre des caisses d'épargne parce que rien a été fait pour éliminer l'incohérence entre le nouveau cours de la politique monétaire et les réglementations existantes des activités de ces établissements. La dispersion et les rivalités entre les autorités compétentes du contrôle prudentiel ont été une cause de fragilité financière aux Etats-Unis.

D'un autre côté, si la banque centrale assume directement toutes les

responsabilités prudentielles, la politique monétaire peut s'en ressentir. Car la banque risque d'être soumise à des pressions pour aller au secours de grandes banques en difficulté. La confusion des rôles du prêteur en dernier ressort et du superviseur met à l'épreuve l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis de la communauté financière. Il n'en demeure pas moins que si elle n'exerce pas directement la supervision, la banque centrale doit se coordonner étroitement avec les superviseurs. Elle ne peut pas non plus s'en tenir à une doctrine rigide. Il peut être nécessaire de modifier des objectifs monétaires pour assumer des impératifs de sécurité financière.

Les solutions institutionnelles adoptées par les différents pays, pour maîtriser ces contradictions possibles, sont diverses. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre est le responsable principal de la supervision. Elle cherche à impliquer les professions elles-mêmes, en les incitant à adopter des codes de déontologie et à mettre en place des organismes d'auto-discipline. Au Japon c'est clairement le ministère des finances qui a la responsabilité de superviser les activités financières. En France, la commission bancaire exerce les responsabilités de la supervision ; mais elle est présidée par le gouverneur de la Banque de France. En Allemagne, la Bundesbank collabore étroitement avec l'office de supervision bancaire, parce que c'est elle qui collecte l'information communiquée par les banques dans les documents réglementaires. Quelles que soient les solutions choisies, l'essentiel est de prévoir la répartition des rôles, d'établir les canaux d'information entre les organismes du contrôle prudentiel et la banque centrale, d'organiser l'homogénéité des méthodes et le recoupement des sources (ce qui est rendu très difficile avec la concurrence de non banques et le développement des conglomérats financiers). C'est la complexité de ces problèmes prudentiels, face à l'exigence de l'indivisibilité du prêteur en dernier ressort et devant les implications monétaires, qui plaide pour donner à la banque centrale le rôle leader dans l'ensemble du dispositif de sécurité financière. Le pire est incontestablement de laisser s'installer la confusion sur les responsabilités des différents organismes, de laisser planer le doute sur l'unité de doctrine et de permettre ainsi aux établissements en difficulté de jouer de la discorde au sein même du dispositif prudentiel. L'exemple américain est là pour en témoigner.

C'est justement ce pire que le traité de Maastricht paraît avoir complaisamment secrété en laissant délibérément dans le vague les responsabilités prudentielles de la banque centrale européenne. Car il y a de fait une multiplicité d'organismes nationaux de supervision qui vont exercer une tutelle sur des établissements appartenant à des ensembles financiers opérant dans toute l'Europe. La dispersion et les différences de points de vue entre ces organismes nationaux pourraient provoquer des difficultés du même ordre qu'aux Etats-Unis. Le traité de Maastricht laisse aux Trésors nationaux ou aux banques centrales nationales une responsabilité qui est

revendiquée au nom du principe de subsidiarité. Mais il ne prévoit pas précisément les coordinations au sein du système européen de banques centrales, requises au nom de l'indivisibilité des fonctions collectives qui font la qualité de la monnaie. Voilà une illustration préoccupante des pièges recelés par l'exigence d'indépendance des banques centrales. En ce domaine l'incomplétude du droit est particulièrement visible. Une pratique devra s'établir pour concilier des besoins contradictoires. Puisse-t-elle ne pas attendre que des accidents financiers déclenchent des effets externes perturbateurs pour des économies déjà chancelantes.

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M. et de Boissieu C., 1992, L'émergence de la monnaie européenne, *Genève*, 8, juin.
- Aglietta M., 1992, Le risque de système dans l'UEM et le moyen de le prévenir, *Revue d'Economie Financière*, n° hors série, septembre.
- Alesina A. and Grilli V., 1991, The European Central Bank : reshaping monetary politics in Europe, *CEPR*, Discussion Paper n° 563, july.
- Auerbach R., Politics and the Federal Reserve, 1985, *Contemporary Policy Issues*, vol III, n° 5, fall.
- Barro R. et Gordon D., 1983, Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 12, july.
- Bernanke B. et Mishkin F., 1992, Central bank behavior and the strategy of monetary policy : observations from six industrialized countries, *NBER*, Working Paper n° 4082, may.
- Bordo M., 1990, The lender of last resort : alternative views and historical expérience, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, janvier-février.
- Brimmer A.F., 1989, central banking and systemic risks in capital markets, *Journal of Economic Perspectives*, vol 3, n° 2.
- Canzoneri M., 1985, Monetary policy games and the role of private information, *American Economic Review*, vol 75, n° 5.
- Cargill F., 1989, Central bank independence and regulatory responsibilities : the Bank of Japan and the Federal Reserve, *Salomon Brothers*, Monograph Series in Finance and Economics, 2.
- Cohen D. et Michel P., 1990, Crédibilité de la politique économique, *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, n° 37.
- Cukierman A., 1986, central bank behavior and credibility : some recent theoretical developments, *Federal Reserve bank of Saint-Louis Review*, n° 68, mai.
- Dow J., 1988, Uncertainty and the financial process and its consequences for the power of the central bank, *national Institute of Economic and Social Research*, Discussion paper n° 135, february.

- Eichengreen B., 1991, Designing a central bank for Europe : a cautionary tale from the early years of the Federal Reserve System, *CEPR, Discussion Papers*, n° 585, october.
- Fazio A., 1990, Role and Independence of central banks, *IMF seminar on central banking*, november.
- Garcia G. and Plantz E., 1988, *The Federal Reserve : lender of last resort*, Cambridge Mass, Ballinger Press.
- Lewis K., 1990, Why doesn't society minimize central bank secrecy ? *NBER, Working Paper* n° 3397, july.
- Goodfriend M., 1986, Monetary mystique : secrecy and central banking, *Journal of Monetary Economics*, vol 17, n° 1.
- Goodhart C., 1988, *The evolution of central banks*, MIT Press.
- Goodman J., 1992, *Monetary sovereignty*, Cornell Univ-Press, Ithaca and London.
- Hoffman J. and Heating G., 1990, The european system of central banks, *Crédit Suisse First Boston*, décembre.
- Kennedy E., 1991, *The Bundesbank* Royal Institute of International Affairs.
- Kydland F. and Prescott E., 1977, Rules rather than discretion : the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, n° 85, june.
- Padoa-Schioppa T., 1991, Union monétaire et concurrence des monnaies en Europe, *Commentaires*, n° 54, 3<sup>e</sup> trimestre.
- Pechioli R., 1987, *Prudential supervision in banking*, OECD.
- Persson T. and Tabellini G., 1990, *Macroeconomic Policy, credibility and politics*, Harwood Academic Publishers.
- Rogoff K., 1985, The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, *Quarterly Journal of Economics*, 100, november.
- Scialom L., 1991, *Monnaie et banque centrale en Europe*, Thèse de Doctorat, Paris X-Nanterre.
- Quinburne M. and Castello-Branco M., 1991, Central Bank independence : issues and experience, *IMF Working Paper*, 91-58, june.
- Tabellini G., 1987, Secrecy of monetary policy and the variability of interest rates, *Journal of Money, Crédit and Banking*, vol 19, n° 4, november.
- Tietmeyer H., 1990, The role of an independent central bank in Europe, *IMF Seminal on central banking*, Washington DC, november.
- Trehan B., 1988, The practice of monetary targeting : a case study of the West German experience, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, spring.
- Volcker P., 1990, The triumph of central banking ? *The 1990 Per jacobsson Lecture*, Washington DC, september.
- Weintraub R., 1978, Congressionnal supervision of Monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, vol 4, n° 2, april.

## ENTRETIEN AVEC DR REIMUT JOCHIMSEN

PRÉSIDENT DE LA BANQUE CENTRALE DE RHÉNANIE DU NORD-WESTPHALIE

*REF : Pour les Allemands, l'indépendance de l'institut d'émission est une condition nécessaire de la stabilité monétaire. Pouvez-vous définir plus précisément la notion d'indépendance ? Que recouvrent les notions souvent utilisées en Allemagne, d'indépendance institutionnelle de la Banque Centrale et d'indépendance personnelle de ses membres ?*

Reimut Jochimsen : Il existe un lien étroit entre l'indépendance de la banque centrale, non soumise aux instructions gouvernementales, et le rang élevé attribué à la stabilité monétaire en tant qu'objectif de la politique économique. En Allemagne, cette priorité ne résulte pas seulement, comme on nous le reproche quelques fois, d'une crainte excessive de l'inflation, mais nous considérons plutôt la stabilité monétaire comme une condition indispensable au bon fonctionnement d'une économie de marché moderne avec division du travail, et à son évolution vers le bien-être, le plein emploi et la sauvegarde de l'environnement. L'argent facile ne peut être qu'à court terme et à courte vue un remède à la faiblesse conjoncturelle et au chômage ; à long terme en revanche, il les engendre plutôt. L'expérience prouve qu'une monnaie stable constitue à long terme un préalable important qui permet de soutenir durablement la croissance économique et l'emploi. Heureusement, cette conviction s'est propagée toujours davantage au niveau mondial dans les dix à quinze dernières années.

Le fait que ce soit une banque centrale prioritairement vouée à la stabilité des prix et indépendante dans sa gestion monétaire qui soit le plus à même de se charger de la mission de stabilité est lié notamment à la nature des mécanismes politiques de décision.

Les gouvernements doivent en général poursuivre simultanément plusieurs objectifs macro-économiques. Ils sont soumis au rythme des législatures. Bien souvent dans ces conditions, des aspects électoraux peuvent — et de façon bien compréhensible — prendre le dessus, de sorte que l'on mise sur un succès rapide, à court terme. Si, par exemple, l'objectif

de l'emploi a été manqué, il est très tentant de faire passer la stabilité des prix à l'arrière-plan, d'autant plus que les conséquences éventuelles sous forme de suppressions d'emplois ne se feront souvent sentir que bien plus tard, mais alors d'autant plus douloureusement. Une Banque centrale indépendante n'a pas à consentir à de tels compromis, ils lui sont même interdits du fait de sa vocation prioritaire à la stabilité.

Ce qui garantit l'indépendance de la Banque Fédérale d'un point de vue institutionnel, c'est une série de dispositions sur la nomination et le statut de ses membres. Le gouvernement fédéral n'est pas le seul à jouir du droit de nomination des membres de l'instance monétaire suprême (le conseil de la banque centrale), les gouvernements de Land y sont également associés. En termes de voix, les membres du conseil de la Banque délégués par les Länder ont même une majorité. La pluralité des instances de nomination garantit par ailleurs, comme l'expérience le prouve, une large représentation des différents courants politiques au sein du conseil de la Banque. J'ajoute à cela le fait que les membres du Conseil ont un mandat long, huit ans, et qui est en général renouvelé, pour autant que leur âge le permette. Tout cela lui garantit une position indépendante, la maintient à l'écart du rythme des législatures, de la Fédération comme des Länder, et empêche dans une large mesure l'exercice d'influence politique sur les décisions de l'instance monétaire suprême. De plus, l'expérience prouve que les membres du Conseil de la Banque centrale ne se laissent guider que par la mission que leur fixe la loi, et plus du tout par les recommandations de ceux qui les ont, un jour, nommés.

L'indépendance fonctionnelle s'ajoute à l'indépendance personnelle. Dans l'exercice de ses compétences monétaires, la Banque Fédérale n'est liée que par la mission que lui fixe la loi, celle de sauvegarder la monnaie. Elle n'est pas soumise à instructions de la part du gouvernement. Cela n'est pas en opposition avec le fait que la Banque Fédérale est tenue de soutenir la politique économique générale du gouvernement fédéral. La Banque Fédérale n'est tenue par cette obligation que dans la mesure où l'accomplissement de sa mission, c'est-à-dire la sauvegarde de la monnaie, l'y autorise.

— *En RFA, le Conseil de la banque centrale décide seul de la mise en œuvre des instruments de la politique monétaire. Ce collège exerce donc une fonction essentielle d'un Etat moderne. Pourtant sa responsabilité politique ne peut être mise en cause. Cette irresponsabilité serait-elle acceptable si elle n'était accompagnée d'une définition précise et restrictive des objectifs assignés à la politique monétaire ? En d'autres termes, n'y a-t-il pas un lien très fort entre l'organisation du pouvoir monétaire (l'indépendance de la Banque centrale) et la délimitation étroite de son objet (priorité absolue donnée à la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie) ?*

— Si le sens de votre question est que la Banque Fédérale constitue, dans une démocratie, un corps étranger, je dois vous contredire. Une banque centrale indépendante est parfaitement compatible avec les principes d'une collectivité démocratique constituée en Etat de droit. Le fondement juridique de l'existence et de l'activité de la Banque Fédérale est une loi votée librement dans les mêmes termes par l'assemblée fédérale et par le conseil fédéral en 1957. Cette loi est modifiable, comme nous en avons fait l'expérience à l'occasion de la prise en compte des nouveaux Länder dans la structure de la Banque Fédérale. Donc, l'indépendance de la Banque Fédérale ne peut pas être considérée comme un corps étranger à la constitution étatique, au contraire l'instance souveraine suprême, le Parlement, a sciemment et, j'ajouterais, en exerçant une « sage autolimitation », renoncé dans l'intérêt général (stabilité monétaire) à une partie de ses compétences, tirant les leçons des bonnes expériences qui avaient été faites avec l'indépendance de la banque des Länder allemands et des banques centrales de Land.

Une telle auto-limitation n'est vraisemblablement concevable que dans le cadre de certaines bornes. Celles-ci sont fixées par la loi sur la Banque Fédérale, elles sont même quelquefois douloureuses pour la politique monétaire et de change. Par exemple, la fixation ou la modification des parités de change ne fait pas partie des compétences de politique monétaire, c'est au gouvernement fédéral d'en décider, en général en étroite concertation avec la Banque Fédérale. Cela dit, le rôle prééminent de la Banque Fédérale est indiscuté, même s'il doit être « mérité » ou confirmé par la fermeté avec laquelle elle réalise sa vocation à la stabilité. Là-dessus, il existe un consensus permanent, partagé non seulement par le parlement fédéral et les parlements régionaux, mais surtout et avec insistance par la population.

59

— *Confier la politique monétaire à une Banque centrale indépendante, c'est la soustraire à l'emprise du pouvoir politique. N'est-ce pas exprimer une méfiance vis-à-vis du pouvoir politique qui, en démocratie, peut apparaître choquante ? N'est-ce pas affirmer un choix implicite en faveur de la technocratie ? Vous avez vous-même exercé d'importantes responsabilités gouvernementales à Bonn et à Düsseldorf ; cette suspicion à l'encontre du pouvoir politique vous apparaît-elle légitime ?*

— Les grandes inflations que l'on a connues en Allemagne après la première et après la seconde guerres mondiales étaient dues en majeure partie aux dettes contractées par l'Etat auprès de la Banque centrale. C'est pourquoi la méfiance à l'égard d'une prise d'influence de l'Etat sur la Banque centrale nous était naturelle. Certes, tout cela appartient au passé. Pour autant que je sache, il n'existe plus aujourd'hui un seul gouvernement, ni dans la Communauté Européenne ni au-delà, qui n'ait pas élevé la stabilité

monétaire tout en haut de son échelle de valeurs. Et néanmoins il y a bien souvent un fossé entre ce que l'on dit et ce que l'on fait. Je le souligne encore une fois, à court et moyen terme, des conflits d'objectifs sont quasiment inévitables entre une politique monétaire vouée à la stabilité et une politique économique et financière vouée à la croissance et à l'emploi. Dans la mesure où ces domaines sont confiés à des institutions séparées, donc dans la mesure où il n'existe nullement un seul pouvoir politique indivisible — une conception qui serait de toute façon étrangère à un Etat fédéral démocratique —, le danger que l'on ne consente à des compromis aux dépens de la stabilité monétaire est réduit, même si des tensions temporaires sont inévitables. L'expérience que j'ai des bienfaits de la séparation des pouvoirs n'a pas été exempte de frustration, mais cette séparation des pouvoirs fournit tout de même une chance importante au dialogue critique et à la force de conviction.

Néanmoins une telle répartition des compétences ne peut aucunement faire de la politique monétaire une chose technocratique, étrangère à l'économie. Les modalités de décision du Conseil de la Banque centrale se fondent sur un jugement global, reposant également sur des considérations pratiques. La Banque Fédérale doit motiver et justifier ses décisions vis-à-vis de la sphère politique et vis-à-vis de l'opinion publique. Elle peut certes compter à cet égard sur un vaste consensus en faveur de la stabilité, mais elle doit néanmoins chaque fois solliciter le soutien à sa politique. Dès lors, la Bundesbank ne se meut aucunement dans un environnement apolitique ; au contraire ses décisions font l'objet d'une observation intense et même de polémiques. Prenez par exemple les nombreux échos, souvent critiques, qui ont accompagné, en Allemagne comme à l'étranger, notre récente décision de relever le taux d'escompte de 8 à 8,75 % ; ils prouvent que la politique monétaire n'est nullement assurée d'un soutien automatique, mais qu'elle doit au contraire gagner ce soutien, par des analyses et des argumentations constantes.

— *Si la Banque Fédérale allemande a seule la maîtrise des instruments de la politique monétaire, elle est fortement contrainte par l'évolution économique d'ensemble. Sa marge de manœuvre est très dépendante de la politique économique. La loi qui fixe les statuts de la Banque Fédérale tire les conséquences de cette interdépendance en imposant le devoir au gouvernement fédéral de consulter la Banque Fédérale et, à celle-ci de soutenir la politique de celui-ci. Au vu de l'expérience, cet équilibre/coopération des pouvoirs vous semble-t-il avoir fonctionné de façon satisfaisante ? Cela est-il encore le cas dans la période actuelle où l'économie allemande doit faire face aux tensions provoquées par le choc de la réunification ?*

— Effectivement, la politique monétaire n'est guère en mesure de faire face seule à la mission de stabilité. En mettant à la disposition de l'économie



une marge de financement — cela s'exprime très clairement dans notre objectif masse monétaire, que l'on rend public annuellement, à l'avance — la Banque Fédérale ne fait que poser le cadre. La façon dont celui-ci sera rempli, est-ce la production et l'emploi qui croîtront ou bien les prix qui augmenteront, dépend de façon décisive des autres domaines politiques, et en particulier de la politique budgétaire et salariale, et éventuellement d'une politique de taux de change influencée par le gouvernement. En d'autres termes, une politique de stabilité efficace suppose la coopération sur un pied d'égalité entre les acteurs très différents du circuit économique et implique un consensus fondamental sur les objectifs. A défaut, et c'est aujourd'hui malheureusement le cas, on assiste à des tensions considérables, qui recèlent le danger qu'il ne soit trop demandé à la politique monétaire. Mais même cela ne signifie pas que la politique économique détermine ou même réduise la marge de manœuvre de la politique monétaire ni que cette marge de manœuvre doive être utilisée autrement et le cas échéant plus fermement.

C'est en particulier le soutien nécessaire de la politique budgétaire qui a fait défaut ces derniers temps. Les déficits publics, qui se sont gonflés de façon dramatique à la suite de la réunification, donnent une idée de la pression à laquelle la politique monétaire est soumise en conséquence. Mais la politique salariale s'est également comportée de façon peu conforme à la stabilité ces derniers dix-huit mois. La Banque Fédérale a sans cesse rappelé avec insistance la responsabilité qui incombe aux autres domaines de la politique économique dans la politique anti-inflationniste. Et du point de vue de la politique monétaire, on peut se féliciter de ce que les prémices d'un retour à un comportement conforme à la stabilité se soient fait sentir ces derniers mois dans la politique budgétaire et salariale, ce qui permettra de retrouver un meilleur « policy-mix » et de réduire le surmenage imposé à la politique monétaire.

Mais, d'une façon générale, l'équilibre entre la politique monétaire d'un côté et la politique économique du gouvernement fédéral de l'autre a su être maintenu de façon satisfaisante. Et dans l'histoire de la banque centrale, des conflits véritables, publics, entre le gouvernement et la Bundesbank ont constitué l'exception. L'objectif de la stabilité monétaire lui-même n'a jamais fait l'objet d'un conflit sérieux, avec aucun gouvernement. Le gouvernement qui aurait contesté cet objectif se serait, d'ailleurs, trouvé en conflit ouvert avec la population.

— *Le succès du DM depuis sa création, il y a 44 ans, est volontiers porté au crédit de la Bundesbank. Les « gardiens de la monnaie » ne sont-ils pas tentés d'abuser de l'autorité morale qui leur est ainsi reconnue par l'opinion publique ? Le devoir de réserve des membres du Conseil de la banque centrale ne devrait-il pas être renforcé — ou institué ? Il appartient évidemment à chacun d'entre eux de participer à l'effort d'explication de la politique*

*monétaire. Mais n'y a-t-il pas quelque danger à laisser chacun exprimer des positions personnelles différentes de celles du Conseil, même quand ces opinions individuelles ne s'écartent « souvent que par le choix des mots, mais pas en substance »<sup>1</sup> du point de vue de la Banque Fédérale ? — le pouvoir des mots, à l'ère des gros titres, est grand !*

— Le danger — suggéré par votre question — d'un abus d'autorité de la part de la Banque Fédérale n'existe pas à mes yeux. La Banque Fédérale doit sans cesse justifier à nouveau la confiance qui a été placée en elle. Si elle manquait de façon flagrante à la responsabilité économique qui lui a été confiée, la Banque Fédérale ne minerait pas seulement sa propre autorité, elle mettrait encore en jeu son statut d'autonomie. Car la Banque Fédérale est loin de vivre complètement à l'écart de l'opinion publique : la politique monétaire est constamment exposée à la critique directe des médias et des instances politiques. La Banque Fédérale doit constamment répondre au besoin d'explication qui se fait partout ressentir, elle doit d'elle-même commenter et justifier sa politique, son meilleur argument étant sans aucun doute le succès de sa politique monétaire. Il est clair que la politique monétaire a tout intérêt à ce que les membres du Conseil de la Banque centrale — comme la loi le prescrit — défendent en commun devant l'opinion publique les décisions qu'ils ont prises en commun.

62

Je ne pense pas qu'il soit néfaste que le travail de communication soit pris en charge par des personnes d'expérience, de position et d'origine différentes, qui apportent quelques nuances selon leur acquis antérieur et leur activité actuelle. Au contraire, cela ne peut que renforcer la force de conviction des arguments lorsque l'angle de vue n'est pas toujours le même, qu'il permet au contraire de discerner des centres de gravité différents, lorsque l'on s'adresse à des groupes et à des intérêts différents pour accepter leurs arguments et leur faire passer le message de la Banque Fédérale. Au demeurant, il arrive que l'opinion publique grossisse les échos qui lui parviennent des divergences entre les membres du conseil.

En dépit de toutes les nuances qui peuvent être perçues, il n'existe aucune divergence de vues sur l'objectif de la Banque Fédérale qui est de rechercher et d'atteindre la stabilité du D-Mark.

— *Vue de l'étranger, les décisions de la Banque Fédérale allemande sont souvent dénoncées comme émanant d'un collège de barons provinciaux dont l'horizon ne dépasse guère celui de leur Land. C'est une façon un peu triviale de reprocher à la Banque Fédérale son refus de jouer le jeu de la coopération internationale en matière de taux de change. Ce reproche vous paraît-il fondé ? Un autre partage des responsabilités entre gouvernement et Banque centrale ne permettrait-il pas un meilleur fonctionnement de la concertation internatio-*

1 H. Schlesinger : entretien publié le 20 mars 1992 par *WirtschaftsWoche*.

*nale ? Ne serait-ce pas le moyen d'éviter des configurations néfastes des taux de change comme la sous-évaluation du yen vis-à-vis des monnaies européennes qui se constate depuis maintenant plusieurs années ?*

— Pour commencer, j'aimerais souligner que les présidents de banques centrales de Land interviennent sur les questions de politique monétaire en tant que membres du Conseil de la Banque Centrale et nullement en tant que représentants des intérêts du Land qui a proposé leur candidature, comme le concept amusant de « barons provinciaux » pourrait le laisser entendre. Cela ne serait pas seulement en contradiction avec la logique même du mécanisme de décision monétaire mais également avec la position des membres du Conseil de la Banque Centrale, organe suprême de décision de la Banque Fédérale. Toutefois, la participation des Länder reflète la nature fortement fédéraliste de notre système étatique. Et c'est précisément la juxtaposition au sein du Conseil de la Banque Centrale de membres du Directoire d'une part (proposés par le gouvernement fédéral) et des présidents de banques centrales de Land d'autre part (proposés par le Conseil fédéral) qui assure à l'instance monétaire suprême sa diversité de vues et d'expériences et qui donne de ce fait aux décisions monétaires un fondement large et solide. Ce ne sont pas les seules dispositions légales, mais également ce système équilibré de compétences de décisions et de droits de nomination qui a garanti l'autonomie de la Banque Fédérale pendant les 35 ans de son existence.

63

Pour en venir à la question des relations monétaires internationales, je pense que nous sommes bien informés des aspects et des nécessités de l'environnement mondial et que le reproche de provincialisme procède davantage de l'ignorance que d'une catégorisation facile. Ce qui importe, c'est le but que l'on recherche dans la coopération internationale. La stabilité des cours de change, voire le respect de certaines zones cibles, ne constitue pas à mes yeux un objectif approprié, du fait de la divergence qui existe actuellement entre les politiques économiques des différents pays, à l'extérieur du SME. Bien entendu, il est souhaitable de réduire les fluctuations des cours de change. Il est également juste de dire que les objectifs de stabilité et de croissance sont plus facilement réalisables lorsque les taux de change sont stables — dans l'hypothèse où les politiques économiques sont appropriées à l'objectif. Mais une chose est sûre : les taux de change sont eux-mêmes des prix, ils doivent pouvoir s'adapter, lorsque les données économiques fondamentales changent. La seule exception est lorsque les conditions de stabilité et de convergence sont réunies à l'intérieur des différents pays participants et c'est bien ce que nous recherchons en construisant l'UEME.

Les interventions sur les marchés des devises sont un instrument utile pour lisser les fluctuations de change erratiques à court terme ; pour contrecarrer les tendances fondamentales du marché, elles sont presque toujours vaines,

encouragent la spéculation et sont de surcroît très coûteuses. Les expériences que l'on a faites avec le système de Bretton-Woods et avec l'accord du Louvre sur le soutien du dollar sont encore dans toutes les mémoires. L'obligation d'intervention des banques centrales sur le marché des changes peut, sur le flanc extérieur, faire échec à une politique monétaire. La stabilité des prix internes passe alors après la stabilité des changes externes en même temps on met en échec ou hors-circuit l'indépendance de la banque centrale. Pour toutes les tâches de coordination économique internationale, on ne doit faire appel à la politique monétaire que dans la mesure où l'on ne met pas en péril la mission fondamentale qui est de maintenir la valeur interne de la monnaie aussi stable que possible. Le gouvernement fédéral partage cette vue des choses. La question d'une modification de la répartition des compétences entre le gouvernement et la banque centrale ne se pose absolument pas. Remarquons d'ailleurs que ce régime présente pour le gouvernement fédéral un avantage important dans la mesure où il peut se référer à l'entente toujours nécessaire avec la Banque Fédérale en matière de taux de change. L'information et la consultation réciproques facilitent l'appréciation des évolutions et des réactions possibles dans les pays partenaires et améliorent l'efficacité des mesures politiques ainsi que les chances de bonne coordination. La principale contribution de chaque pays à la coopération internationale consiste tout d'abord, à mon avis, à maintenir l'ordre chez soi.

64

— Une loi fédérale a récemment décidé de modifier la composition du Conseil de la Banque Centrale. Certains commentateurs, étrangers surtout, ont cru y lire une tentative du gouvernement fédéral pour renforcer le poids du directoire au sein du Conseil afin de le rendre plus réceptif aux souhaits de Bonn. Que pensez-vous de cette réforme et de ces arrières-pensées prêtées aux autorités fédérales ?

— Vous parlez de la réforme de la structure de la Banque Fédérale et des fusions de certaines banques centrales de Land. Une réorganisation était devenue nécessaire aux termes du traité inter-allemand d'unification. Comme vous le savez, la décision a été précédée d'un débat qui a porté sur plusieurs propositions de réformes. Des arguments acceptables étaient présentés en faveur d'autres schémas, il eût été peut-être préférable, dans l'état actuel des choses, de reporter à plus tard l'aménagement de la structure de la banque centrale à l'ouest. Car, dans quelques années déjà, on doit passer à la troisième étape de l'Union Economique et Monétaire Européenne. Cela entraînera une profonde modification de nos conditions de fonctionnement et un amendement important de la loi sur la Banque Fédérale est à prévoir.

Quoiqu'il en soit, les dés sont maintenant jetés, et la nouvelle structure ne touche pas à l'essentiel de notre constitution monétaire qui a fait ses preuves. L'indépendance, nécessaire à une politique cohérente de stabilité, demeure

intacte. La nouvelle loi prévoit une majorité de neuf à huit pour les présidents de banques centrales de Land, au lieu de onze à dix jusqu'à présent, ce n'est donc pas un changement majeur. En outre, il me semble que je dois corriger l'idée que le gouvernement fédéral pourrait, par l'intermédiaire de la nomination des membres du Directoire, exercer une quelconque influence sur certaines décisions de politique monétaire ou sur la philosophie monétaire de la Banque Fédérale. Ce n'est pas en nommant les membres d'une instance de décision que l'on peut prévoir leur comportement futur ni l'influencer.

— *L'indépendance de la Banque Centrale Européenne, telle que la prévoit le traité de Maastricht vous paraît-elle suffisamment garantie contre les pressions qui pourraient s'exercer sur les orientations de la politique monétaire ?*

— On entend souvent dire que la constitution monétaire européenne mise en place par le traité de Maastricht est encore meilleure et plus précise que la loi sur la Banque Fédérale. C'est peut-être vrai au premier abord. Le traité de Maastricht — et cela est un progrès énorme — voue le futur système européen de banques centrales expressément à la sauvegarde de la stabilité des prix et consacre l'indépendance de la Banque Centrale Européenne par rapport aux gouvernements nationaux et aux institutions de la Communauté. L'octroi de crédits Banque centrale destinés au financement de l'Etat est absolument exclu. Ce sont les points essentiels d'un nouveau consensus qui me rend très confiant et qui représente une étape importante dans le processus d'éducation civique des peuples et des gouvernements.

65

Et pourtant j'aimerais souligner deux aspects plus préoccupants. Tout d'abord il s'agit de l'indépendance personnelle des membres de l'instance de décision. Elle n'est pas suffisamment assurée pour les gouverneurs de banques centrales nationales, compte tenu de mandats qui pourraient ne durer que cinq ans. Cela ouvre la voie de façon très subtile à une prise d'influence notamment lorsqu'il s'agit du renouvellement du mandat. J'eus très nettement préféré un mandat non renouvelable de quatorze ou de seize ans — y compris pour les membres du Directoire, dans le texte actuel ne peuvent avoir qu'un seul mandat, de huit ans tout de même. Deuxièmement, le traité de Maastricht ne couvre qu'insuffisamment le flanc extérieur de la politique monétaire. La compétence en matière de choix du régime de change est, en dépit de toutes les règles de concertations, finalement confiée au Conseil des ministres de l'économie et des finances. En outre, dans l'état actuel des textes, la Banque Centrale Européenne peut être liée par des accords sur des zones cibles. Cela pourrait, dans certaines conditions, mettre en échec l'indépendance de la BCE.

Compte tenu des différences structurelles encore très importantes et très profondes entre les Etats-membres de la Communauté européenne, de leurs

intérêts souvent opposés et de leurs conceptions économiques souvent divergentes, la Banque Centrale Européenne pourrait être très vite soumise à de lourdes pressions exercées de différents côtés. Comme je le disais, la stabilité des prix ne dépend pas de la seule politique monétaire et l'efficacité de la politique monétaire ne dépend pas des seules instances monétaires directement concernées. La meilleure façon de garantir une monnaie, c'est d'assurer une coordination harmonieuse des politiques budgétaire, monétaire (y compris les taux de change) et salariale et de les faire contribuer à la sauvegarde de la stabilité monétaire, en un mot d'assurer le *policy-mix* nécessaire à la stabilité monétaire. Or cela suppose en Europe un large consensus entre les gouvernements, la Banque Centrale, les entreprises, les syndicats et l'ensemble de la population dans tous les pays membres, sur la nécessaire priorité de la politique de stabilité.

Cet accord fondamental qui a été si essentiel jusqu'à présent pour la réussite de la politique monétaire allemande me semble ne pas être encore suffisamment assuré au niveau européen, en dépit de l'évolution indiscutable des mentalités. Et le traité de Maastricht lui-même ne prévoit aucune disposition suffisante qui puisse forcer un tel consensus. Les dernières réactions de pays partenaires européens au relèvement du taux d'escompte de la Banque Fédérale ont montré encore une fois que la priorité est toujours donnée à des objectifs conjoncturels à court terme et que ce qu'on appelle « l'esprit de Maastricht » est quelquefois interprété unilatéralement, pas en tout cas en référence à la priorité de la stabilité des prix qui a été convenue, et qui peut supposer éventuellement aussi un réalignement des parités. Permettez-moi de m'exprimer librement sur ce point : je ne crois guère qu'un conseil de Banque Centrale Européenne, dans une situation identique aurait pu imposer une mesure absolument nécessaire comme celle-là.

— *A l'inverse, l'existence d'une Banque Centrale Européenne trop indépendante ne risque-t-elle pas d'être source de tensions alors que n'existe pas encore de structure politique européenne susceptible de contrebalancer son pouvoir ?*

— Votre question va droit aux préoccupations que je ressens à propos d'un schéma inachevé d'union européenne. Néanmoins, je ne partage pas vos vues sur la nécessité de supprimer cette « source de tensions ». L'indépendance de la Banque Centrale Européenne est une indépendance fonctionnelle, donc pragmatique. Et c'est dans ce sens qu'il faut interpréter son pouvoir — en tant que pouvoir de mettre en œuvre un objectif de stabilité des prix en dépit d'évolutions économiques et d'intérêts politiques contraires. Tant que l'on est d'accord sur la priorité de cet objectif, toute méfiance est déplacée.

Le danger n'est donc pas tellement que la Banque Centrale Européenne indépendante n'acquière une trop grande puissance. Bien au contraire, si la

BCE n'est pas soutenue par un réseau de coéquipiers politico-économiques, la politique monétaire supranationale se retrouvera si ce n'est paralysée du moins bien handicapée face à une organisation de l'union économique fondée sur la coopération interétatique, et donc face à une pluralité de politiques économique, budgétaire et salariale. Si de surcroît, comme on peut le craindre, et comme l'expérience le prouve, le consensus fondamental indispensable à la sauvegarde effective de la monnaie fait défaut, il y a péril en la demeure. C'est là que l'union économique, l'union sociale et l'union politique doivent encore trouver leur application.

D'un point de vue allemand, des avancées sensibles en direction d'une fédération politique sont donc non seulement souhaitables mais indispensables pour assurer l'efficacité d'une politique monétaire supranationale conçue comme politique de stabilité. Toute l'expérience historique que nous avons montre qu'une monnaie unique ne peut avoir d'avenir que si l'union monétaire est accompagnée d'une union économique véritable et d'une union politique. Il est d'autant plus regrettable, de notre point de vue, que le gouvernement fédéral n'ait pu imposer ses conditions sur le parallélisme des avancées vers l'union monétaire et l'union politique et qu'il y ait finalement renoncé. Avant de faire le pas et d'entrer dans une phase d'intégration d'une toute autre qualité, comme cela sera le cas avec l'UEME, les partenaires européens doivent s'entendre clairement sur l'objectif final de l'intégration. Introduire la supranationalité dans un domaine aussi sensible que la politique monétaire renforce à mon avis la nécessité de progresser rapidement dans l'unification politique de l'Europe, à défaut de quoi on risque la désintégration. Car une union monétaire constitue une « communauté de solidarité qui ne peut plus être résiliée », comme le Conseil de la Banque Centrale le formulait en septembre 1990<sup>1</sup>, sans quoi elle ne sera pas durable.

67

— *Une opinion de plus en plus largement émise, et qui trouve son application dans de nombreux pays est que la Banque Centrale est en charge de la stabilité monétaire et de la stabilité du système financier (même s'il arrive qu'elle exerce cette mission par l'intermédiaire d'organismes associés). Qu'en pensez-vous ? Estimez-vous que cela soit compatible avec l'indépendance de la Banque Centrale ?*

— Si je comprends bien, vous abordez ici la responsabilité des banques centrales pour un fonctionnement satisfaisant notamment du système bancaire. Je peux assurer que la Banque Fédérale a pleinement conscience de ses responsabilités, car pour toute banque centrale, la stabilité du système financier est d'une importance capitale, d'autant plus que c'est sur les activités des banques que se greffe le contrôle monétaire du circuit de

<sup>1</sup> Dans sa résolution sur l'Union économique et monétaire — voir Réf n° hors série « le traité de Maastricht » Sept. 92, p. 210 — (NDLR).

financement de l'ensemble de l'économie et que la mise en œuvre et la promotion d'un système de paiements performant y compris la compensation au jour le jour, est à cet effet un instrument important.

A la différence de la Grande-Bretagne, où l'ensemble du contrôle bancaire est centralisé auprès de la Banque Centrale, et certainement à la différence de la France, en Allemagne, dans le souci de tenir la Banque Centrale indépendante à l'écart des conflits techniques qui ne sont pas directement liés à la tâche de politique monétaire on a confié les tâches du contrôle bancaire à un office public autonome, l'Office Fédéral du Crédit, placé sous la tutelle du ministère fédéral des finances. Cela n'exclut toutefois pas que la Banque Fédérale soit associée de façon importante au contrôle matériel des banques. Au contraire, la loi sur le crédit oblige expressément la Banque Fédérale à participer au contrôle bancaire, à la concertation sur les principes de la politique du crédit et d'une façon générale à coopérer avec l'Office, qui prend toutefois les décisions de façon souveraine et les défend. C'est également à cet effet que nous disposons d'un réseau de succursales qui surveillent avec la plus grande minutie les opérations du secteur financier et contribuent ainsi à garder les établissements de crédit en bonne santé.

Naturellement, il est contraire à la tâche d'une banque centrale de courir des risques de caractère privé, pour tendre la perche à un établissement de crédit qui s'enfoncé. Les choses se présentent toutefois autrement lorsque la Banque Fédérale agit en sa qualité de « prêteur en dernier ressort », auquel cas des crédits ne sont donnés que contre garantie. La capacité de la Banque Fédérale à réagir rapidement et de façon appropriée dans les cas exceptionnels est illustrée par l'affaire de la Banque Herstatt. C'est entre autres sur son initiative qu'a été fondée la Banque Syndicale de Liquidités GmbH, qui peut agir rapidement en cas de crise du système bancaire.

— *Une question personnelle, si vous le permettez, pour finir. Vous avez vous-même une expérience professionnelle longue et variée, mais votre participation au Conseil de la Banque Centrale est récente. Quel bilan faites-vous aujourd'hui de cette nouvelle expérience ? Quelles leçons en tirez-vous. Quels conseils donneriez-vous aux membres du Conseil de la future Banque Centrale Européenne ?*

— A partir des expériences que j'ai faites jusqu'à présent, et qui sont loin d'être achevées, je peux tirer une conclusion essentielle : ce n'est que si l'on arrive à faire de l'union économique et monétaire une véritable communauté de stabilité, avec tout ce que cela implique, qu'elle pourra nous ouvrir des perspectives d'avenir souhaitables et durables. Une monnaie stable est la condition *sine qua non* d'un niveau élevé de l'emploi, de la croissance et du bien-être en Europe. Et comme les Etats-membres présentent des structures, des traditions et des expériences très différentes, cela requiert un démarrage



énergique et sincère, dont l'aboutissement ne pourra être garanti que si on fait de l'objectif retenu en commun la véritable pierre angulaire de l'ensemble de l'édifice, ce qui suppose que le mécanisme d'apprentissage, qui est déjà bien avancé, soit encore approfondi.

C'est sur cet objectif que doivent se modeler la structure du système européen de banques centrales et son instrumentaire. Les conceptions monétaires et leur mise en œuvre appropriée par les membres du Conseil de la future Banque Centrale Européenne sont également importantes. Pour être à la hauteur de cette responsabilité et pouvoir surmonter les difficultés et les attaques qui ne manqueront pas de survenir, il faudra aux banquiers centraux européens une grande confiance en soi et beaucoup de courage. Cela d'autant plus que des comportements bien ancrés, comme de se laisser guider par le taux de change, ce qui est la règle du Système Monétaire Européen, et ce qui a contribué à faire du D-Mark la monnaie d'ancrage, ne sont plus porteurs, et doivent être remplacés par une politique monétaire européenne désormais axée sur la stabilité intérieure.

*Propos recueillis par Thierry Walrafen le 28 juillet 1992*