

La Banque centrale européenne et sa politique monétaire

Considération critique du débat actuel sur la BCE et son action monétaire

par Ernst Baltensperger

Professeur ordinaire d'économie politique, Université de Berne

De novembre 1998 à octobre 1999, E. Baltensperger a occupé le poste de conseiller extérieur à la division économique de la Banque nationale suisse. Le rapport a été achevé en octobre 1999.

L'entrée en fonctions du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE) a eu lieu comme prévu le 1^{er} janvier 1999, marquant ainsi la prise en charge par ces institutions de la formulation et de la conduite de la politique monétaire pour l'ensemble de la zone monétaire européenne. Dans le présent rapport, je me propose:

- d'exposer brièvement et d'évaluer les principaux aspects de la politique monétaire que la BCE a menée jusqu'ici;
- de discuter et d'apprécier les lignes directrices et les principes généraux sur lesquels la BCE s'appuie lors de la formulation de sa politique monétaire;
- d'aborder dans ce contexte les discussions critiques sur cette question qu'a déclenchées l'action de la BCE;
- de vérifier si ces discussions peuvent permettre de tirer des enseignements utiles à la politique monétaire en général et, partant, à la politique monétaire suisse.

Au cœur de ces discussions figure l'évaluation de stratégies alternatives en matière de politique monétaire – un débat mené intensément non seulement dans la pratique, mais également à un niveau scientifique. Pour l'essentiel, ces discussions opposent les partisans d'un objectif direct d'inflation (Inflation Targeting) et ceux des objectifs de masse monétaire (Monetary Targeting) et visent à évaluer le mélange de ces deux stratégies choisi par la BCE dans sa politique. De manière assez artificielle, à mon avis, certains intervenants ont fortement rattaché ce débat à la question de la transparence et de la responsabilité de l'institut d'émission vis-à-vis du public ainsi qu'à la question de la crédibilité de la politique monétaire, aspects que je me propose également d'aborder dans cet exposé.

En revanche, l'existence, le bien-fondé et la structure institutionnelle du SEBC seront considérés comme donnés et ne seront pas discutés ici, à l'exception de certains aspects ayant déjà fait l'objet d'une analyse critique dans le contexte du débat qui nous occupe. Les discussions à cet égard ont déjà été menées intensément à la veille de l'instauration de l'UEM, et leurs principaux éléments sont connus.

1 Contexte et évolution de la politique de la BCE jusqu'à aujourd'hui

Les instruments de politique monétaire de la BCE

A la veille de l'Union monétaire, les instituts d'émission des États participants avaient déjà défini et expliqué, dans le cadre des activités de l'Institut monétaire européen, l'institution qui a précédé la BCE, les instruments de politique monétaire sur lesquels cette dernière entendait se baser pour la mise en œuvre de sa politique monétaire.¹ L'instrument principal pour guider le taux du marché monétaire et l'approvisionnement de l'économie en liquidités est l'opération de marché ouvert. Dans sa principale variante, cet instrument revêt la forme de transactions périodiques (hebdomadaires) de pensions de titres (transactions «repo») avec une échéance de deux semaines (opérations principales de refinancement), complétées par des pensions de titres à plus long terme (trois mois) et à fréquence mensuelle, des mesures ad hoc de réglage fin à court terme pour lisser les taux d'intérêt et apaiser le marché monétaire ainsi que par des opérations «structurelles» de formes diverses. Dès lors, le «taux de pension de titres» ou «taux repo», c'est-à-dire le taux d'intérêt appliqué aux opérations de pensions de titres, devient le repère décisif pour les autres taux du marché monétaire et l'instrument central de la politique monétaire de la BCE conformément aux anciennes pratiques de la Banque fédérale allemande et d'autres banques centrales importantes.

A cet instrument s'ajoutent deux facilités de crédit permanentes (standing facilities), une facilité de prêt marginale (marginal lending facility) et une facilité de dépôt (deposit facility) par l'intermédiaire desquelles les banques commerciales peuvent respectivement obtenir des liquidités à court terme de la banque centrale à des conditions d'intérêt déterminées ou lui en remettre. Les taux d'intérêt appliqués pour le recours à ces facilités de crédit constituent des points de repère pour l'argent au jour le jour (overnight liquidity): de fait, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt constitue le plancher et le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginale (marginal lending rate) le plafond du taux de l'argent au jour le jour. Ces opérations de refinancement sont certes réalisées par les banques centrales des États membres, mais à des conditions uniformes définies par le Conseil de la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Pendant la toute première phase de l'Union monétaire, ces deux taux ont

1 Institut monétaire européen, «La politique monétaire unique en phase III. Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC», septembre 1998.

été maintenus relativement proches du taux repo ($\pm 0,25$ pour cent) afin d'éviter toute difficulté initiale aux établissements financiers participants. Conformément aux intentions originales, ils ont toutefois été rapidement redéfinis pour s'écarter plus fortement du taux repo (± 1 à $1,5$ pour cent), les banques ne devant en effet recourir à ces facilités que dans des cas vraiment exceptionnels et non pas comme à des moyens normaux de refinancement.

Ces instruments sont finalement complétés par une réglementation régissant les réserves minimales (avec maintien des réserves en moyenne pendant une période d'un mois et rémunération au taux des opérations principales de refinancement de la BCE). Les réserves minimales visent à créer une demande «structurelle» en monnaie de banque centrale et à stabiliser le taux d'intérêt du marché monétaire.

Malgré certaines différences par rapport à la pratique d'autres banques centrales, notamment le rôle relativement important attribué aux facilités permanentes, la panoplie d'instruments de la BCE est restée relativement peu controversée et n'a donc été que peu discutée et critiquée. Parmi ces instruments, l'application de réserves minimales reste encore le plus contesté.

Détermination de la stratégie de politique monétaire

A contrario, un débat parfois virulent s'est engagé à propos de la stratégie que la BCE doit adopter pour réaliser ses objectifs de politique monétaire. Il convient d'examiner ce débat dans le cadre de la controverse scientifique menée actuellement à ce sujet, car la critique scientifique joue un rôle important dans les discussions concernant la stratégie de la BCE. Celles-ci portent notamment sur l'alternative entre les objectifs de masse monétaire (Monetary Targeting) et les objectifs directs d'inflation (Inflation Targeting) ainsi que sur le rôle de la monnaie dans la stratégie monétaire de la banque centrale.

En tant que prédécesseur de la BCE dans le processus d'unification économique et monétaire de l'Union européenne, l'Institut monétaire européen avait d'abord inclus cinq stratégies potentielles dans ses considérations à la veille de l'instauration de l'Union monétaire:

- objectifs de taux de change (Exchange Rate Targeting);
- objectifs de taux d'intérêt (Interest Rate Targeting);
- objectifs de revenu nominal (Nominal Income Targeting);

- objectifs de masse monétaire (Monetary Targeting);
- objectifs directs d'inflation (Inflation Targeting).

Ces stratégies ont été évaluées en fonction de leur contribution à l'efficacité et à la transparence de la politique monétaire, à la possibilité d'examiner et de contrôler (accountability) celle-ci ainsi qu'en fonction de leur concordance avec l'orientation de la politique monétaire à moyen terme, de leur continuité avec le passé et de leur compatibilité avec le principe d'indépendance de la banque centrale. Les discussions se sont assez rapidement concentrées sur les deux dernières stratégies mentionnées précédemment, à savoir sur les objectifs de masse monétaire et sur les objectifs directs d'inflation. Ces stratégies ayant chacune ses partisans parmi les instituts d'émission participants, c'est finalement un mélange réunissant des éléments issus de ces deux orientations qui a été retenu.

Définie dans ses grands axes dès octobre 1998 puis précisée et confirmée début 1999,² la stratégie de politique monétaire de la BCE repose sur trois éléments principaux:

- une définition quantitative de l'objectif final de «stabilité des prix»;
- la détermination d'une valeur de référence pour la croissance de la masse monétaire M_3 dans la zone euro;
- une évaluation largement étayée des perspectives d'inflation et des risques d'instabilité des prix dans la zone euro.

La stabilité des prix est définie comme une hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation de la zone euro «inférieure à deux pour cent» (à interpréter comme une hausse comprise entre zéro et deux pour cent selon une précision ultérieure du président de la BCE, M. Wim Duisenberg). L'orientation retenue s'inscrivant dans le moyen terme, une certaine marge de fluctuation de l'inflation est acceptée dans le court terme en raison de facteurs d'influence qui échappent au contrôle de la politique monétaire. La détermination d'un objectif clairement défini pour la politique monétaire étant un gage de transparence et un moyen de contrôle (accountability), elle constitue un élément central de la stratégie monétaire.

La valeur de référence du taux de croissance de M_3 doit être un taux qui, selon les estimations de la BCE, est compatible avec une stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro compte tenu du potentiel de croissance réelle de l'économie euro-

² Cf. BCE, Bulletin mensuel, janvier 1999.

péenne, de la modification tendancielle de la vitesse de circulation de M3 et de la situation initiale. Dès lors, sa définition est largement soumise aux mêmes considérations que la formulation des anciens objectifs de masse monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne. La BCE souligne néanmoins qu'un écart entre la croissance effective de la masse monétaire et cette valeur de référence ne déclenche pas automatiquement une réaction de politique monétaire (modification des taux d'intérêt) mais indique uniquement la nécessité d'intensifier les travaux d'observation et d'analyse. Les décisions de politique monétaire reposent sur d'autres indicateurs qui se rapportent aussi bien au secteur financier qu'à celui de l'économie réelle, le rôle décisif revenant aux perspectives d'inflation. La valeur de référence joue cependant le rôle d'une ancre nominale fixe pour la politique monétaire. Contrairement à l'ancienne politique de la Banque fédérale, aucune fourchette de croissance de la masse monétaire n'est fixée. L'agrégat monétaire M3 de la zone euro comprend en outre les fonds du marché monétaire qui n'étaient pas pris en considération dans l'ancienne définition de la Banque fédérale.

Les perspectives d'inflation sont évaluées par la BCE sur la base d'un large éventail d'indicateurs. Fondamentalement, toutes les informations disponibles susceptibles de contribuer à l'évaluation des risques d'inflation doivent être prises en considération. Elles incluent aussi bien des variables de type financier, tels les taux d'intérêt et la structure des taux, les agrégats monétaires et de crédit, les taux de change et autres prix des actifs, que des données issues de l'économie réelle, notamment les indicateurs relatifs à l'offre et à la demande globale de l'économie comme le déficit de production, les données se rapportant au marché du travail, l'évolution des coûts, les indicateurs de politique budgétaire, mais également les résultats d'enquêtes. Ce n'est toutefois que dans le cadre de descriptions très générales que la BCE transmet au public son évaluation des perspectives d'inflation. De fait, elle ne publie aucune prévision quantitative de l'inflation comme le prévoit la poursuite d'un objectif d'inflation proprement dit, et notamment aucune prévision de l'inflation dans le sens d'un modèle statistique formel.³

C'est notamment sur ce point mais également sur le rôle de la masse monétaire dans la stratégie de politique monétaire ainsi que sur la question de la transparence de celle-ci et de la possibilité de la soumettre à examen que porte la critique adressée à la BCE, critique qui sera traitée plus en détail par la suite.

³ Entre-temps, la BCE a laissé entrevoir la publication de telles prévisions ainsi que des modèles sur lesquels elles se basent.

La politique monétaire de la BCE jusqu'à aujourd'hui

Si les principales décisions stratégiques de la BCE ont été en partie vivement critiquées par ses observateurs, la réalisation de la politique monétaire par la BCE n'a suscité que relativement peu de critiques, mis à part certains détails et quelques frictions initiales, notamment entre l'ancien ministre allemand des Finances, M. Oskar Lafontaine, et la BCE. Cela s'explique bien entendu par le fait que la politique monétaire suscite en général la bienveillance et ne rencontre que peu d'opposition en phase d'expansion et de relâchement des rênes monétaires.

Le taux d'intérêt appliqué aux opérations du marché ouvert du SEBC (taux repo, taux d'intérêt des opérations principales de refinancement) a été fixé à 3% au début de l'année 1999. Il a en fait été repris de la Banque fédérale allemande et des autres instituts d'émission participants, qui l'avaient réduit de concert à 3% en décembre 1998 déjà. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginale et de la facilité de dépôt ont été fixés à 3,25% et à 2,75% pour la période transitoire. Les écarts par rapport au taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ont été délibérément limités à un quart de point pendant la phase initiale de l'Union monétaire afin de permettre aux banques des pays participants de se familiariser plus facilement avec le nouveau système. Dès le départ, un élargissement de cet écart de 1 à 1,5 points de pourcentage pour chaque taux a néanmoins été prévu. Le 21 janvier 1999, ces taux ont donc été fixés à 4,5 et 2%.

La valeur de référence pour la croissance de M₃ a été fixée à 4,5% pour 1999. Ce chiffre se basait sur les prévisions d'une croissance potentielle réelle de 2 à 2,5% et d'une réduction tendancielle de la vitesse de circulation de M₃ d'un demi à un point de pourcentage par an (pour 1999 «plutôt de 0,5% seulement») ainsi que sur la définition de la stabilité des prix mentionnée précédemment (taux d'inflation entre 0 et 2%).

Lors de la fixation de ces données clés de sa politique monétaire, la BCE est partie du principe que les perspectives d'inflation pouvaient être considérées comme favorables: l'objectif de stabilité des prix dans la zone euro était pratiquement atteint et les risques d'inflation n'étaient guère perceptibles. Une telle situation a permis à la BCE de tenir compte de perspectives conjoncturelles restées plutôt incertaines en maintenant son taux repo à 3%. La banque a considéré néanmoins une nouvelle baisse comme inadéquate après la réduction de décembre 1998. Elle

a étayé la signification de la valeur de référence pour M_3 par des analyses tendant à prouver la stabilité relativement forte de la demande de masse monétaire M_3 dans la zone euro ainsi que celle du rapport entre le niveau des prix et M_3 .⁴

En avril 1999, la BCE a modifié pour la première fois son taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement, le réduisant de 50 points de base et le faisant donc passer de 3 à 2,5%. Simultanément, elle a abaissé les taux de la facilité de prêt marginale et de la facilité de dépôt à respectivement 3,5 et 1,5%. Cette mesure d'assouplissement monétaire a été décidée parce que l'évolution conjoncturelle restait modérée, que le taux d'inflation demeurait inférieur à 1% et que le taux de croissance de M_3 s'inscrivait à 5,2%, dépassant de justesse sa valeur de référence. Elle a fait l'objet d'un certain nombre de critiques,⁵ étant interprétée comme une concession tardive, dépourvue de nécessité économique, à certaines exigences, notamment de l'ancien ministre allemand des Finances, M. Oskar Lafontaine. Comme les risques immédiats d'inflation étaient alors considérés de manière générale comme minimes et que l'évolution de l'économie réelle laissait toujours à désirer dans une grande partie de l'Europe, ces critiques sont restées modestes et ont été largement dominées par l'approbation de la majorité.

Durant la première moitié de l'année, les propos tenus par d'importants représentants du SEBC ont contribué à une évolution des changes quelque peu déconcertante. Alors que l'euro avait commencé l'année en force, atteignant, dans une certaine euphorie, un cours d'environ 1,17 par rapport au dollar, il a ensuite subi une dépréciation allant jusqu'à 10% avant de se ressaisir quelque peu en été et de continuer à se raffermir pendant l'automne. En soi, cette évolution des changes peut être considérée à la fois comme la normalisation d'un taux initial surévalué et par trop optimiste et comme le reflet de la puissance qui caractérise l'économie et la politique économique américaines. Elle n'a en outre rien d'exceptionnel en comparaison des fluctuations antérieures des monnaies européennes, y compris du mark allemand, par rapport au dollar. Néanmoins, elle a été de plus en plus perçue par les marchés financiers comme une marque de défiance vis-à-vis de l'euro et de la politique économique européenne à laquelle il se rattache. Cette situation a poussé certains représentants de la BCE à faire toute une série de déclarations parfois quelque peu contradictoires quant au rôle des changes dans la politique monétaire de la BCE, manifestant tantôt leur désintérêt à ce sujet «benign

neglect», tantôt l'intention d'en tenir compte. L'EMU-Monitor (1999) a ainsi reproché à la BCE de mal communiquer son attitude en matière de changes: d'une part, la banque affirmerait ne poursuivre aucun objectif de change, de l'autre cependant elle annoncerait son intervention sur le marché des changes en cas d'excès, sans préciser ce qu'elle entend exactement par excès. On lui reproche en outre d'avoir elle-même contribué à l'affaiblissement de l'euro en procédant à une forte réduction des taux d'intérêt en avril. Ses propos relatifs à la situation du marché des changes ne feraient enfin que semer la confusion dans les esprits et seraient incompatibles avec une politique de la BCE axée sur la stabilité des prix.

Même si la croissance de M_3 est restée quelque peu supérieure à sa valeur de référence durant la première moitié de l'année 1999, elle ne l'a dépassée que très légèrement et n'a donc suscité que peu de crainte d'une accélération de l'inflation. Ce n'est qu'en juillet que la croissance des agrégats monétaires et du volume du crédit ainsi qu'une légère hausse du taux d'inflation (celui-ci restant malgré tout à un niveau très bas) ont engendré un certain scepticisme qui a poussé le président de la BCE, M. Wim Duisenberg, à évoquer une légère tendance à un resserrement de la politique monétaire («... that a bias towards a tighter monetary policy was creeping into the ECB's deliberations», *Financial Times*, 20 juillet 1999).

En août, alors que la BCE continuait à suivre le cap qu'elle s'était fixée, les avis et spéculations étaient partagés à parts à peu près égales entre les partisans et les adversaires d'une modification des taux. Si la croissance de la masse monétaire toujours un peu trop élevée et l'amélioration des perspectives conjoncturelles militaient en faveur d'un resserrement des rênes monétaires, le renchérissement des prix encore très faible incitait nombre d'observateurs à penser qu'une majoration des taux ne s'imposait pas immédiatement. Aux alentours de la fin du mois de septembre et du début du mois d'octobre, les perspectives conjoncturelles de plus en plus favorables et l'émergence de tensions inflationnistes ont poussé divers représentants de la BCE à mettre davantage l'accent sur la possibilité d'un resserrement de la politique monétaire européenne.

L'euro et le franc suisse

Depuis le début de l'Union économique et monétaire, la relation entre l'euro et le franc suisse est restée extrêmement stable et n'a été marquée que par des fluctuations tout à fait minimes. Jusqu'à pré-

4 Cf. BCE, Bulletin mensuel, février 1999.

5 Cf. notamment EMU-Monitor 1999.

sent, l'introduction de l'euro n'a par conséquent posé à la Suisse et à la BNS aucun problème digne d'être mentionné. Incontestablement, ce climat serein reflète pour une grande part la conduite d'une politique monétaire orientée dans la même direction, axée sur la stabilité des prix à moyen et à long terme, ainsi que l'évolution analogue de l'économie, mais également le souci de la Banque nationale de rendre, par sa politique et la façon dont elle la communique, le franc inintéressant aux yeux des spéculateurs.

Malgré toute ma compréhension pour les efforts entrepris, je pense que la BNS devrait également veiller à ne pas trop être perçue comme le satellite ou comme le simple vassal de l'Eurosystème. En effet, le risque de voir le franc de plus en plus considéré sur les marchés comme une monnaie « ombre » de l'euro ne doit pas être sous-estimé. Une telle situation peut certes apparaître aujourd'hui comme confortable et sans danger du point de vue de la politique économique et monétaire, elle pourrait toutefois s'avérer également brusquement inopportune si l'euro se trouvait pris dans une tourmente et si sa stabilité était mise en doute. D'ici là, plus le franc suisse se sera mis dans une position de dépendance par rapport à l'euro, plus il sera difficile dans une telle situation de vouloir soudain faire de nouveau preuve d'autonomie en matière de politique monétaire. Une dépendance croissante pourrait en outre réduire à peu de choses, voire à néant, les avantages du franc en matière de taux d'intérêt.

2 La stratégie monétaire de la BCE en comparaison avec celle d'un objectif direct d'inflation (Inflation Targeting): mise en valeur d'un indicateur sans signification?

Située à mi-chemin entre un objectif de masse monétaire et un objectif direct d'inflation, la stratégie monétaire de la BCE s'est heurtée dès le départ à de vives critiques de la part des partisans d'un pur objectif d'inflation. Le principal représentant de ces critiques d'un point de vue scientifique est l'économiste suédois Svensson qui, dans toute une série de publications, a confronté la stratégie monétaire de la BCE à une forme de la stratégie d'objectif direct d'inflation qu'il propose d'appliquer: l'objectif de prévision d'inflation (« Inflation Forecast Targeting ») (cf. par exemple: Svensson 1998, Svensson 1999).⁶ La cri-

tique de Svensson s'appuie sur deux aspects qu'il considère comme liés, mais que je souhaite traiter séparément ici. Elle s'oppose d'une part à la prise en considération et à la mise en valeur de la croissance de la masse monétaire, considérée comme un indicateur dénué de toute signification de politique monétaire. Elle dénonce d'autre part l'opacité de la stratégie de la BCE qui en découle, qui va à l'encontre du principe de la responsabilité de la banque centrale vis-à-vis du public et de son contrôle par les organes légitimés par voie démocratique. Le premier de ces points peut être mis en relation avec le rôle de la monnaie dans l'analyse des processus de décision en matière de politique monétaire, le second avec son rôle dans la communication de la banque centrale avec le public. Je souhaite aborder le premier point dans le prochain chapitre. Le second point, qui a également été formulé avec force par Willem Buiter (1999), sera traité dans le chapitre 3.

La stratégie de la BCE ne correspond ni à un pur objectif de masse monétaire ni à un pur objectif d'inflation, mais elle englobe divers éléments issus de ces deux concepts. Svensson déplore que la BCE cherche à s'appuyer largement sur l'évolution de la masse monétaire aussi bien dans son analyse que dans sa communication de la politique monétaire à l'opinion publique. Il est persuadé qu'une telle stratégie mènera soit à une politique monétaire inefficace et en deçà des objectifs fixés (dans le cas d'une orientation vers un « strict » objectif de masse monétaire), soit à une complication inutile de la politique monétaire (avec les conséquences que cela implique pour sa communication et sa transparence).

Le cadre de l'analyse de Svensson

Pour comprendre cette critique, il est nécessaire d'esquisser le cadre théorique dans lequel Svensson inscrit son analyse de l'objectif direct d'inflation et de l'objectif de masse monétaire. L'analyse de Svensson repose sur un modèle macroéconomique relativement conventionnel qui suppose une connaissance exacte des rapports structurels entre les différents agents économiques, ainsi que de la structure des décalages temporels. Les seuls facteurs d'incertitude considérés apparaissent sous la forme d'éléments perturbateurs additionnels indépendants de la structure du modèle et des décalages temporels. Le taux d'intérêt (le seul à apparaître dans le modèle) est traité comme un instrument de la banque centrale et apparaît dès lors comme une variable déterminée exclusivement par le biais de la politique monétaire. Selon les grandes lignes de ce modèle, la banque centrale procède à un

⁶ De nombreux auteurs argumentent de façon analogue, notamment Bofinger (1999) Bernanke et consorts (1999) ou encore Blinder (1998).

abaissement du taux d'intérêt afin de stimuler la demande de l'économie et donc de relever le niveau de production et de revenu, avec un décalage d'une période, et vice-versa. En situation «neutre», le taux d'intérêt déterminé coïncide exactement avec le taux d'intérêt réel «naturel» après déduction du taux d'inflation prévu, c'est-à-dire avec le taux d'intérêt réel correspondant à un écart de production égal à zéro et donc à une demande se situant exactement au niveau de production potentiel. Lorsque le taux d'intérêt déterminé est supérieur à ce niveau, l'écart de production est positif, et vice-versa. La modification du taux d'inflation par rapport à la période précédente est donc déterminée par l'écart de production (de la période précédente), c'est-à-dire par une courbe de Phillips de court terme. Par sa politique de taux d'intérêt, la banque centrale détermine dès lors le niveau de revenu avec un décalage d'une période et le taux d'inflation avec un décalage de deux périodes. Bien entendu, les effets de la politique monétaire peuvent être masqués à court terme par l'influence de variables perturbatrices mais sans aucune conséquence sur les rapports de cause à effet sur lesquels s'appuie la politique monétaire.

La politique de la banque centrale étant caractérisée dans ce modèle comme une pure politique de fixation du taux d'intérêt, la banque centrale doit adapter en permanence la masse monétaire à la demande de monnaie correspondant au taux d'intérêt déterminé. Ici aussi, Svensson suppose toutefois un décalage d'une période dans l'adaptation de la demande de monnaie aux modifications de taux d'intérêt. La politique des taux d'intérêt de l'institut d'émission détermine donc la masse monétaire de manière strictement endogène, avec une période de décalage. Aucune interaction n'est supposée exister entre la masse monétaire, les taux d'intérêt et la production ou le revenu pendant la période en cours. A partir de ce modèle, il est tout naturel de penser que la masse monétaire et la demande de monnaie ne peuvent jouer qu'un rôle de second ordre dans la définition de la politique monétaire – ce qui est exactement la conclusion à laquelle Svensson aboutit dans son analyse.

Svensson part du principe que la banque centrale devrait s'efforcer, par le biais de sa politique, de minimiser les écarts du taux d'inflation par rapport à l'objectif d'inflation fixé tout en faisant également son possible pour empêcher la production et le revenu d'osciller autour de leur valeur normale. Il a toutefois raison de souligner qu'une nette asymétrie oppose les cibles en matière d'inflation et de production.

Alors que la banque centrale détermine, par le biais de sa politique, aussi bien le taux d'inflation moyen (tendanciel) que les fluctuations du taux d'inflation autour de cette valeur moyenne, elle doit considérer le niveau moyen de production (niveau de production potentiel) comme donné et se limiter à agir sur les fluctuations de la production autour de cette valeur moyenne. Dans ce sens, il n'existe pour la politique monétaire aucun objectif de production qui puisse être choisi par la banque centrale comme elle peut choisir l'objectif d'inflation.

A quoi ressemble une politique monétaire optimale dans un tel contexte? A l'évidence, il convient dans les conditions modélisées par Svensson que la banque centrale adapte directement ses moyens d'action à l'objectif final poursuivi, soit à l'objectif «Inflation». Lorsque la structure du modèle est connue dans tous ses détails, il est toujours possible de calculer sans aucune difficulté le dosage exact des moyens concordant avec l'objectif final poursuivi. Une stratégie monétaire axée sur un objectif intermédiaire, quel que soit cet objectif, apparaît à l'évidence comme superflue. En d'autres termes: un processus d'optimisation direct en une seule étape apparaît comme idéal, une procédure de décision en deux étapes avec un objectif intermédiaire est quant à elle superflue et n'a aucune légitimation. Bien entendu, en cas de facteurs d'incertitude sous forme d'éléments perturbateurs additionnels, la détermination des instruments ne permet d'extrapoler que la réalisation moyenne ou «prévue» de l'objectif, c'est-à-dire qu'il est possible de déterminer le dosage des instruments de façon à garantir la réalisation de l'objectif final dans sa valeur moyenne ou anticipée. C'est exactement ce que Svensson décrit par objectif d'inflation («Inflation Targeting») ou, en cas de facteur d'incertitude additionnel, par objectif de prévision de l'inflation («Inflation Forecast Targeting»): la banque centrale réagit aux écarts entre les prévisions de l'inflation et son objectif d'inflation avec l'instrument dont elle dispose et procède au dosage de sa mise en œuvre de façon à faire concorder le taux d'inflation prévu avec l'objectif d'inflation. Dans de telles conditions, les variables constituées par la masse monétaire et la demande de monnaie ne peuvent jouer un rôle d'indicateur de la politique monétaire que lorsque les informations qu'elles présentent ont leur importance pour les prévisions de l'inflation, ce qui, comme nous l'avons vu précédemment, n'est à l'évidence pas le cas dans le modèle de Svensson: la masse monétaire y est considérée comme un agrégat déterminé rétroactivement, avec un décalage d'une période, par le

taux d'intérêt fixé par la banque centrale et la demande de monnaie, et elle ne peut jouer aucun rôle dans les décisions de la banque centrale en matière de politique monétaire.

Cette théorie constitue la toile de fond devant laquelle Svensson discute l'objectif de masse monétaire et la stratégie de la BCE. Pour ce qui est de l'objectif de masse monétaire, il fait une distinction entre une version «stricte» et une version «flexible». Dans le cas d'un objectif de masse monétaire strict, la banque centrale considère la masse monétaire comme une cible intermédiaire supplémentaire (en plus de la cible finale d'inflation), la cible intermédiaire étant déterminée de manière à être compatible en valeur escomptée avec le taux d'inflation visé. La banque centrale s'efforce alors de limiter les écarts entre la masse monétaire et cette valeur-cible. Comme nous l'avons déjà vu précédemment, une telle stratégie n'est pas optimale dans le cas d'une structure économique connue de tous les agents, dont la complexité n'est accrue que par des éléments perturbateurs additionnels.⁷ Dans le cas d'un objectif de masse monétaire flexible, la banque centrale prend en considération la problématique mentionnée ci-dessus et réajuste en permanence l'objectif intermédiaire de manière à ce que celui-ci reste compatible avec l'objectif final visé. Cette version est beaucoup plus proche de ce que pratiquent en réalité les instituts d'émission poursuivant une politique d'objectifs de masse monétaire et est en définitive équivalente à l'objectif de prévision de l'inflation de Svensson (c'est pourquoi Svensson parle également d'un «objectif d'inflation déguisé») et donc à une stratégie certes efficace mais inutilement complexe (et qui, selon Svensson, entrave la communication de la banque centrale avec le public, cf. chapitre 3). Pour cette raison, la stratégie monétaire de la BCE est selon lui mal choisie et inacceptable, car en accordant à la masse monétaire un rôle de premier plan, elle adopte, ne serait-ce que partiellement, les procédures propres à l'objectif de masse monétaire.

Le rôle de l'incertitude dans la structure du modèle et de celle des décalages temporels

Une telle interprétation de l'objectif de masse monétaire est-elle judicieuse? Je pense que Svensson n'apprécie pas vraiment à leur juste valeur l'objectif de masse monétaire et le rôle qui échoit à la masse monétaire dans une stratégie de politique monétaire. Dans le cadre de la réflexion de Svensson, c'est-à-dire en l'absence de toute incertitude quant à la structure des modèles et des décalages temporels, une procé-

sure d'optimisation en une seule étape est toujours préférable et une variable monétaire en tant qu'objectif intermédiaire n'a à l'évidence pas sa place. Cette vérité n'est d'ailleurs contestée par personne dans la littérature relative à cette question. Certes, il est vrai qu'à mon sens une stratégie en deux étapes avec un objectif intermédiaire n'a jamais vraiment été légitimée avec rigueur et de manière satisfaisante sur un plan formel. De fait, les arguments correspondants ont toujours été apportés verbalement et sans grande précision. Il a cependant toujours été clair que la légitimation d'une stratégie d'objectif intermédiaire doit se fonder essentiellement sur l'incertitude dans la structure du modèle et des décalages temporels; cf. par exemple: Brunner et Meltzer (1969) ou Friedman et ses «décalages longs et variables» (Friedman, 1959, 1968). Si l'on voulait analyser sérieusement l'objectif de masse monétaire, défini comme un processus en deux étapes avec un objectif intermédiaire, il conviendrait donc de considérer la discussion à ce niveau et de vérifier si cette stratégie trouve, dans de telles conditions, une légitimation comme simplificateur de procédure («rule of thumb»). Les partisans de cette manière de voir n'ont jamais vraiment revendiqué autre chose. Cependant, ce n'est pas ce que fait Svensson. Au lieu de cela, il démontre quelque chose qui n'est en fin de compte nullement controversé, à savoir le caractère idéal d'un processus d'optimisation en une seule étape avec une connaissance exacte de la structure des modèles et des décalages temporels. Dans ce contexte, il convient de rappeler que l'incertitude dans la structure du modèle et des décalages temporels figure parmi les principaux défis qui marquent aujourd'hui la réalité de l'économie et de la politique économique. Je crois donc que Svensson traite l'objectif de masse monétaire à un niveau sur lequel il n'a nullement besoin d'être traité et que, à l'inverse, il ne le traite pas au niveau sur lequel il faudrait qu'il le soit.

Formulation de modèles de substitution et rôle de la monnaie dans la politique monétaire

Mais même en argumentant sur la base d'une connaissance exacte de la structure des modèles et des décalages temporels garantissant l'efficacité d'une procédure de décision en une seule étape, il convient, d'une manière générale, de remettre en question les conclusions de Svensson selon lesquelles la masse monétaire et la demande de monnaie constituent des variables dénuées de signification pour une politique monétaire optimale. Ces conclusions sont sans aucun doute tout à fait justes pour le modèle

⁷ Cf. Friedman (1975) ou Niehans (1978).

considéré par Svensson. Il est néanmoins tout à fait possible de prendre en compte d'autres spécifications de la structure économique, qui sont a priori aussi légitimes et défendables que celles retenues par Svensson, mais qui remettent en question ses conclusions en rendant à la monnaie un rôle potentiellement important pour la politique monétaire. Dans la suite de cette étude, quatre possibilités sont envisagées qui modifient de manière significative le modèle de Svensson dans ce sens.

a. Taux du marché monétaire opposé au taux du marché des capitaux et modélisation explicite du processus de contrôle monétaire

La réflexion de Svensson est basée sur un modèle qui, conformément au modèle standard macro-économique le plus répandu (IS-LM, AS-AD), ne comprend qu'un seul taux d'intérêt et un seul agrégat monétaire. Sans aucun doute, l'utilisation d'un modèle d'un tel niveau d'abstraction est idéale pour l'analyse de nombreuses questions relatives à la macro-économie et à la théorie monétaire. Toutefois, elle ne permet pas de décrire le processus par lequel la banque centrale influe, à l'aide des instruments qui lui sont propres, sur les marchés monétaires et financiers, et donc sur le taux d'intérêt du marché des capitaux et les divers agrégats monétaires. Dans ces conditions, il convient de se demander si elle est vraiment à même d'offrir un cadre approprié à l'analyse explicite du processus de contrôle monétaire et des stratégies monétaires de substitution. Au lieu de cela, nous avons la possibilité de considérer un modèle permettant une distinction explicite entre taux d'intérêt du marché monétaire et du marché des capitaux et également entre le marché de la monnaie centrale (monnaie de base) et celui des agrégats monétaires de définition plus large. La banque centrale peut alors utiliser comme son propre instrument le taux d'intérêt du marché monétaire, tout comme la plupart des instituts d'émission ont coutume de le faire. Le taux d'intérêt du marché des capitaux, qui joue un rôle déterminant pour la demande globale de l'économie nationale, est en revanche défini de manière endogène par les forces du marché. Les anticipations concernant les divers secteurs du marché financier et monétaire (et donc les demandes relatives de monnaie centrale, d'agrégats monétaires de définition plus large et d'autres actifs financiers) et les caractéristiques de liquidité relatives à ces secteurs jouent dans ce contexte un rôle déterminant, car elles posent les conditions pour un équilibre sur ces marchés. Dès lors, le rapport entre les différents

taux d'intérêt se trouve également déterminé par les déplacements relatifs entre l'offre et la demande sur ces marchés, c'est-à-dire par des facteurs financiers et monétaires, et les masses monétaires ainsi que les demandes de monnaie retrouvent un rôle potentiellement important pour la politique monétaire, et cela même dans un cadre qui correspond par ailleurs à celui de Svensson. Il en résulte une prise en considération de facteurs et d'effets communément qualifiés de «chocs aux multiplicateurs monétaires», qui ont une importante tradition dans la théorie monétaire et macro-économique établie. Ces chocs ont fait l'objet d'intenses discussions, menées notamment dans les années 60 et 70 par des auteurs comme Brunner et Meltzer (1968) ou encore Tobin (1969), mais ont depuis été largement relégués – à tort – à l'arrière-plan. Un contrôle du taux d'intérêt du marché monétaire n'implique donc pas de contrôle direct du taux d'intérêt (nominal et réel) du marché des capitaux, car l'évolution et les perturbations du marché monétaire et des marchés financiers déterminent le rapport entre ces deux taux. Dans la pratique de la politique monétaire, nul ne contestera que cela corresponde à la réalité, ce qui rend le rapport entre la politique monétaire (taux d'intérêt du marché monétaire) et la demande globale de l'économie beaucoup moins transparent que ne le suggère le modèle standard de Svensson. Dès lors, le marché monétaire ne se laisse plus rattacher – tel un simple appendice – à un modèle de détermination de l'inflation et de la production qui ne dépend pas de lui, comme c'est le cas chez Svensson.

b. Equation de substitution pour la détermination de l'inflation

L'analyse de Svensson repose sur une équation de l'ajustement de l'inflation qui détermine le taux d'inflation essentiellement à partir du taux d'inflation et de l'écart de demande de la période précédente. Une autre formulation du processus de détermination de l'inflation, qui semble a priori tout aussi légitime, explique les ajustements du niveau des prix et de l'inflation à partir de l'écart entre la détention effective de monnaie et la détention réelle et souhaitable à long terme de celle-ci ou, en d'autres termes, à partir de l'«écart des prix» tel qu'il est défini par le symbole P^* . Il faut certes reconnaître que cette équation de l'ajustement des prix ne repose sur aucun fondement micro-économique incontesté. Cependant, il en va de même des équations alternatives qui concernent l'ajustement des prix, notamment de la courbe de Phillips qui joue un rôle privilégié chez Svensson

et dans les modèles macro-économiques standards. Dans le sens de la tradition théorique, ces deux méthodes ont des mérites comparables et la méthode alternative dont il est question ici reflète même mieux l'opinion théorique traditionnelle (et relativement facile à transmettre au public) selon laquelle l'inflation constitue un phénomène fondamentalement monétaire. Selon cette dernière formulation, la masse monétaire et la demande de monnaie exercent une action directe sur la prévision de l'inflation et, partant, sur la formulation de la politique monétaire. L'observation empirique selon laquelle les agrégats monétaires peuvent réellement contribuer dans une importante mesure à l'optimalisation des prévisions de l'inflation milite également en faveur de cette formulation de substitution (cf. par exemple: Jordan 1999).

c. Simultanéité entre le taux d'intérêt, la masse monétaire et la demande de biens et effets stabilisateurs automatiques d'une politique de la masse monétaire

L'analyse de Svensson repose sur une succession spécifique d'événements au cours desquels la banque centrale détermine le taux d'intérêt de la période en cours et influe par ce biais sur la demande globale, le niveau de production et la masse monétaire de la période suivante ainsi que sur le taux d'inflation deux périodes plus tard. À l'exception de la politique monétaire et des influences perturbatrices courantes, tout est déterminé d'avance pour la période en cours. La politique monétaire pour la période t est donc effectivement la politique monétaire pour la période $t+1$ (et $t+2$). Ce modèle ne permet pas de tempérer les effets d'une perturbation (non anticipée) de la demande pendant la période t exercés sur le niveau de production de cette période. Le choix par la banque centrale d'un taux d'intérêt pour la période t n'exerce aucun effet pendant cette période, ni sur le marché des biens ni sur le marché monétaire. Par conséquent, il serait par exemple possible de doubler le taux d'intérêt en vigueur pendant la période t sans que cela ne perturbe en quoi que ce soit les conditions du marché monétaire pendant cette période, car tous les effets ne se feront sentir qu'à partir de la période $t+1$.

Est-il judicieux d'analyser les processus de politique monétaire à l'aide de modèles excluant la simultanéité du taux d'intérêt, de la masse monétaire et des chocs de la demande à l'intérieur d'une même période? À mon sens, il est permis d'en douter, que ce soit pour des modèles annuels ou même trimestriels.

D'un point de vue fondamental, les décisions relatives aux taux d'intérêt restent également des décisions relatives aux quantités de liquidités ou aux quantités de monnaie. Une spécification appropriée du marché monétaire et de la politique monétaire devrait être à même d'exprimer d'une façon ou d'une autre ce rapport de simultanéité.

C'est d'ailleurs ce que fait, dans une très large mesure, l'analyse traditionnelle de la politique monétaire. De fait, toute l'analyse initiée par Poole (1970) concernant l'alternative entre les stratégies de masse monétaire et les stratégies de taux d'intérêt dans la politique monétaire repose précisément sur cette simultanéité et sur les divers effets de stabilisateurs automatiques qu'elle entraîne pour ces deux types de stratégie. Dans un modèle permettant une certaine simultanéité dans la détermination du taux d'intérêt, de la masse monétaire et de la demande globale (ce qui n'exclut pas l'existence d'autres rapports différés de cause à effet), l'institut d'émission peut choisir son «instrument» – à l'opposé de la méthode de Svensson – en utilisant soit un taux d'intérêt, soit un agrégat monétaire. Dans le premier cas, il doit (comme chez Svensson) laisser aux forces du marché le soin de déterminer la masse monétaire, dans le second cas le soin de déterminer le taux d'intérêt. Comme chacun sait, l'avantage d'une stratégie de la masse monétaire réside, selon Poole, précisément dans le fait que lorsque la masse monétaire est fixée, la hausse du taux d'intérêt provoquée automatiquement par une augmentation de la demande globale exerce elle-même un effet stabilisateur sur la demande, ce qui n'est pas le cas lorsque le taux d'intérêt est fixé par l'institut d'émission. À l'inverse, dans le cas d'une perturbation d'ordre monétaire, c'est bien entendu une stratégie de taux d'intérêt qui sera la plus avantageuse.

Il existe donc certaines conditions selon lesquelles une politique de fixation de la masse monétaire est préférable à une politique de fixation du taux d'intérêt. Il est clair que, dans de tels cas, la politique optimale est celle qui permet à la masse monétaire et à la demande de monnaie de jouer leur rôle. Or, le cadre de l'analyse de Svensson exclut a priori la possibilité de tels effets. La structure du modèle sur lequel il base ses réflexions ne permet en aucun cas de discuter une politique de fixation de la masse monétaire et ses avantages selon Poole. En effet, pour Svensson, l'unique instrument politique dont dispose la banque centrale est le taux d'intérêt et non la masse monétaire.

Il faut souligner que cette problématique n'a rien à voir avec le fait que la plupart des instituts d'émission utilisent un taux du marché monétaire et non un agrégat monétaire comme instrument dans la mise en œuvre de leur politique. En ce qui concerne le taux d'intérêt qui apparaît dans le modèle macro-économique standard retenu par Svensson, il convient de ne pas l'interpréter comme un taux du marché monétaire mais comme un taux du marché des capitaux, car c'est lui qui détermine en partie la demande globale. Or, le taux du marché des capitaux n'est pas plus un instrument direct de la politique de la banque centrale que les agrégats monétaires dans un sens large ; il constitue plutôt, comme ces derniers, une variable déterminée de manière endogène par un processus de contrôle monétaire en relation étroite avec les instruments appropriés. Si nous argumentons au même niveau d'abstraction que le modèle macro-économique standard retenu par Svensson, nous sommes en droit, pour simplifier, de considérer aussi bien la masse monétaire que le taux du marché des capitaux comme des instruments, et ce que l'institut d'émission agisse ou non par le biais d'un taux du marché monétaire au niveau opérationnel (non modélisé ici). Il s'agit ici bien plutôt de savoir si et dans quelles conditions la banque centrale est en mesure, en axant sa politique sur la masse monétaire, d'apporter à cette politique un élément stabilisateur qui resterait sinon sans effet. D'entrée de jeu, en excluant une telle possibilité lors de la formulation de son modèle, Svensson fait pencher sa discussion en défaveur de la monnaie.

*d. Incertitudes quant au taux d'intérêt réel
«naturel»*

Aujourd'hui, les divers modèles de la politique monétaire partent en général du principe que la banque centrale n'a aucune difficulté à utiliser ses instruments de façon à réaliser «en moyenne» (c'est-à-dire en l'absence de facteurs perturbateurs) ses objectifs. Dès lors, l'unique critère appliqué pour l'évaluation de processus alternatifs est la minimisation des fluctuations des variables choisies comme cible autour de cette valeur moyenne, c'est-à-dire, dans le cas d'un objectif d'inflation, la minimisation des variations du taux d'inflation autour de l'objectif d'inflation fixé. Les discussions relatives à la politique monétaire sont donc dominées par des réflexions visant à la stabilisation de court terme. Je pense toutefois que, dans la pratique de la politique monétaire, le principal problème consiste le plus souvent à trouver des voies assurant que le taux

d'inflation tendanciel ne s'écarte pas du sentier objectif fixé. Ainsi, dans le cas d'une stratégie de masse monétaire, le problème principal consistera, étant donné l'incertitude de l'évolution et de la stabilité de la demande de monnaie, à trouver le «bon» taux de croissance tendanciel de la masse monétaire, c'est-à-dire le taux compatible avec le taux d'inflation visé. La difficulté d'une telle tâche est souvent alléguée comme motif principal de renoncer à une stratégie de la masse monétaire. On passe néanmoins relativement souvent sous silence que les processus alternatifs, notamment dans le cas d'un objectif d'inflation, impliquent un problème tout à fait comparable et potentiellement aussi difficile à résoudre.

Un objectif direct d'inflation présente bien sûr l'avantage – tout comme chaque processus qui prend vraiment au sérieux l'objectif de stabilité des prix – d'empêcher l'inflation de s'éloigner durablement du chemin menant à l'objectif fixé, un tel comportement entraînant inévitablement tôt ou tard la prise de mesures monétaires correctives. Toutefois, l'un des défis principaux de la politique monétaire consiste également à nous éviter de suivre – même momentanément – un mauvais chemin. Plus les dérapages seront découverts et corrigés rapidement, plus les écarts correspondants resteront minimes et de courte durée et plus les mesures correctives nécessaires pourront être modérées. Les propos relatifs aux objectifs directs d'inflation, y compris ceux de Svensson, supposent généralement que les décideurs économiques (et les autres agents de la vie économique) connaissent exactement le niveau du taux d'intérêt réel «naturel». Celui-ci est utilisé en permanence comme point de repère pour la détermination du taux d'intérêt servant d'instrument à l'institut d'émission. Le taux d'intérêt réel naturel est le taux qui maintient le marché des biens en parfait équilibre en l'absence de perturbations, c'est-à-dire qui génère une demande de biens égale à la production potentielle et qui garantit un écart entre le PIB réel et potentiel égal à zéro. Une mauvaise évaluation du taux d'intérêt naturel entraîne une détermination erronée du taux d'intérêt qui sert d'instrument à l'institut d'émission, c'est-à-dire une politique monétaire inadéquate, du moins par rapport à celle qui devrait être réalisée conformément à la stratégie de l'objectif direct d'inflation.

Le maintien d'une différence de taux d'un demi, voire d'un pour cent pendant une certaine durée peut être lourde de conséquences pour la politique monétaire. Or, qui sait exactement si la véritable valeur du taux d'intérêt réel naturel est aujourd'hui de 2%,

2,5%, 3% ou autre? Ce taux est également délicat à déterminer à partir de l'observation de telle ou telle donnée économique. Je suis convaincu qu'une enquête parmi les experts en la matière révélerait la très grande incertitude qui règne à ce sujet. Etant donné que les discussions concernant les objectifs directs d'inflation ignorent en général une telle source d'erreurs, cette stratégie est présentée sous un jour trop favorable par rapport à celle qui attribue à la masse monétaire un rôle de premier ordre en tant qu'indicateur. Une comparaison appropriée devrait se fonder sur des bases de discussion comparables.

Conclusion

En déduire pour autant que la stratégie de la BCE est inefficace uniquement parce qu'elle attribue à l'évolution de la masse monétaire un rôle de premier plan me semble constituer une conclusion un peu rapide et qui, sous cette forme, n'est pas justifiée. La critique de Svensson dépend fortement du modèle considéré, qui correspond certes, sous certains aspects, au modèle macro-économique standard, mais qui est également très spécifique sous d'autres aspects et est donc peu adapté à l'analyse du processus décisionnel et effectif de la politique monétaire. Il y a encore de bonnes raisons, à mes yeux, d'attribuer à la monnaie un rôle de premier plan dans le cadre d'une politique monétaire axée fondamentalement sur un objectif d'inflation ou de stabilité des prix. A vrai dire, qu'une telle stratégie s'appuie sur l'un ou l'autre de ces deux «piliers» situés côte à côte, comme c'est le cas de la BCE, ou qu'elle se base simplement sur un indicateur considéré comme essentiel pour l'évaluation précise des perspectives d'inflation – ce qui apparaît comme plus approprié d'un point de vue purement logique – est selon moi relativement secondaire. Quoi qu'il en soit, partant de cette perspective, la stratégie de la BCE me paraît somme toute parfaitement défendable et ne mérite pas la critique massive qui lui est adressée en raison de l'importance qu'elle accorde à l'évolution de la masse monétaire.

3 La stratégie de la BCE en comparaison avec un objectif de masse monétaire

La stratégie de la BCE a également été soumise à des considérations critiques et à une évaluation détaillée de la part de partisans de l'objectif de masse monétaire. Un groupe d'économistes intervenant en Allemagne sous le nom d'EMU-Monitor (P. Artus, E. Bomhoff, J. von Hagen, M.J.M. Neumann et A. Penati) a notamment fait part, dans divers communiqués de presse, de sa position vis-à-vis de la politique et de la stratégie de la BCE. Lors de leur première déclaration, faite en été 1998,⁸ ces observateurs, qui argumentent dans la tradition du monétarisme et de la politique monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne, ont recommandé à la BCE une stratégie axée sur un objectif d'inflation à moyen terme et impliquant pour sa réalisation une politique de contrôle de la masse monétaire (objectif de masse monétaire) s'inscrivant dans le prolongement de l'ancienne pratique de la Banque fédérale.

Il se conçoit aisément que ces observateurs ne reprochent pas à la BCE, contrairement à de nombreux partisans de l'objectif direct d'inflation, de considérer l'évolution de la masse monétaire comme un élément important de sa stratégie. Bien au contraire, les critiques exprimées au sujet de la formulation de cette stratégie se concentrent sur le fait que la BCE se soit décidée non pas clairement en faveur d'un pur objectif de masse monétaire, mais pour un mélange. Dans les recommandations données dans le cadre de sa première déclaration, le groupe avait exprimé sa réprobation vis-à-vis d'une stratégie mixte en arguant qu'une telle stratégie jetait la confusion dans les esprits en mélangeant les responsabilités et en compliquant le contrôle des performances. Ce reproche me semble toutefois injustifié, du moins sous une forme aussi générale. De fait, un mélange de deux stratégies distinctes pourrait avoir de telles conséquences si ces deux stratégies étaient contradictoires et incompatibles dans leurs objectifs. Si leurs objectifs sont les mêmes cependant et si ces deux stratégies sont fondamentalement compatibles, les conséquences pourront être tout autres: un objectif de masse monétaire a au fond la même cible d'inflation que l'objectif direct d'inflation lui-même. Dans de telles conditions, les deux stratégies ne sont aucunement en contradiction.

Les observateurs de l'EMU-Monitor semblent finalement être également parvenus à cette conclusion: tout compte fait, la stratégie annoncée de la BCE

⁸ EMU-Monitor: Press Statement No. 1, Center for European Integration Studies, 9 July 1998.

est suffisamment proche de leur stratégie idéale, pour leur permettre de la saluer dans leur deuxième déclaration de décembre 1998 et de l'approuver à nouveau dans leur troisième déclaration de juin 1999.⁹ La valeur de référence de la croissance de M_3 aurait la même fonction que l'objectif de masse monétaire de la Banque fédérale, à savoir l'ancrage de l'inflation et des perspectives d'inflation. Tout comme l'objectif de masse monétaire de la Banque fédérale, cette valeur reposerait sur des hypothèses relatives à la croissance tendancielle du revenu réel et à la vitesse de circulation de la monnaie. Les observateurs de l'EMU-Monitor recommandent toutefois à la BCE de remplacer la valeur de référence ponctuelle de la croissance de M_3 par une marge de référence. En raison des incertitudes concernant le cadre dans lequel la BCE doit opérer, il s'imposerait à l'avenir de vérifier et, au besoin, d'adapter cette valeur de référence. Dans le cas où cela s'avérerait nécessaire, la BCE ne devra pas reculer devant une telle adaptation, mais devra en exposer les raisons de manière convaincante.

Le groupe de l'EMU-Monitor a un peu trop tendance à revendiquer les stratégies de la BCE en les assimilant à un «objectif de masse monétaire de facto» et à reléguer le deuxième «pilier» de cette stratégie, à savoir l'importance accordée aux perspectives d'inflation, au rang d'accessoire à caractère purement décoratif. En inversant les choses, une telle attitude n'est pas sans rappeler celle de Svensson qualifiant l'objectif de masse monétaire («flexible») d'objectif d'inflation de facto («objectif d'inflation déguisé»). L'une et l'autre de ces attitudes sont bien entendu, jusqu'à un certain point, tout à fait justifiées. Elles prouvent néanmoins surtout que dans la pratique, un objectif de masse monétaire «raisonné» et un objectif d'inflation correspondant ne sont pas aussi éloignés l'un de l'autre qu'il n'y paraît souvent dans les discussions de fond menées à un niveau théorique. Il conviendrait ainsi de mettre un terme aux polémiques entre ces deux positions menées avec une ardeur quasi religieuse.

Tout comme les opposants appartenant au camp de l'objectif direct d'inflation, le groupe de l'EMU-Monitor déplore le manque de transparence et de possibilité de contrôle («accountability») qui a caractérisé jusqu'ici la politique de la BCE. Par ses critiques, il semble néanmoins surtout vouloir exprimer que, jusqu'à présent, la BCE n'a pas toujours agité de manière optimale dans sa politique de communication, sans pour autant établir de rapport direct avec la stratégie de politique monétaire de la BCE (comme le fait Svensson) ni exiger la mise en œuvre de mesures institutionnelles telles que la publication des procès-verbaux des séances et des comportements individuels de vote.

4 Transparence et obligation de rendre compte

La politique monétaire de la BCE manque-t-elle de transparence et les dispositions obligeant à rendre compte au public sont-elles insuffisantes? Un grand nombre de critiques ont adressé des reproches de ce type à la BCE. Ces reproches sont soit mis directement en relation avec les moyens de politique monétaire choisis par la BCE, soit considérés indépendamment de ces derniers comme la conséquence de dispositions institutionnelles insuffisantes.

Il ne fait aucun doute que la transparence et l'obligation de rendre compte constituent des éléments d'une importance absolument essentielle pour la politique monétaire. Ce point fait pratiquement l'unanimité parmi les participants au débat relatif à la politique de la BCE. L'obligation de rendre compte est le pendant nécessaire de l'indépendance de la banque centrale et joue un rôle décisif dans la légitimation démocratique de sa politique. Aussi bien l'indépendance de la banque centrale que l'obligation de rendre compte impliquent indubitablement la définition d'un objectif précis et d'une tâche explicite en matière de politique de la banque centrale. La banque centrale est indépendante en ce qui concerne la réalisation de la tâche qui lui a été attribuée et son obligation de rendre compte se rapporte à la réalisation de cette même tâche. La transparence des décisions de politique monétaire renforce la compréhension de cette dernière par le public, réduit les incertitudes et accroît ainsi son efficacité. Elle conditionne également l'efficacité de l'évaluation et du contrôle de la politique de la banque centrale. De bons comptes rendus et une forte transparence rendent la politique monétaire crédible. Ils incitent vigoureusement la banque centrale à faire tout ce qui est en son pouvoir pour axer sa politique sur les objectifs qui lui ont été imposés et pour réaliser ces objectifs dans toute la mesure du possible. Si tel est le cas des banques centrales en général, cela vaut tout particulièrement pour une nouvelle monnaie et une nouvelle banque centrale, qui ne reposent encore sur aucune tradition et ne bénéficient donc d'aucune crédibilité basée sur celle-ci.

Mais que signifient concrètement «transparence» et «dispositions à rendre compte»? L'interprétation de ces éléments et de leurs implications en matière d'institution et de moyens d'action est actuellement l'objet de discussions parfois assez vives. De divers côtés, la BCE se voit reprocher en termes relativement violents un manque de transpa-

9 EMU-Monitor: Press Statement No. 2 and 3, Center for European Integration Studies, 17 December and 2 June 1999.

rence et de disposition à rendre compte. Les participants à ces discussions se distinguent toutefois les uns des autres par le sens qu'ils donnent à leur critique. Nombreux sont ceux qui font preuve de sectarisme et qui parfois s'orientent trop fortement sur différents modèles nationaux de banque centrale. En revanche, certaines réflexions mériteraient d'être considérées davantage.

Dans quelle mesure les critiques de la BCE peuvent-ils lui reprocher un manque de transparence et de disposition à rendre compte? Quelles sont les conséquences qui en découlent et comment convient-il de les évaluer? C'est à ces questions que je me propose de répondre dans le présent chapitre.

Fondements de la critique

Les membres du groupe de l'EMU-Monitor déjà mentionné précédemment sont ceux qui vont le moins loin dans leur critique. Dans leur troisième déclaration de juin 1999, ils reprochent certes à la BCE un manque crucial de transparence mais se réfèrent au premier chef d'une part aux déclarations parfois contradictoires de divers représentants de la BCE quant au rôle du taux de change dans la politique monétaire européenne et d'autre part à la justification de l'abaissement des taux d'avril 1999, peu convaincante à leur avis. La critique se concentre en premier lieu sur les carences de la politique de communication sans pour autant placer cette dernière dans une relation de cause à effet avec l'action de politique monétaire de la BCE, cette action recueillant bien au contraire l'approbation quasi générale du groupe. Aux yeux de ce dernier, le principe de la transparence exige pour l'essentiel une politique monétaire cohérente à long terme, mise en œuvre sur une base claire et compréhensible pour le public et compatible avec la mission confiée à la banque centrale. Une telle exigence implique pour une grande part un cadre d'argumentation cohérent pour l'analyse et la communication de la politique monétaire. Le groupe souligne à juste titre que cette position de base est plus importante que des mesures spécifiques comme la publication des procès-verbaux des séances. Une politique monétaire clairement formulée et facile à communiquer ainsi que l'apparition fréquente de représentants de la BCE en public constituent aux yeux du groupe un outil efficace pour la réalisation de cette tâche. Le groupe reste en revanche sceptique vis-à-vis d'exigences telles que celles se rapportant à la publication des procès-verbaux des séances, des comportements individuels de vote des membres du conseil de la BCE et des prévi-

sions d'inflation. Il semble donc approuver pour l'essentiel les moyens d'action et les mesures institutionnelles choisis par la BCE mais critique néanmoins la mise en œuvre des tâches imparties, du moins celle se rapportant à la communication pendant les six premiers mois de la BCE, et ne considère pas la politique monétaire de celle-ci comme convaincante sur tous les plans. De fait, ce reproche ne me paraît pas complètement injustifié. Dans le même temps, il convient cependant d'ajouter qu'aucune banque centrale au monde n'est – et ne sera jamais – entièrement à l'abri de ce type d'erreur.

Svensson est celui qui va le plus loin dans sa critique. De fait, il est le seul à mettre en relation le manque de transparence et de comptes rendus avec sa condamnation de la «stratégie monétaire des deux piliers» choisie par la BCE et qu'il considère comme une politique monétaire inefficace en comparaison avec un objectif direct d'inflation. Une stratégie «obscur» et inefficace entraînerait obligatoirement l'opacité de la politique monétaire et constituerait une entrave à des comptes rendus efficaces. Comme il a déjà été exposé dans le chapitre 2, Svensson présente l'objectif de prévision de l'inflation proposé par lui comme une procédure optimale de la politique monétaire et considère la stratégie de la BCE comme inefficace. Il lui reproche en effet d'accorder une importance primordiale à une variable qui n'a selon lui aucune signification pour la politique monétaire, à savoir la masse monétaire M_3 , en en faisant l'un des deux piliers de sa politique monétaire et de ne pas vouloir utiliser le pilier de prévision de l'inflation, que Svensson considère pourtant comme essentiel, qu'à un niveau interne et non dans le cadre de sa communication avec l'extérieur. Toutefois, en interprétant avec suffisamment de souplesse les objectifs de masse monétaire et les valeurs de référence de cette dernière, il serait également possible de procéder à la formulation et à la présentation d'une politique monétaire efficace en passant par la masse monétaire. Une telle démarche serait néanmoins inutilement complexe et fatalement obscure et inefficace sur le plan de la communication.

J'ai déjà expliqué dans le chapitre 2 pourquoi je tiens cette approche comme étant trop étriquée – car portée par une confiance quasi aveugle dans un modèle économique particulier – et pourquoi je la considère comme indéfendable d'un point de vue général. Par ailleurs, Svensson s'oriente – tout comme Buiter, dont je vais examiner maintenant la critique – très fortement sur les moyens d'action de politique monétaire récemment retenus comme

modèle par le gouvernement britannique pour la Banque d'Angleterre et également utilisés sous une forme similaire par la Sveriges Riksbank, la banque centrale suédoise. Il reprend les exigences formulées dans le cadre de ce modèle au sujet de la publication des procès-verbaux des séances du comité directeur de la banque centrale, des votes individuels des membres de ce comité et enfin des prévisions de l'inflation sur lesquelles reposent les décisions de ce dernier. Il emprunte à Tabellini (1998) l'exigence d'un contrôle renforcé de la BCE par le Parlement européen.

Un autre critique de la BCE depuis fort longtemps est Willem H. Buiter (1999) qui, en tant que membre du Monetary Policy Committee de la Banque d'Angleterre, souhaiterait voir pour l'essentiel une BCE calquée exactement sur le modèle de la Banque d'Angleterre. À part le fait qu'il ne met pas sa critique en liaison directe avec la stratégie de politique monétaire de la BCE, Buiter argumente exactement comme Svensson et préconise les mêmes mesures et procédures institutionnelles calquées sur celles de la Banque d'Angleterre; mesures et procédures qu'il convient selon lui de mettre en œuvre de toute urgence si l'on ne veut pas mettre en péril l'Union monétaire et l'euro.

Dans ce qui suit, je me propose d'aborder une à une les principales critiques et propositions de modification des moyens d'action énoncées et d'exposer ma position par rapport à chacune d'elles.

L'objectif d'inflation de la BCE est-il assez clairement défini?

L'indépendance de la banque centrale ainsi que l'efficacité des comptes rendus et du contrôle des performances monétaires impliquent que la banque centrale se fixe un objectif précis pour sa politique. Cet objectif a déjà été imposé en termes formels par le statut de la BCE tel qu'il est défini dans le traité de Maastricht. De fait, l'objectif prioritaire qui a été retenu consiste à garantir la stabilité des prix dans la zone euro. Mais qu'entend-on concrètement par «stabilité des prix»? La BCE a d'abord défini cet objectif comme une «hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation dans la zone euro inférieure à deux pour cent par rapport à l'année précédente» tout en précisant que sa réalisation devait être envisagée à moyen terme. Une telle précision montre bien qu'un pilotage précis de l'inflation est impossible à court terme et que, par conséquent, l'institut d'émission doit accepter jusqu'à un certain degré – compte tenu également de sa tâche subsidiaire consistant à soute-

nir la politique économique générale – la fluctuation du taux d'inflation autour de l'objectif fixé. En ne fixant pas l'objectif symétriquement aux alentours de zéro, la définition prend en compte le fait que, en raison des améliorations de la qualité des biens et à des distorsions statistiques, le taux d'inflation mesuré dépasse toujours quelque peu la valeur «réelle» du renchérissement.

L'expression «inférieure à 2%» ayant donné à certains observateurs l'impression que la BCE ne considérerait aucune valeur plancher dans la formulation de son objectif, même si une telle interprétation est visiblement incompatible avec la tâche fixée par le traité de Maastricht et donc de toute évidence inconcevable, le BCE a précisé ultérieurement qu'il convenait de l'interpréter comme étant «supérieure à 0 et en deçà de 2%». Néanmoins, même si cette précision a suffi à élucider, pour la plupart des observateurs, la question de la mise en œuvre adéquate de l'objectif fixé, certains critiques la considèrent encore comme déficiente. Ainsi, Buiter lui reproche de ne pas spécifier explicitement si l'objectif visé est «symétrique» ou «asymétrique», de ne pas déterminer la position exacte de l'objectif «central» visé (exactement au milieu de cette marge de fluctuation ou à une autre position) ou encore de ne pas mentionner s'il s'agit tout simplement d'une «zone d'inactivité» à l'intérieur de laquelle la BCE ne voit aucune raison de réagir. Il se demande en outre si un indice des prix différent de celui choisi par la BCE ne serait pas plus approprié. Des objections similaires sont également formulées par Bofinger (1999).

Cette critique est à mes yeux assez mesquine et difficilement compréhensible. En effet, si la politique monétaire européenne ne donne lieu à aucune incertitude substantielle à part celle de la position exacte visée par la BCE dans une fourchette entre 0 et 2% et celle de la conception symétrique ou asymétrique de cette marge de fluctuation, nous aurons toutes les raisons d'être satisfaits. D'ailleurs, toute banque centrale dispose d'une telle latitude dans ses formulations. De même, les problèmes relatifs au choix de l'indice des prix se posent pour chaque formulation d'objectif et pour chaque stratégie et ne sont donc pas spécifiques à la BCE.

La critique de Buitier laisse constamment transparaître un plaidoyer en faveur d'un système monétaire calqué sur le modèle de la Grande-Bretagne, système dans lequel la Banque d'Angleterre ne dispose que d'une indépendance au niveau de la mise en œuvre et où l'objectif d'inflation lui est imposé par le gouvernement, à savoir actuellement un objectif symétrique de 2,5%. (L'indépendance au niveau de la mise en œuvre est encore limitée par une clause en vertu de laquelle le gouvernement peut l'abroger dans des «conditions économiques extrêmes»). Buitier omet cependant de considérer qu'un tel objectif pouvant être modifié chaque année par les autorités politiques dans un sens très difficile à prévoir par les opérateurs du marché, sa précision et son degré de contrainte sont donc, à long et à moyen terme, nettement en deçà de ceux d'un objectif de «stabilité des prix» imposé par la constitution ou par un traité international. Pour cette raison, un tel système est à mon sens nettement inférieur en ce qui concerne la clarté et le caractère obligatoire de l'objectif formulé.

La BCE devrait-elle publier les procès-verbaux de ses séances?

La question de savoir si – et sous quelle forme – la BCE devrait publier les procès-verbaux des séances de son Conseil fait actuellement l'objet d'intenses discussions. Je trouve de telles discussions surprenantes, car elles reposent presque exclusivement sur des querelles de mots. Notamment divers partisans d'un l'objectif direct d'inflation comme Svensson, Buitier et d'autres revendiquent avec force la publication de ces documents (avec un certain décalage). Ici également, la Banque d'Angleterre mais aussi d'autres institutions importantes qui satisfont sous une forme ou sous une autre à cette exigence, tels le Système fédéral de réserve des États-Unis ou la Banque du Japon, sont considérées comme les modèles à suivre. La BCE, quant à elle, refuse de se plier à cette exigence.

En règle générale, c'est une publication des procès-verbaux sans citation des prises de position qui est préconisée, afin de tenir compte de l'argument selon lequel les délibérations perdraient sinon tout leur sens, les véritables débats ayant alors lieu dans d'autres cadres et les séances officielles ne devenant plus que de simples plates-formes pour la lecture de déclarations «préfabriquées» à l'adresse du public. Les procès-verbaux publiés devraient être le reflet des principales réflexions et argumentations formulées et informer sur la façon dont les résolutions ont été prises (y compris sur le comportement de vote de chaque membre, point sur lequel nous reviendrons par la suite). Une publication sous cette forme n'entraverait en rien la liberté des débats lors des séances.

Il ne fait aucun doute que si une banque centrale souhaite satisfaire aux exigences de transparence et de responsabilité, elle doit pouvoir justifier ses décisions de politique monétaire de manière claire et transparente et être apte à les défendre vis-à-vis du public. Si elle désire rester efficace dans sa politique et dans la communication de cette dernière, elle doit en outre agir dans le cadre d'une stratégie conséquente et cohérente dans le temps. L'évaluation de la situation peut être marquée par des incertitudes et des points de vue divergents. En outre, les alternatives qui ont été l'objet de discussions peuvent être exposées, de même que les réflexions qui ont joué un rôle déterminant pour les résolutions finales. En cas de doutes substantiels, il ne convient en aucun cas de feindre une certitude absolue.

Toutefois, une telle exigence peut tout aussi bien être satisfaite dans des rapports mensuels et d'autres publications et déclarations que par la publication de procès-verbaux de séance. Issing (1999) relève à juste titre que «davantage de mots» ne signifie pas toujours «davantage d'informations» et que les conférences de presse mensuelles du président de la BCE qui suivent immédiatement les séances du Conseil de la BCE, en plus des rapports mensuels de la BCE et de leurs informations, livrent exactement ce que les critiques revendiquent sous le nom de «summary minutes». Selon lui, les arguments sur lesquels reposent les décisions de la BCE y sont présentés en détail et donc soumis au débat public.

Je partage cet avis. En principe, la forme sous laquelle ces informations sont livrées ne devrait jouer qu'un rôle secondaire. Du reste, il convient de considérer que les procès-verbaux officiels tels que ceux du Monetary Policy Committee de la Banque d'Angleterre sont édités une première fois et vérifiés par les

participants avant leur publication, et que ceux du Federal Open Market Committee des États-Unis ne sont que des résumés très généraux des discussions menées. Il ne saurait donc être question de véritables «procès-verbaux» et encore moins de reproduction textuelle. On pourrait même prétendre à juste titre qu'il s'agit presque d'un double jeu consistant à brouiller les pistes en qualifiant de tels documents de procès-verbaux («minutes») pour mieux simuler une transparence qui n'est pas vraiment réelle.

Sur ce point, je perçois la position de Buiter comme très intégriste et marquée par une forte tendance à ne considérer comme juste que sa propre variante institutionnelle (ici la solution britannique) - en n'hésitant pas, à l'occasion, à présenter cette pratique, qui n'a en fin de compte qu'un ou deux ans et n'a donc pas encore eu l'occasion de faire ses preuves, comme reposant sur une longue et solide tradition. La confusion entraînée par le dernier relèvement des taux de la Banque d'Angleterre en septembre 1999 prouve d'ailleurs clairement que le modèle de communication britannique n'accomplit pas non plus les miracles que Buiter lui attribue. La politique de communication du Système fédéral de réserve des États-Unis, l'un des instituts d'émission les plus riches en traditions et, ces derniers temps, également l'une des plus performants, montre également à intervalles réguliers à quel point il est difficile de satisfaire dans la pratique aux exigences d'une politique monétaire transparente et à quel point quelques mots de trop peuvent parfois perturber les esprits au lieu de les éclairer.

Publication des votes des membres du Conseil de la BCE?

L'exigence traitée au point précédent est étroitement liée à celle de publier les votes individuels des membres du Conseil à la suite des résolutions de ce dernier. Ces deux propositions sont généralement formulées d'un seul souffle. Ici aussi, la Banque d'Angleterre, le Système de réserve et récemment la Banque du Japon se voient attribuer un rôle de modèle.

Bien entendu, les motifs se situent cette fois-ci à un niveau légèrement différent. Les principales revendications visent ici à la responsabilité individuelle des membres du Conseil, par opposition à la philosophie de la responsabilité collective préférée par la BCE (Issing 1999). Conformément à une telle philosophie, le Conseil, qui prend ses décisions en tant qu'institution collégiale, est également responsable en tant que tel vis-à-vis du public, ce qui est

incompatible avec l'idée d'une responsabilité individuelle de ses membres. D'une façon ou d'une autre, les responsabilités individuelles ne peuvent être manifestes dans un comité collectif poursuivant un objectif unitaire.

Le principal argument invoqué par les partisans d'une responsabilité individuelle des membres du Conseil est une motivation accrue de ces derniers pour prendre les décisions qui s'imposent et donc l'optimisation des décisions collectives. Un tel argument est certes valable en soi, mais je suis d'accord avec Issing (1999) lorsqu'il déclare que la publication des votes individuels ne peut vraiment remplir cette fonction que lorsqu'elle révèle pour chaque argument l'identité de son auteur et le détail de son raisonnement, c'est-à-dire lorsque les procès-verbaux sont publiés en mentionnant le nom de chaque intervenant. Selon Issing, il est impossible, dans le cas contraire, d'interpréter et d'évaluer correctement les comportements de vote. Et comme même les plus fervents partisans de la publication des minutes sont opposés à ce que soit nommés les intervenants (et pour de bonnes raisons), la revendication perd tout fondement.

Toutefois, le principe de collégialité pourrait également avoir l'avantage de garantir une plus grande résistance contre les risques de comportements populistes, consistant à éviter la prise de décisions impopulaires. Ces risques pourraient revêtir une importance toute particulière notamment dans le cadre de l'Union monétaire européenne - encore fortement marquée par l'appartenance aux états et aux traditions nationales. En fin de compte, ce qui apparaît comme primordial pour la politique monétaire, c'est la bonne compréhension des réflexions et des décisions sur lesquelles elle se base et non pas la divulgation de noms et de comportements lors des votes.

Publication des prévisions d'inflation?

L'un des reproches les plus souvent adressés à la BCE est qu'elle ne publie ses «perspectives d'inflation» que de manière très générale et peu précise et surtout qu'elle ne communique pas explicitement ses prévisions d'inflation internes ni les fondements et la méthodologie sur lesquelles celles-ci s'appuient. L'évaluation des perspectives d'inflation constituant cependant un pilier de sa stratégie, la BCE devrait également être en accord avec ses principes et veiller sur ce point à une plus ample ouverture de sa politique d'information, ce qui devrait notamment impliquer la publication de ses prévisions d'inflation. Ce n'est qu'à cette condition que les observateurs de la politique de la BCE pourraient être en mesure d'évaluer si les performances de cette politique sont simplement le résultat d'un coup de chance ou de malchance ou d'une bonne ou mauvaise politique (Buiter). Conformément à ses prémisses d'objectif de prévision de l'inflation, Svensson est lui aussi particulièrement strict dans cette exigence. Sur ce point, il constate à juste titre qu'il s'agit ici en premier lieu de prévisions d'inflation conditionnelles, c'est-à-dire de prévisions basées sur la détermination d'une certaine évolution du taux d'intérêt et donc sur une certaine ligne de politique monétaire. Selon lui, ce sont notamment les prévisions d'inflation supposant un taux d'intérêt inchangé par rapport à la période actuelle («unchanged-interest-rate forecasts») qui sont décisives lorsqu'il s'agit de déterminer si la banque centrale devrait procéder ou non à une modification des taux: selon ce point de vue, un changement de cap de la politique monétaire s'impose à chaque fois que les prévisions d'inflation ainsi établies s'écartent de l'objectif d'inflation fixé. Svensson souligne que de telles prévisions sont essentielles non seulement pour les résolutions internes de la BCE, mais également pour sa communication avec l'extérieur et la compréhension de sa politique par le public. Une fois de plus, il renvoie à l'exemple des banques centrales qui s'orientent sur le modèle d'un objectif direct d'inflation dans la pratique de leur politique monétaire.

La BCE rejette de telles requêtes en arguant que la publication de prévisions d'inflation n'améliorerait ni la transparence, ni la clarté de sa politique: en effet, celle-ci n'est pas basée sur un objectif direct d'inflation et ne poursuit pas d'«objectif d'inflation opérationnel» plus ou moins comparable à l'objectif d'inflation de la Banque d'Angleterre, mais repose sur sa propre «stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité». A ses yeux, les prévisions d'inflation ont

certes un rôle à jouer dans cette stratégie mais uniquement en tant que contribution à l'évaluation des perspectives d'inflation, c'est-à-dire de l'un des deux piliers de sa stratégie. Or, la publication de prévisions d'inflation spécifiques pourrait suggérer qu'une influence extrême leur est attribuée et donc entraîner une certaine confusion concernant la stratégie effectivement poursuivie (Issing 1999).

Sur ce point, je suis d'accord pour l'essentiel avec ceux qui critiquent la BCE, les arguments de la banque ne me convainquant pas vraiment. Bien entendu, la politique monétaire d'une banque centrale – même d'une banque centrale poursuivant explicitement un objectif d'inflation – ne peut reposer sur une seule et unique prévision d'inflation dérivée d'un modèle statistique et économique privilégié. En raison de l'incertitude dans laquelle nous sommes au sujet de la structure des relations statistiques à considérer, une telle démarche serait beaucoup trop risquée. Toutefois, rien ne semble s'opposer à la publication de prévisions d'inflation, c'est-à-dire d'éléments qui contribuent à l'évaluation générale des perspectives d'inflation. C'est justement en exposant les fondements de ces prévisions et les hypothèses sur lesquelles elles reposent que l'on pourra expliquer et souligner le rôle limité de chacune d'elles dans l'ensemble de l'évaluation et de la stratégie. Il convient de procéder ici de la même façon que pour la croissance de M_3 et sa valeur de référence, celle-ci étant au fond considérée elle aussi comme une simple prévision d'inflation axée sur le moyen terme. Cela n'implique pas pour autant que l'on doive obligatoirement condenser toutes les informations significatives en une seule valeur (prévision) et n'exclut pas que l'on accorde une importance primordiale (selon moi à juste titre) en premier lieu aux prévisions à long et à moyen terme. Du reste, lorsque les prévisions d'inflation ont un très haut degré d'incertitude, il convient d'en tenir compte tout comme des chiffres relatifs à la croissance de M_3 , c'est-à-dire de la manière la moins mécanique possible. En ce sens, je pense que la BCE peut et doit publier ses prévisions d'inflation et faire part des fondements sur lesquels elles reposent. Pourvue des explications nécessaires au sujet de l'utilisation et du rôle de ces prévisions dans la stratégie de politique monétaire, une telle démarche serait tout à fait apte à contribuer à la transparence et à la compréhension de cette politique.

Certes, Issing (1999) n'a pas tout à fait tort lorsqu'il reproche aux critiques de la BCE de considérer la publication des prévisions d'inflation comme un

critère trop exclusif du principe de transparence et de responsabilité. Cependant, il exagère en estimant que les publications sont obligatoirement néfastes et en présentant les choses comme s'il était pratiquement impossible d'atteindre le degré de relativisation et de qualification nécessaire à l'interprétation adéquate d'une prévision d'inflation, entièrement à l'inverse du problème tout à fait comparable de la valeur de référence de la croissance de M_3 . Tout aussi exagérée est sa crainte que les prévisions d'inflation basées sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt inchangé pourraient engendrer une certaine confusion, émettre des signaux erronés et saper la crédibilité de la politique monétaire parce qu'elles peuvent s'écarter – de par leur nature – de l'objectif d'inflation visé. Je ne comprends pas pourquoi l'argumentation suivante devrait spécialement entraîner la confusion: «Pour un taux d'intérêt inchangé, le taux d'inflation devrait s'inscrire à $x\%$. Cette valeur étant supérieure (inférieure) à notre objectif d'inflation de $y\%$, nous nous voyons dans l'obligation de resserrer (relâcher) les rênes de la politique monétaire». Ce type d'argumentation est exactement celui auquel nous devons recourir pour formuler une stratégie de la masse monétaire. Répétons le, nous utilisons pour une stratégie de masse monétaire la croissance de cette dernière en tant que simple prévision d'inflation axée sur le moyen terme.

Si je peux faire preuve d'une certaine compréhension à l'égard du peu d'empressement de la BCE à publier des prévisions d'inflation, c'est tout au plus parce que dans l'environnement monétaire de l'UEM nouvellement créé et éventuellement encore quelque peu instable, les prévisions d'inflation sont naturellement très difficiles à établir et caractérisées par un très haut degré d'incertitude. Mais un tel argument s'applique aussi à la détermination d'une valeur de référence adéquate pour la croissance de M_3 et, avec les modifications et les transpositions qui s'imposent, mutatis mutandis, pour toute autre stratégie possible et imaginable de la BCE.

Les dispositions destinées à permettre à la BCE de rendre compte sont-elles insuffisantes?

Divers critiques considèrent une plus forte participation du Parlement européen à la détermination et au contrôle de la politique monétaire européenne comme souhaitable. Un tel souhait se base sur la nécessité d'une plus forte responsabilité de la BCE vis-à-vis des institutions légitimées démocratiquement et, partant, vis-à-vis de la société européenne.

Tabellini (1998) a formulé différentes propositions tendant à imposer à la BCE, via le Parlement européen, une stratégie de politique monétaire axée sur un objectif direct d'inflation, c'est-à-dire à retirer des mains de la BCE les décisions portant sur la stratégie à suivre en matière de politique monétaire pour la confier aux politiciens. Par ce moyen, il désire pour l'essentiel conférer à la politique monétaire européenne un cadre institutionnel correspondant à celui de la Banque d'Angleterre. Ces propositions sont également appuyées par Buiter et par Svensson. A ce propos, Buiter pense à la création d'une commission composée par exemple de membres du Parlement européen et de la Cour de justice européenne, qui pourraient faire des recommandations à caractère obligatoire déterminant les mesures de politique monétaire à mettre en œuvre par la BCE. Pour ma part, je pense que la création d'une telle commission abrogerait un facteur primordial de l'indépendance attribuée à la BCE dans les statuts de cette dernière et serait incompatible avec l'esprit du traité de Maastricht, et cela même si Tabellini cherche à éluder ce problème d'un point de vue formel en envisageant d'imposer sa proposition par voie institutionnelle, via une convention entre le SEBC et le Parlement européen (mais néanmoins «at the initiative and insistence of the European Parliament»).

Cette proposition minerait à mon avis le traité de Maastricht et ferait de l'indépendance de la BCE une véritable farce. Certes, je partage en général l'opinion selon laquelle le Parlement européen devrait s'affirmer et être renforcé dans son rôle. Toutefois, la politique monétaire me semble être – indépendamment de l'attribution des compétences fixée dans le traité de Maastricht – l'un des secteurs les plus inadéquats qui soient pour la réalisation d'un tel dessein. Un Parlement européen sans véritables compétences, exception faite de la politique monétaire, n'est pas à mon avis souhaitable.

5 Que peuvent nous enseigner les discussions en cours sur les procédures de politique monétaire de la BCE?

La quasi totalité des points soulevés lors des discussions en cours sur l'action de politique monétaire de la BCE revêtent une signification générale et présentent un grand intérêt non seulement pour la BCE, mais pour la politique menée par les banques centrales dans leur ensemble. Dans le cas de la Suisse, nombre de ces questions ont une importance essentielle dans le contexte de la révision actuelle des dispositions constitutionnelles relatives à la monnaie et de la loi sur la Banque nationale. Dans le présent chapitre, je me propose de résumer les conclusions que je crois pouvoir tirer de ces discussions pour la politique monétaire en général et donc également pour la politique monétaire suisse.

– Les discussions montrent tout d'abord que non seulement chez les représentants de la BCE mais également parmi ses critiques dans le camp des partisans d'un objectif direct d'inflation, pratiquement tous s'accordent à penser que la politique monétaire doit donner priorité à un objectif de stabilité des prix ou à un objectif d'inflation – celui-ci devant être, pour la quasi majorité des participants aux discussions, compatible au moins approximativement avec la stabilité des prix – et que, par ailleurs, un rôle subsidiaire peut être attribué à la stabilisation de l'économie réelle (limitation des fluctuations de la production et de l'emploi). La différence essentielle entre ces deux niveaux d'objectifs est clairement formulée par Svensson: alors que la banque centrale détermine par sa politique aussi bien la tendance de l'inflation, c'est-à-dire la valeur moyenne du taux d'inflation à long terme, que les fluctuations du taux d'inflation autour de cette valeur moyenne, elle n'est pas en mesure d'influer sur l'évolution tendancielle de la production et de l'emploi. Celle-ci est définie par l'économie réelle, la politique monétaire contribuant uniquement à déterminer les fluctuations de ces variables autour de leur position tendancielle. Cela montre bien que le niveau des prix est l'unique valeur sur laquelle la politique monétaire – et seulement elle – peut influencer à long terme, alors qu'elle est en mesure d'agir à court terme également sur la pro-

duction et l'emploi. De là résulte la hiérarchie évoquée précédemment au sujet des tâches attribuées à la politique monétaire: la stabilité des prix en tant que tâche prioritaire et la stabilisation de l'économie réelle en tant qu'objectif supplémentaire subsidiaire. J'ai pu constater dans l'ensemble de la littérature relative à cette question qu'un très large consensus régnait à l'heure actuelle sur ce sujet.

– La controverse qui oppose les partisans d'un l'objectif direct d'inflation, d'un objectif de masse monétaire et de la stratégie mixte de la BCE me semble prendre des proportions excessives à plusieurs égards. Je ne veux pas dire pour autant que les résultats sont toujours les mêmes, quelle que soit la stratégie menée, le présent rapport montrant d'ailleurs clairement que j'ai mes préférences. Il est vrai néanmoins que les différences entre toutes ces stratégies – dans la mesure où celles-ci sont mises en œuvre intelligemment et avec la souplesse nécessaire et qu'elles prennent suffisamment en compte l'environnement dans lequel elles opèrent – ne sont pas aussi importantes qu'il peut y paraître de prime abord dans les discussions de principe menées au niveau théorique. Les particularités intellectuelles et les prétentions à l'originalité jouent dans ces polémiques un rôle qu'il convient de ne pas négliger.

Personnellement, j'estime que les points essentiels qui détermineront finalement le succès ou l'échec de la mise en œuvre de la politique monétaire sont liés aux questions suivantes:

– la politique monétaire de la banque centrale prend-elle vraiment au sérieux l'objectif de stabilité des prix ? (contrairement aux années 60 et 70, c'est aujourd'hui heureusement le cas de pratiquement toutes les banques centrales importantes)

– la banque centrale s'appuie-t-elle dans sa politique sur une stratégie claire et cohérente dans le temps, c'est-à-dire sur un modèle de pensée pour ses travaux d'analyse et sa communication?

– Je ne partage pas l'idée selon laquelle la masse monétaire constitue une variable dénuée de toute signification et qu'elle ne devrait donc jouer aucun rôle dans la formulation et la communication de la politique monétaire, que son utilisation constitue en outre une entrave à la transparence de la politique monétaire et devrait par conséquent être condamnée. Une telle idée me semble souffrir fortement d'une dépendance par rapport à un modèle particulier et n'est donc pas convaincante d'un point de vue général. A mon avis, les arguments qui persistent à accorder un rôle important à la masse monétaire sont jusqu'ici de loin les plus convaincants.

– Les prévisions d’inflation peuvent contribuer de manière importante à la formulation et à la communication de la politique monétaire. Cela n’est aucunement en contradiction avec l’utilisation, pour la croissance de la masse monétaire, d’une valeur de référence comme celle qu’utilise la BCE et qui sert en définitive elle aussi à une prévision de l’inflation axée sur le moyen terme. Dans ce contexte, il convient naturellement de spécifier le rôle des prévisions d’inflation et de l’expliquer au public avec autant de soin que celui de la masse monétaire et de sa valeur de référence. Toutefois, il serait selon moi naïf de croire que le recours à l’objectif de prévision de l’inflation résout de manière automatique tous les problèmes de la politique monétaire. Un objectif de prévision de l’inflation est en effet tout aussi délicat et difficile à mettre en œuvre que les autres stratégies de politique monétaire.

– La transparence et la responsabilité de la politique monétaire constituent des éléments essentiels du succès. La quasi totalité des participants aux discussions sont d’accord sur ce point. Jusqu’à présent toutefois, je n’ai toujours pas pu me convaincre que la publication des procès-verbaux de séances et des votes individuels des membres des organes de décision de la banque centrale était importante à cet égard. A mon sens, il s’agit là de discussions détournées de leur sens premier et empreintes d’un certain manichéisme.

– Ce qui apparaît essentiel, c’est que la politique monétaire et ses décisions soient clairement exposées et étayées, et ce sous quelque forme que ce soit. C’est finalement ni plus ni moins le succès de la politique monétaire, mesuré par rapport aux objectifs fixés, qui est décisif, et donc le choix d’un processus de décision qui ne conduise pas à des erreurs systématiques. Il est clair cependant qu’aucune banque centrale et aucun processus de mise en œuvre ne passeront l’épreuve du temps sans aucune erreur.

– Je suis convaincu qu’il faut préférer une description suffisamment précise des tâches de la banque centrale dans la constitution ou un traité international et associée à la garantie de l’indépendance de l’institut d’émission dans la poursuite de ces tâches, à l’imposition chaque année par le gouvernement d’un objectif (par exemple un objectif d’inflation), qui sera moins précis et moins «transparent» pour le public. Le modèle britannique, qui répartit de cette façon les compétences de la politique monétaire, ne me semble pas constituer une amélioration par rapport au modèle de l’UEM ancré dans le traité de Maastricht, bien au contraire. Ce qu’il ne faudrait en aucun cas accepter serait une réglementation qui non seulement donnerait au Parlement un rôle dans l’obligation de rendre compte assumée par la banque centrale (ce qui est justifié), mais conférerait au législatif un droit de codécision dans le choix des processus de politique monétaire (ce qui minerait entièrement le principe d’indépendance de la banque centrale et entraînerait une politisation de la politique monétaire).

6 Autres problèmes de l'UEM et du SEBC

Les procédures de politique monétaire choisies par la BCE sont l'objet de discussions intenses et parfois de vives critiques. Il convient toutefois de se demander si c'est vraiment là que résident les dangers réels courus par l'UEM et l'euro, comme ces discussions le suggèrent parfois. Je ne le pense pas. Evidemment, il est certain que de nombreuses améliorations restent encore à réaliser au niveau des processus de politique monétaire. Sans aucun doute, la mise en œuvre de la politique monétaire dans la phase initiale – par nature très incertaine – d'une union monétaire de cette ampleur constitue une tâche extrêmement complexe qui revêt un caractère de défi. Je pense cependant que la BCE est bien armée pour s'acquitter d'une telle tâche et que les processus de politique monétaire qu'elle a choisis constituent une base acceptable qui lui permettront d'en venir à bout. Je crois en revanche que les véritables risques qu'encourt l'UEM, susceptibles dans le pire des cas de menacer son succès ou même sa survie, résident toujours là où moi-même et de nombreux observateurs les avons perçus dès le départ, à savoir dans le rapport entre le progrès de l'intégration monétaire et celui de l'intégration économique en général et surtout de l'intégration politique.¹⁰ De fait, il s'agit ici essentiellement de risques politiques. La mesure dans laquelle la communauté des pays participants est apte à maîtriser ces risques ne sera visible qu'à moyen et à long terme et ne peut être évaluée aujourd'hui que de manière très limitée.

Je me propose dans le présent chapitre d'évoquer brièvement certains autres aspects qui ont été l'objet de commentaires critiques dans le cadre des discussions relatives à l'UEM et à la BCE. Ces aspects concernent moins les processus de politique monétaire choisis par la BCE elle-même que les structures institutionnelles et constitutionnelles imposées par le traité de Maastricht. Ils se caractérisent donc dans une très large mesure par leur composante politique. On considérera les points suivants:

- la répartition des compétences dans la politique des changes;
- le degré de centralisation du SEBC;
- les tâches de «prêteur de dernier recours» au sein de l'Union monétaire;
- le rapport entre l'intégration monétaire et politique en général.

¹⁰ Cf. notamment Baltensperger et Jordan (1993), Baltensperger (1995, 1996).

La répartition des compétences dans la politique des changes

Comme on le sait, l'article 109 du traité de Maastricht donne au Conseil des ministres de l'UE les compétences qui lui permettent d'influer sur la politique des changes. Concrètement, l'alinéa 1 de l'article 109 confère au Conseil des ministres le droit de conclure des conventions formelles relatives à un système de taux de change pour l'euro (à l'unanimité) et de procéder à des modifications de la parité centrale dans un tel système (à la majorité qualifiée). De telles décisions doivent être précédées d'une consultation avec la BCE «in an endeavour to reach a consensus consistent with the objective of price stability». Si aucun système de taux de change n'a été institué (c'est-à-dire en cas de taux de change flottant), l'alinéa 2 de l'article 109 confère au Conseil des ministres le droit de fixer, à la majorité qualifiée et après consultation de la BCE, des lignes générales de conduite («general orientations») pour la politique de change vis-à-vis des autres monnaies. Il est certes bien spécifié que ces lignes de conduite ne doivent en aucun cas menacer l'objectif prioritaire de la stabilité des prix («these general orientations shall be without prejudice to the primary objective of the ESCB to maintain price stability») mais, par ailleurs, il n'est pas précisé qui décide si et à partir de quand une telle menace existe réellement.

On sait également que la politique monétaire et la politique des changes reflètent deux aspects des mêmes décisions. Dans un système de libre échange des capitaux, ces deux politiques sont indissociables l'une de l'autre: la politique monétaire détermine toujours la politique de change et vice versa. Or, en attribuant les compétences monétaires à la BCE et en confiant partiellement les rênes de la politique de change au Conseil des ministres de l'UE, le traité de Maastricht présente une incohérence patente. En laissant le champ libre à une action directe du secteur politique sur la politique monétaire de la BCE et en créant une zone de tensions potentielles entre ce secteur et la BCE, une telle situation constitue une menace incontestable tout du moins pour ce qui concerne la crédibilité de l'indépendance de la BCE en matière de politique monétaire.

Divers observateurs ont aussitôt attiré l'attention sur cette déficience du traité de Maastricht.¹¹ Incontestablement, une modification de ces dispositions et une répartition cohérente des compétences en matière de politique monétaire serait souhaitable et salubre pour la crédibilité de la BCE et de sa politique. Elle s'avère cependant difficilement réalisable en raison de la modification du traité de Maastricht qu'elle implique. Cette déficience s'étend du reste aux dispositions constitutionnelles de nombreux pays, notamment de la Suisse.

Dans les pays reconnaissant clairement la compétence de la banque centrale en matière de politique monétaire et dans lesquels la priorité accordée à la stabilité des prix fait l'objet d'un large consensus populaire, une telle situation n'est normalement génératrice d'aucun conflit réel. Dans une union monétaire constituée d'un grand nombre d'États souverains parfois très différents politiquement et économiquement, une telle situation reste cependant une source de tension non dénuée de risques potentiels. Sur ce point, il suffit par exemple de penser aux propos tenus par l'ancien ministre français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, M. Strauss-Kahn, ou encore par l'ancien ministre des Finances allemand, M. Lafontaine, pendant la phase de lancement de l'UEM au début de 1999.

Le degré de centralisation du SEBC

Le degré excessif de décentralisation au sein du SEBC, de même que l'insuffisance de l'influence exercée par l'organisme central, c'est-à-dire la BCE, ont déjà été critiqués à maintes reprises, le système attribuant en effet aux six membres du Directoire de la BCE ainsi qu'aux onze gouverneurs des banques centrales nationales des pays participant à l'UEM un siège au sein de son organe de décision en matière de politique monétaire, le Conseil de la BCE. Selon ces critiques, une telle décentralisation constitue une menace pour l'efficacité et le succès de la politique monétaire. Des comparaisons sont établies avec la période initiale du Système fédéral de réserve fédérale des États-Unis. Ainsi, Eichengreen (1992) souligne que la politique monétaire de cette institution a souffert, pendant sa phase initiale (1913-33) marquée par une structure décentralisée similaire, d'une trop grande orientation sur les exigences régionales, ce qui a conduit en 1933 à une correction et à un renforcement de l'influence du siège central. Depuis, sept représentants du Board of Governors et cinq des douze gouverneurs des Federal Reserve Banks régionales siègent au sein de son organe de décision, le FOMC, ce qui garantit au siège central une nette suprématie.

Il est néanmoins impossible de savoir avec certitude si les problèmes auxquels la politique monétaire américaine était à l'époque confrontée doivent vraiment être attribués à cette structure ou s'ils découlaient d'autres facteurs (crise économique mondiale, compréhension généralement limitée par rapport à aujourd'hui de la théorie et de la pratique des mécanismes de politique monétaire).

Il est néanmoins vrai que l'arrangement institutionnel européen actuel – qui était sans aucun doute politiquement inévitable pour la création de l'UEM et qui, pour cette raison, ne pourra sans doute pas être modifié à brève échéance – présente le risque de voir les perspectives nationales de la politique monétaire jouer un rôle excessif lors des délibérations et éventuellement lors des résolutions. Ce risque devrait surtout devenir manifeste chaque fois que l'intégration politique et l'intégration monétaire entreront en conflit.

¹¹ Cf. notamment Baltensperger et Jordan (1993), p. 74.

«Prêteur de dernier recours» au sein de l'Union monétaire

Un certain lien peut également être établi entre la structure décentralisée du SEBC et le rôle fréquemment évoqué de «prêteur de dernier recours» dans une union monétaire composée de plusieurs Etats souverains. Le rôle du SEBC dans les «prêts de dernier recours» n'est pas mentionné dans le traité de Maastricht, ce qui est critiqué par divers observateurs. Actuellement, le rôle de «prêteur de dernier recours» devrait être assuré au niveau national par les banques centrales, ce qui pousse Buiter à exiger (1999) le transfert explicite à la BCE des responsabilités relatives à la stabilité du marché financier dans la zone euro pour l'ensemble du système en évoquant explicitement le rôle de «prêteur de dernier recours». Il constate certes que le traité de Maastricht n'évoque pas la prise en charge de cette tâche par la BCE mais qu'il ne l'exclut pas non plus, ce qui l'amène à réclamer les éclaircissements qui s'imposent.

Derrière de telles revendications se profile la crainte de voir la zone euro trop vulnérable face aux crises financières, la BCE n'ayant toujours pas défini explicitement le rôle qu'elle entend jouer à ce propos et la mise en œuvre des décisions en période de crise menaçant d'être trop molle et trop lente en raison du grand nombre de banques centrales concernées.

Il ne fait aucun doute que la BCE, en tant que banque centrale compétente, doit veiller à ce qu'aucune crise de liquidités ne touche la zone monétaire qu'elle contrôle et à ce que toute menace soit écrasée dans l'œuf. Cela implique bien entendu que la BCE et le SEBC soient conscients de leurs responsabilités et prévoient plusieurs scénarii dans ce sens. Je ne vois cependant pas pourquoi le SEBC ne serait pas apte à s'acquitter d'une telle tâche dans sa structure actuelle. A ce propos également, il convient de considérer qu'en cas de «prêts de dernier recours», l'annonce trop explicite et trop généreuse de mesures d'aide en situation de crise n'est pas sans danger. En effet, le cas échéant, elle augmente elle-même les risques inhérents au système contribuant ainsi à la vulnérabilité du secteur financier face aux crises (moral hazard). Pour cette raison, le SEBC devrait certes se préparer comme il se doit à cette tâche mais éviter à l'inverse tout dispositif de défense trop institutionnalisé et annoncé à grand bruit. Une séparation entre le niveau national de surveillance et de contrôle d'une part et la politique monétaire commune à l'échelle européenne – y compris les «prêts de dernier recours» – d'autre part, pourrait s'avérer bénéfique afin d'éviter le problème de «moral hazard».

Le principal risque de l'UEM: l'intégration monétaire dans le cadre de l'hétérogénéité politique et de la souveraineté des Etats

Les risques réels que courent l'UEM et la politique monétaire de la BCE découlent du fait que l'intégration politique est en Europe à la traîne par rapport à l'intégration monétaire. L'instauration d'une politique monétaire commune au sein d'un système caractérisé par de multiples centres de décision politiques constitue de fait une entreprise particulièrement osée. L'UEM est composée de onze Etats souverains (et peut-être plus dans les années à venir) qui ont décidé de transférer au niveau communautaire leur souveraineté nationale dans un des secteurs clés de la politique économique, à savoir la politique monétaire. Sont-ils vraiment prêts à s'y tenir à long terme et à accepter toutes les conséquences économiques et politiques qui en découlent? Telle est la question essentielle qui sera finalement déterminante pour le succès et la survie de l'UEM. En effet, le succès et la viabilité d'une union monétaire impliquent certaines conditions.

L'adaptation ne pouvant être effectuée par le biais du taux de change, l'Union monétaire nécessite d'autres formes de flexibilité pour maîtriser ses déséquilibres économiques internes. Dans le cas idéal, cela implique un marché du travail souple et une main d'œuvre mobile, conditions qui sont jusqu'à présent trop rarement réalisées en Europe et qui doivent donc être fortement développées. Il convient notamment d'empêcher qu'au lieu de cela, une pression ne se manifeste en faveur d'une plus grande répartition et davantage de transferts à l'intérieur de l'Union ou encore d'une politique sociale et d'une politique de l'emploi à l'échelon européen. De même, l'ancrage de la stabilité de la monnaie et de la politique financière doit encore être renforcé durablement dans tous les Etats participants. Une politique monétaire axée sur la stabilité implique une politique budgétaire solide et conçue sur le long terme. Si celle-ci n'est pas assurée, les appels revendiquant une plus grande répartition et davantage de transferts à l'intérieur de l'UEM se feront rapidement entendre et la BCE devra faire face à une pression croissante réclamant une politique monétaire plus expansive.

Les divergences entre les théories de politique économique et les situations économiques et politiques initiales des États membres sont telles, notamment en ce qui concerne le chômage ou le degré d'endettement, qu'elles peuvent facilement donner lieu à des tensions et à des épreuves de force. C'est exactement dans un tel contexte que les risques décrits précédemment pourraient se manifester. En ce sens, l'homogénéité insuffisante des pays participants constitue vraisemblablement le plus grand risque de l'Union monétaire. Pour cette raison, la capacité de la politique à tirer les leçons des expériences passées et l'aptitude des institutions économiques à s'ouvrir aux réformes sont absolument décisives pour le succès et la survie de l'UEM. Aujourd'hui, nous ne pouvons qu'espérer que ces deux conditions soient réalisées de manière suffisante.

A cet égard, l'élargissement à l'est de l'Union européenne devrait également avoir des retombées importantes. Ce dernier est en effet impensable et pratiquement irréalisable sans la réadaptation des structures internes de l'Union. Cette réadaptation impliquera à son tour, de manière quasi inévitable, une modification des structures de l'Union monétaire et du SEBC, ce qui ne sera pas forcément fait pour faciliter la conduite d'une politique monétaire européenne commune en raison de l'hétérogénéité probable des pays participants. Cette évolution politiquement vraisemblable présente pour l'Union monétaire et pour l'euro – quel que soit le soin que la direction de la BCE apporte à l'accomplissement de sa tâche et le succès qu'elle remporte dans la réalisation de ses objectifs – un risque considérable sur lequel elle n'a pratiquement aucune prise et qui pourrait jeter une ombre sur l'euro pendant longtemps.

Bibliographie

Baltensperger, E., «Die Einführung der einheitlichen europäischen Währung», In: Hummel R. (ed.) *Ein Markt – eine Währung*, Signum Verlag, Wien, 21–27, 1995.

Baltensperger, E., «Die Europäische Währungsunion und ihre Bedeutung aus der Perspektive der Schweiz», *Aussenwirtschaft*, Heft II, 197–221, 1996.

Baltensperger, E. und Jordan, Th., *Die Schweiz und die Bestrebungen zur Bildung einer Europäischen Währungsunion*, Berner Beiträge zur Nationalökonomie, Band 65, Verlag Paul Haupt, Bern, 1993.

Bernanke, B., Laubach, Th., Mishkin, F., Posen, A., «Inflation Targeting», Princeton University Press, 1999.

Blinder, A., «Central Banking in Theory and Practice», MIT Press, Cambridge and London, 1998.

Bofinger, P., «Die Geldpolitik der EZB: Anspruch und Wirklichkeit», EWU-Monitor, Deutsche Bank Research, Nr. 76, 1999.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates», *Journal of Political Economy* 76 (1), 1–37, 1968.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «The Nature of the Policy Problem». In: Brunner K. (eds.), *Targets and Indicators of Monetary Policy*, San Francisco, 1969.

Buiter, W.H., «Alice in Euroland», CEPR Policy Paper No. 1, 1999.

Debelle, G., Masson, P., Savastano, M., Sharma, S., «Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy», *Economic Issues* 15, International Monetary Fund, 1998.

Eichengreen, B., «Designing a Central Bank for Europe: A Cautionary Tale from the Early Years of the Federal Reserve System». In: Canzoneri, M.; Grilli, V.; Masson, P. (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.*. Cambridge University Press, 1992.

EMU-Monitor, Press Statements No. 1, July 9, 1988, No. 2, December 17, 1998, No. 3, June 2, 1999, Center for European Integration Studies, University of Bonn.

Banque centrale européenne, divers bulletins mensuels.

Institut monétaire européen, «La politique monétaire unique en phase III. Documentation générale sur les instruments et procédure de la politique monétaire du SEBC», septembre 1998.

Friedman, B.M., «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics* 1(4), 443–73, 1975.

Friedman, M., «A Program for Monetary Stability», Fordham University Press, New York, 1959.

Friedman, M., «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review* 58 (1), 1–17, 1968.

Issing, O., «The Eurosystem: Transparent and Accountable», CEPR Policy Paper No. 2, 1999.

Jordan, Th., «Inflationsprognosen mit VAR-Systemen», Schweizerische Nationalbank, 1999.

Niehans, J., «Theory of Money», Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1978.

Poole, W.M., «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macromodel», *Quarterly Journal of Economics* 84 (2), 197–216, 1970.

Svensson, L., «Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets», *European Economic Review* 41, 1111–1146, 1997.

Svensson L. «Inflation Targets as a Monetary Policy Rule», CEPR Discussion Paper Series, No. 1998, 1998.

Svensson, L., «Monetary Policy Issues for the Eurosystem», CEPR Discussion Paper Series, No. 2197, 1999.

Tabellini, G., «Inflation Targeting and the Accountability of the European Central Bank», statement prepared for a hearing organized by the Subcommittee on Monetary Affairs, European Parliament, January 6, 1998.

Tobin, J., «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory», *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1), 15–29, 1969.