
**LES BANQUES CENTRALES
ET
L'APPROCHE CONTRACTUELLE
DE L'INDÉPENDANCE:**

**LES ENSEIGNEMENTS
DU CAS
NÉO-ZÉLANDAIS**

Thèse

présentée
à la Faculté des sciences économiques et sociales
de l'Université de Fribourg (Suisse)
par

Pietro Nosetti

pour l'obtention du grade de docteur ès sciences économiques et sociales.

Acceptée par la Faculté des sciences économiques et sociales
le 8 avril 2003 sur proposition de

Monsieur le Professeur J.-J. Friboulet, prof. ord., (premier rapporteur)
et de
Monsieur le Professeur G. Gaudard, prof. ord., (deuxième rapporteur).

La Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse) n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions émises dans cette thèse: elles doivent être considérées comme propres à l'auteur (Décision du Conseil de Faculté du 23 janvier 1990).

Ai miei nonni, Rita e Giuseppe.

REMERCIEMENTS

Cette thèse est le résultat d'un travail auquel plusieurs personnes ont directement ou indirectement contribué. En premier lieu, je veux remercier le Professeur Jean-Jacques Friboulet, directeur de thèse, sans lequel ce travail n'aurait pas eu lieu. Sa lucidité et son esprit de synthèse ont largement contribué à améliorer le contenu de cette thèse. Mes remerciements vont également au Professeur Gaston Gaudard pour avoir accepté le rôle de deuxième rapporteur et au Professeur Bruno Jeitziner qui a accepté de faire partie du jury de thèse.

Un remerciement particulier va à Rachel Guillain qui a eu la lourde tâche de corriger mes nombreuses fautes de français.

Ensuite, je ne peux pas oublier les différents et précieux soutiens de mes collègues Sophia Dini, Valérie Liechti et Nicole Papaux: *grazie mille*.

D'autres remerciements vont au système bibliothécaire tessinois et en particulier aux collaboratrices et collaborateurs de la Biblioteca Cantonale di Locarno qui ont su, avec compétence et engagement, obtenir des documents parfois difficiles d'accès.

Une grande reconnaissance s'adresse également à mes amis tessinois par leur soutien chaleureux.

Enfin, le dernier remerciement va à mes parents qui m'ont donné la possibilité de faire des études supérieurs.

Je reste néanmoins le responsable unique des idées défendues dans cette thèse, ainsi que des nombreuses imperfections qui demeurent.

Pietro Nosetti
avril 2003

TABLE DES MATIÈRES

Remerciements	V
Liste des figures et des tableaux	XIV
Liste des graphiques	XV
Introduction	3
Première partie: Indépendance, biais inflationniste et crédibilité	7
Chapitre I - Biais inflationniste	9
Chapitre II - Théorie de l'indépendance entre conservatisme et contrat	39
Deuxième partie: L'indépendance contractuelle en Nouvelle-Zélande	83
Chapitre III - Cadre légal et institutionnel: raisons et principes	85
Chapitre IV - Évaluation de l'indépendance de la Reserve Bank of New Zealand	105
Troisième partie: Indépendance contractuelle et libéralisation financière	165
Chapitre V - La libéralisation financière	168
Chapitre VI - Le système de paiements et la banque centrale	177
Chapitre VII - L'indépendance contractuelle: légitimation, modalité et limites	207
Conclusion	227
Sources statistiques	233
Actes législatifs et autres documents	234
Bibliographie	235

Première partie

Indépendance, biais inflationniste et crédibilité

7

Chapitre I Biais inflationniste

9

1. Le cadre monétaire	9
1.1 <i>La relation monnaie-inflation</i>	9
1.1.1 <i>La théorie quantitative</i>	9
1.1.2 <i>Implications</i>	10
1.2 <i>La relation inflation-chômage</i>	11
1.2.1 <i>La courbe de Phillips</i>	11
1.2.2 <i>Les anticipations rationnelles et la formule de Lucas</i>	13
1.3 <i>La politique monétaire et la stabilité des prix</i>	15
1.3.1 <i>L'inefficacité monétaire</i>	15
1.3.2 <i>Les coûts de l'inflation</i>	16
2. La politique discrétionnaire, le biais inflationniste et la crédibilité	20
2.1 <i>Le gouvernement entre les pressions économiques et politiques</i>	20
2.1.1 <i>Le gouvernement bienveillant et les pressions économiques</i>	20
2.1.2 <i>Le gouvernement, les intérêts particuliers et les pressions politiques</i>	22
2.2 <i>Le biais inflationniste et la crédibilité</i>	24
2.2.1 <i>Le modèle de base de l'incohérence temporelle</i>	24
2.2.2 <i>Les autres voies au biais inflationniste</i>	30
2.3 <i>Considérations finales</i>	36

Chapitre II Théorie de l'indépendance entre conservatisme et contrat

39

1. Les solutions au biais inflationniste	40
1.1 <i>La règle monétaire</i>	40
1.1.1 <i>La règle monétariste</i>	40
1.1.2 <i>La solution au biais inflationniste</i>	41
1.1.3 <i>Commentaire</i>	43
1.2 <i>La réputation</i>	45
1.2.1 <i>La solution au biais inflationniste: jeu répété, horizon temporel fini et infini</i>	46
1.2.2 <i>La solution au biais inflationniste: information imparfaite et préférences monétaires méconnues</i>	48
1.2.3 <i>Commentaire</i>	50
1.3 <i>Le conservatisme</i>	51
1.3.1 <i>La notion de conservatisme</i>	51
1.3.2 <i>La solution au biais inflationniste</i>	52
1.3.3 <i>Commentaire</i>	53
1.4 <i>Le contrat</i>	54
1.4.1 <i>La solution au biais inflationniste</i>	54
1.4.2 <i>Les interprétations du transfert et le contenu du contrat</i>	56
1.4.3 <i>Commentaire</i>	57

2. La définition, le rôle et les formes de l'indépendance	59
2.1 <i>La définition de l'indépendance</i>	59
2.1.1 <i>L'indépendance légale et l'indépendance réelle</i>	59
2.1.2 <i>L'indépendance des objectifs et l'indépendance instrumentale</i>	60
2.2 <i>Le rôle de l'indépendance</i>	61
2.2.1 <i>L'indépendance, la stabilité des prix et la crédibilité</i>	61
2.2.2 <i>L'indépendance et les performances économiques: les théories et les évidences empiriques</i>	63
2.3 <i>Les formes de l'indépendance</i>	69
2.3.1 <i>L'indépendance entre la règle et la réputation</i>	69
2.3.2 <i>L'indépendance entre le conservatisme et le contrat</i>	71
2.4 <i>Les critiques à l'indépendance</i>	73
2.4.1 <i>L'ambiguïté et la transparence</i>	73
2.4.2 <i>Les autres analyses empiriques</i>	74
2.4.3 <i>Les critiques à la logique interne au modèle du biais inflationniste</i>	76
3. Conclusion: l'indépendance et la responsabilité	80

Deuxième partie

L'indépendance contractuelle en Nouvelle-Zélande 83

Chapitre III Cadre légal et institutionnel: raisons et principes 85

1. Situation monétaire d'avant 1990	86
1.1 <i>Dégradation monétaire depuis les années 60</i>	86
1.1.1 <i>Niveau de l'inflation</i>	86
1.1.2 <i>Variabilité de l'inflation</i>	88
1.1.3 <i>Situation externe et crise monétaire de 1984</i>	88
1.2 <i>Les réformes monétaires et financières pendant la période 1984-89</i>	90
1.2.1 <i>Raisons de la dégradation</i>	90
1.2.2 <i>Contenu des réformes</i>	91
1.2.3 <i>Évolution monétaire pendant 1984-89: les premiers résultats</i>	92
2. Le Reserve Bank of New Zealand Act de 1989	94
2.1 <i>Objectifs et origines théoriques du RBNZ Act</i>	94
2.2 <i>Contenu du RBNZ Act</i>	95
2.2.1 <i>Objectif monétaire</i>	95
2.2.2 <i>Instruments et responsabilité</i>	98
2.2.3 <i>Politique de change, financement public et supervision financière</i>	100
2.2.4 <i>Organisation de la RBNZ</i>	101

Chapitre IV Évaluation de l'indépendance de la Reserve Bank of New Zealand 105

1. L'évaluation d'efficacité: l'indépendance, la crédibilité et l'inflation	106
1.1 <i>L'indépendance légale et réelle de la RBNZ</i>	106
1.1.1 <i>Est-ce que l'indépendance est conforme à la théorie du biais inflationniste?</i>	106
1.1.2 <i>Est-ce que l'indépendance de la RBNZ est réelle</i>	108
1.2 <i>Les résultats en termes d'inflation</i>	110
1.2.1 <i>L'évolution de l'inflation depuis 1990</i>	111
1.2.2 <i>Les résultats sur la période 1990-2001</i>	113
1.3 <i>Les anticipations individuelles et la politique monétaire</i>	116
1.3.1 <i>La crédibilité et les anticipations</i>	117
1.3.2 <i>La politique monétaire</i>	124
1.4 <i>Considérations finales</i>	129
2. L'évaluation d'efficience: la politique budgétaire, la croissance et l'emploi	130
2.1 <i>Le rapport avec la politique budgétaire</i>	130
2.1.1 <i>L'évolution budgétaire</i>	130
2.1.2 <i>Les effets de la politique budgétaire sur l'objectif monétaire</i>	132
2.1.3 <i>Les effets de la politique monétaire sur l'objectif budgétaire</i>	134
2.1.4 <i>L'indépendance monétaire et la coordination de la politique économique</i>	135

2.2 <i>Les résultats en termes de croissance économique</i>	136
2.2.1 <i>Croissance et emploi</i>	136
2.2.2 <i>Le rôle des anticipations et des rigidités</i>	139
2.2.3 <i>Les conséquences de la politique monétaire</i>	142
2.3 <i>Considérations finales</i>	148
3. Conclusion	150
3.1 <i>La dimension temporelle de la crédibilité</i>	150
3.1.1 <i>Indépendance, crédibilité et réputation</i>	150
3.1.2 <i>Crédibilité, réputation et inflation</i>	153
3.1.3 <i>Inflation entre objectifs et instruments monétaires</i>	154
3.2 <i>Indépendance entre politique budgétaire et effets réels</i>	158
3.2.1 <i>Coûts du processus de stabilisation des prix et responsabilité</i>	158
3.2.2 <i>Rapport avec la politique budgétaire et coordination des politiques économiques</i>	160
3.2.3 <i>Indépendance et caractéristiques de la politique monétaire</i>	162

Troisième partie	
Indépendance contractuelle et libéralisation financière	165
Chapitre V La libéralisation financière	168
1. La suppression des contrôles étatiques	169
1.1 <i>La libre détermination des taux d'intérêt</i>	169
1.2 <i>L'abolition des contrôles du crédit</i>	170
1.3 <i>La libre circulation des capitaux</i>	170
1.4 <i>Le régime de changes flexibles</i>	171
2. L'intermédiation de marché	172
2.1 <i>L'intermédiation financière: de la banque au marché</i>	172
2.2 <i>La libéralisation du secteur bancaire</i>	173
2.3 <i>Le développement des marchés de capitaux</i>	174
Chapitre VI Le système de paiements et la banque centrale	177
1. Le système de paiements hiérarchisé	180
1.1 <i>Les fonctions de la monnaie et l'émission d'un paiement</i>	180
1.1.1 <i>Définition fonctionnelle de la monnaie</i>	180
1.1.2 <i>L'émission d'une unité de paiement</i>	181
1.2 <i>Le rôle de la banque centrale et de sa monnaie</i>	184
1.2.1 <i>La banque des banques</i>	184
1.2.2 <i>La monnaie centrale et les monnaies secondaires</i>	185
1.3 <i>Le pouvoir libératoire de la monnaie</i>	187
1.3.1 <i>Définition et éléments</i>	187
1.3.2 <i>Confiance, crédibilité et cadre institutionnel</i>	189
2. La banque centrale, une autorité de régulation monétaire	191
2.1 <i>La fonction microéconomique</i>	192
2.1.1 <i>Stabilité, sécurité et efficience du système de paiements</i>	192
2.1.2 <i>Les mesures préventives et le prêt en dernier ressort</i>	195
2.2 <i>La fonction macroéconomique</i>	197
2.2.1 <i>Les instruments monétaires de marché</i>	197
2.2.2 <i>Renouvellement du cadre théorique</i>	201
2.3 <i>Considérations finales</i>	203

Chapitre VII	L'indépendance contractuelle: légitimation, modalité et limites	207
1. L'indépendance fonctionnelle:		
la banque centrale face au gouvernement		209
1.1 <i>L'indépendance, comme remède aux conflits de rôle</i>		209
1.1.1 <i>Conflit entre le rôle d'émetteur ultime et celui de payeur</i>		209
1.1.2 <i>Conflit entre régulateur et acteur financier</i>		210
1.2 <i>L'indépendance, facteur de continuité</i>		211
1.2.1 <i>Pour une continuité de la politique monétaire et de son objectif</i>		211
1.2.2 <i>Pour une continuité opérationnelle</i>		213
1.3 <i>Considérations finales: l'activité de régulation, la libéralisation financière et l'indépendance</i>		214
2. L'indépendance contractuelle: la banque centrale au sein de l'État		216
2.1 <i>L'indépendance contractuelle</i>		216
2.1.1 <i>Autonomie et entente</i>		216
2.1.2 <i>Loi et contrat</i>		218
2.2 <i>L'État et la multiplication des autorités indépendantes</i>		220
2.2.1 <i>La multiplication des autorités indépendantes</i>		220
2.2.2 <i>Remodelage de l'État par les autorités indépendantes</i>		224
2.3 <i>Considérations finales:</i>		
<i>la banque centrale et les autorités indépendantes</i>		226
Conclusion		227
Sources statistiques		233
Actes législatifs et autres documents		234
Bibliographie		235

LISTE DES FIGURES ET DES TABLEAUX

Figure 1-1	La Courbe de Phillips augmentée des anticipations	12
Figure 1-2	La politique discrétionnaire entre optimalité et incohérence temporelle	28
Figure 3-1	Échange de biens sans utilisation d'une monnaie	182
Figure 3-2	L'intermédiation monétaire d'une banque	183
Figure 3-3	Mécanisme de transmission d'une modification du taux d'intérêt	201
 Tableau 1-1	 Relations statistiques entre indépendance de la banque centrale et autres variables, liste non exhaustive	 66-67
Tableau 2-1	Prix à la consommation, 1960-84	88
Tableau 2-2	Comparaison internationale de l'inflation, 1960-89	88
Tableau 2-3	Déficit de la balance des paiements et de la dette publique externe, 1960-84	89
Tableau 2-4	Comparaison internationale de l'inflation, 1987-89	93
Tableau 2-5	Les <i>Policy Target Agreements</i> et les élections	109
Tableau 2-6	Comparaison internationale de l'inflation, 1963-2001	115
Tableau 2-7	Variabilité de l'inflation, comparaison internationale, 1980-2001	116
Tableau 2-8	Charges d'intérêt de la dette publique, 1991-2000	135
Tableau 2-9	Ratio de sacrifice en Nouvelle-Zélande	139
Tableau 2-10	Ampleur, durée et vitesse des désinflations, 1985-1999	141
Tableau 3-1	L'indépendance des principales banques centrales: un survol historique	166
Tableau 3-2	Actifs monétaires et moyens de paiement des agents non-bancaires, 1999	186
Tableau 3-3	Moyens de paiement du secteur bancaire, 1999	186
Tableau 3-4	Instruments et objectifs de la politique monétaire	198
Tableau 3-5	Les instruments des banques centrales: vers une politique du taux d'intérêt	200
Tableau 3-6	Autorités indépendantes: l'exemple de la Suisse	221
Tableau 3-7	Entités potentiellement indépendantes: l'exemple de la Suisse	222
Tableau 3-8	Autorités de surveillance indépendantes en Suisse: encadrement législatif	223
Tableau 3-9	Collaborations et ententes entre autorités de surveillance en Suisse	224

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 2-1	Prix à la consommation, 1920-2000	87
Graphique 2-2	Prix à la consommation, 1980-89	93
Graphique 2-3	Évolution du taux d'inflation, 1984-2002	111
Graphique 2-4	Évolution du taux d'inflation et objectifs PTA, 1990-2002	112
Graphique 2-5	Comparaison internationale de l'inflation, 1980-2001	114
Graphique 2-6	Comparaison de l'inflation avec l'Australie, 1980-2001	115
Graphique 2-7	Anticipations inflationnistes, 1987-2002	118
Graphique 2-8	Anticipations inflationnistes à trois et à sept trimestres, 1988-2002	118
Graphique 2-9	Taux d'intérêt à long terme, comparaison internationale, 1981-2001	121
Graphique 2-10	Taux d'intérêt à long terme et inflation, 1985-2000	121
Graphique 2-11	Variation des salaires et des prix, 1984-2001	123
Graphique 2-12	Taux de croissance de la masse monétaire et du crédit, 1988-2002	126
Graphique 2-13	Taux d'intérêt à court et à long terme, 1985-2002	128
Graphique 2-14	Taux de change et indicateur des conditions monétaires, 1985-2002	128
Graphique 2-15	Déficit public, 1970-2002	131
Graphique 2-16	Dettes publiques, 1970-2002	131
Graphique 2-17	Avances au gouvernement et titres d'État auprès de la RBNZ, 1989-2001	133
Graphique 2-18	Taux de croissance et taux de chômage, 1980-2001	137
Graphique 2-19	Taux d'intérêt, investissements et crédits, 1985-2001	142
Graphique 2-20	Exportations et importations par groupe de produits, 2001	145
Graphique 2-21	Exportations et importations, 1984-2002	145
Graphique 2-22	Exportations par groupe de produits, 1990-2002	146
Graphique 2-23	Balance des transactions courantes, 1972-2000	146
Graphique 3-1	Croissance effective et objectif de l'agrégat monétaire	199

“Tout le pouvoir d’un gouvernement n’étant établi que pour le bien e la société, comme il ne saurait, par cette raison, être arbitraire et être exercé suivant le bon plaisir, aussi doit-il être exercé suivant les lois établies et connues; en sorte que le peuple puisse connaître son devoir, et être en sûreté à l’ombre de ces lois; et qu’en même temps les gouverneurs se tiennent dans de justes bornes, et ne soient point tentés d’employer le pouvoir qu’ils ont entre les mains, pour suivre leurs passions et leurs intérêts, pour faire des choses inconnues et désavantageuses à la société politique, et qu’elle n’aurait garde d’approuver.”

Locke, J., Traité du gouvernement civil, ch. XI, 1690

INTRODUCTION

Les années 90 ont été marquées par une évolution relativement généralisée vers l'adoption d'une banque centrale indépendante. La particularité de cette évolution n'est pas tellement dans l'indépendance elle-même mais plutôt dans l'ampleur de sa diffusion. En effet, au XIX^e siècle et tout le long du XX^e siècle, on rencontre des banques centrales indépendantes. Cependant, on constate aussi, notamment au XX^e siècle, des situations de dépendance qui ont parfois suivi les mouvements de nationalisation de la banque centrale. Au contraire, à partir des années 90, l'indépendance devient le cas le plus courant. Dans nombreux pays, on assiste à une réforme du statut de la banque centrale qui vise à la rendre plus indépendante du gouvernement: Nouvelle-Zélande (1990), France (1994), Italie (1993), Angleterre (1998). Avec la création de la Banque Centrale Européenne (1999), les pays participants à l'euro ont dû adapter le statut des banques centrales nationales à l'indépendance de la BCE. La nécessité de rendre les banques centrales nationales indépendantes s'est alors imposée. Après la chute du mur de Berlin, la même évolution vers l'indépendance de la banque centrale s'affirme dans les pays de l'Est: Pologne (1990), Hongrie (1991), République tchèque (1993) et Russie (1993). Enfin, le Japon (1996) ainsi que des pays émergents ou en voie de développement ont suivi le même mouvement au moins au niveau légal, sur le conseil parfois du Fonds Monétaire International (Chili, 1989; Mexique, 1994; Corée du Sud, 1998).

Cette évolution peut s'expliquer par différents éléments. Le contexte monétaire international (fin du système de Bretton Woods et difficultés du Système Monétaire Européen) ainsi que les défauts des règles monétaires d'inspiration monétariste (*monetary targeting*) ont poussé à identifier de nouvelles solutions pour assurer la stabilité monétaire. Le succès par des banques centrales qui sont indépendantes depuis plusieurs décennies (Allemagne et Suisse) dans la lutte contre l'inflation a constitué un précédent intéressant qu'il fallait approfondir. Ensuite, le développement théorique des années 80 a donné une justification scientifique à l'indépendance par sa formalisation. Cette théorie a été influencée par une méfiance vis-à-vis des politiciens, ce qui a renforcé l'idée de séparer la banque centrale du gouvernement pour assurer une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix.

L'objectif de la thèse consiste à reconsidérer l'indépendance des banques centrales à deux niveaux. Premièrement, il s'agit d'analyser sa légitimation. Autrement dit, notre objectif est de déterminer les raisons qui justifient qu'une banque centrale soit indépendante du gouvernement. Deuxièmement, l'indépendance peut prendre différentes modalités. Cela est vrai au niveau empirique (l'indépendance de la Banque Centrale Européenne est différente de celle de la Bank of England) mais également au niveau théorique (développement des notions de conservatisme et de contrat). De ce point de vue, il nous apparaît intéressant d'analyser l'approche contractuelle. La raison de ce choix est principalement le fait que l'indépendance contractuelle permet d'assurer l'autonomie de la banque centrale tout en dépassant le principe d'isolement. Ce principe identifie l'indépendance à l'absence de toute interférence avec d'autres fonctions comme par exemple le Trésor public. Une telle interprétation peut conduire à une vision restrictive de la responsabilité monétaire et de la coordination avec ces autres fonctions. Au contraire, le fait d'admettre que l'indépendance peut se conjuguer à une interaction de la banque centrale avec d'autres fonctions (internes ou externes au gouvernement) devrait permettre d'aborder plus ouvertement ces arguments.

Dans le but d'analyser la légitimation de l'indépendance, la démarche suivante est adoptée. D'abord, la justification qui est donnée par la théorie du biais inflationniste est prise en compte. Celle-ci est fondée sur l'idée que l'indépendance permet à la banque centrale d'acquérir de la crédibilité. Les agents économiques n'anticipent ainsi pas un reniement de l'objectif monétaire déclaré. La crédibilité apportée par l'indépendance de la banque centrale permet en conséquence de réduire le biais inflationniste. Selon cette théorie, l'indépendance se justifie par la stabilité des prix qu'elle permet de réaliser sans coût majeur en termes de croissance économique ou d'emploi. Ensuite, on évalue cet argument dans le cas spécifique de la Nouvelle-Zélande. Cette problématique s'articule autour des questions suivantes. Est-ce

que l'indépendance de la banque centrale néo-zélandaise a permis de résoudre un biais inflationniste (évaluation d'efficacité)? Si oui, quel est le coût de cette indépendance (évaluation d'efficience)? Enfin, après avoir traité ces questions, des éléments non pris en compte dans la théorie du biais inflationniste seront retenus. Ces éléments sont au nombre de trois. Premièrement, on considère la libéralisation financière et la modalité d'intervention économique de l'État (facteur politique). Deuxièmement, la théorie du biais inflationniste ne considère que la fonction macroéconomique de la banque centrale. Il est alors nécessaire d'analyser l'indépendance avec le rôle que la banque centrale assume au sein du système de paiement (facteur monétaire). Troisièmement, on considère l'évolution récente de l'intervention étatique qui se caractérise par la multiplication des autorités indépendantes (facteur institutionnel). L'intention est celle de vérifier, avec ces éléments, la validité du principe de l'indépendance par rapport au gouvernement.

L'approfondissement de l'indépendance contractuelle consiste principalement à donner une définition de celle-ci. Si l'indépendance est généralement considérée dans le rapport *banque centrale - gouvernement*, il nous apparaît opportun d'également prendre en compte la relation *banque centrale - État*. Cette démarche institutionnelle vise à mettre en évidence les intérêts, les conditions et les limites de l'indépendance contractuelle.

Le choix du cas néo-zélandais se justifie par la possibilité d'évaluer la théorie du biais inflationniste tout en prenant en compte l'approche contractuelle. En effet, d'une part, l'indépendance de la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) a été inspirée par cette théorie. L'indépendance a été adoptée en 1990 pour faire face à une situation d'inflation relativement élevée. On dispose ainsi de l'expérience d'une banque centrale indépendante qui se déroule sur une décennie. D'autre part, ce cas suit l'approche contractuelle telle qu'elle est retenue par la théorie du biais inflationniste.

L'expérience néo-zélandaise met en lumière les intérêts mais également les limites de la théorie du biais inflationniste. L'évaluation d'efficacité réaffirme la relation entre l'indépendance et la stabilité des prix. Cependant, cette relation ne comporte pas une causalité mécanique telle qu'elle est soutenue par la théorie. D'ailleurs, l'évaluation d'efficacité montre que la solution au biais inflationniste n'a pas été réalisée sans conséquences majeurs sur la croissance et l'emploi. Ce résultat renforce la nécessité de prendre en compte un principe de responsabilité dans le domaine monétaire.

Cet affaiblissement de la théorie du biais inflationniste ne doit pas conduire à un rejet de l'indépendance. En effet, la prise en compte des trois facteurs (politique, monétaire et institutionnel) aboutit à un renforcement de l'indépendance. Ainsi, l'indépendance de la banque centrale peut se justifier avec des arguments qui dépassent ceux de la théorie du biais inflationniste. En particulier, la fonction de la banque centrale au centre du système de paiement nous apparaît comme un argument important en faveur de l'indépendance. La prise en compte de cette fonction nous permet également d'élargir la notion de stabilité monétaire. Celle-ci concerne l'ensemble des fonctions de la monnaie. La théorie du biais inflationniste réduit la stabilité monétaire à la stabilité des prix, c'est-à-dire qu'elle ne considère que la fonction de réserve de valeur. Cependant, la stabilité de la monnaie en tant qu'unité de compte et, surtout, en tant qu'unité de paiement est aussi importante que la stabilité des prix. Ces éléments contribuent au pouvoir libératoire de la monnaie. La nécessité d'un instrument monétaire dont le pouvoir libératoire soit assuré dans le temps est un élément majeur qui permet de justifier l'indépendance de la banque centrale.

La définition de l'indépendance contractuelle comporte la combinaison d'un principe d'autonomie avec un principe d'entente. Cette définition s'écarte de l'approche retenue par la théorie du biais inflationniste. Traditionnellement, on identifie l'approche du contrat avec l'indépendance instrumentale sans l'adoption d'une indépendance des objectifs. La distinction qu'on a introduit entre l'objectif monétaire fondamental et la définition opérationnelle de celui-ci permet de donner une définition de l'approche contractuelle plus précise. Cette définition permet d'éviter l'assimilation du contrat à un principe de délégation d'après lequel le choix de l'objectif reste entièrement auprès du gouvernement. En effet, cette situation ne constitue pas un véritable cas d'indépendance. Autrement dit, il n'y a pas d'autonomie sans un objectif propre d'une fonction, que l'autorité monétaire est censée poursuivre. L'inscription de la stabilité monétaire comme objectif fondamental de la banque centrale respecte cette nécessité. L'objectif n'est ainsi pas sous le contrôle direct et exclusif du gouvernement: la banque centrale est, en conséquence, autonome du gouvernement. Seulement après cette inscription, le principe de l'entente peut intervenir de telle sorte à permettre une définition opérationnelle de la stabilité monétaire qui résulte d'un accord entre la banque

centrale et le gouvernement. Il faut remarquer que la définition de l'indépendance contractuelle qu'on retient ne suit que partiellement le statut de la banque centrale néo-zélandaise.

L'intérêt de cette approche consiste à garder une dimension politique au niveau de la responsabilité monétaire. En outre, elle permet d'assurer une cohérence de la politique économique par la coordination avec la politique budgétaire. Autrement dit, l'indépendance contractuelle permet de sauvegarder les intérêts de l'autonomie sans devoir supporter les inconvénients majeurs d'un principe d'isolement. Le principe de l'entente ne se limite d'ailleurs pas à la relation avec le gouvernement mais il doit s'élargir aux autres autorités publiques ou privées.

L'approche contractuelle met en évidence l'importance du cadre institutionnel. Celui-ci permet, d'une part, l'attribution de la fonction et de l'objectif fondamental à la banque centrale. D'autre part, il gère les rapports d'entente en définissant la modalité et les conditions. Autrement dit, le cadre institutionnel est nécessaire pour définir et pour délimiter l'indépendance de la banque centrale. Il constitue ainsi un élément important de la crédibilité de la banque centrale: un cadre institutionnel instable transmet son instabilité à la banque centrale, qui entraîne un affaiblissement dans la réalisation de ses fonctions. Cet argument s'écarte de l'idée soutenue par la théorie du biais inflationniste d'après laquelle l'indépendance à elle seule est la condition primaire de la crédibilité monétaire.

Si l'indépendance contractuelle de la banque centrale apparaît intéressante, la diffusion de ce principe à d'autres domaines peut comporter des inconvénients non indifférents. En particulier, la multiplication des autorités indépendantes pose, d'une part, la question de la coordination de l'ensemble de leurs fonctions. D'autre part, un problème d'efficacité peut aussi surgir en raison d'un doublage des activités.

La première partie du travail présente la théorie du biais inflationniste. On retient également les principaux travaux empiriques qui ont corroboré cette théorie. Il ne s'agit pas d'illustrer de manière détaillée l'ensemble de la littérature théorique et empirique sur le sujet car celle-ci est trop vaste. Au contraire, on cherche à mettre en évidence les principaux éléments qui sont caractéristiques de cette littérature.

La deuxième partie analyse l'expérience néo-zélandaise. L'évaluation d'efficacité vise à vérifier les prédictions théoriques, alors que l'évaluation d'efficacité veut comparer les coûts avec les bénéfices du résultat obtenu. La conclusion de cette partie cherche à préciser des aspects qui sont liés à la théorie du biais inflationniste et qui résultent de l'expérience néo-zélandaise. En particulier, les notions de crédibilité et de réputation mais également le lien causal entre l'indépendance et le biais inflationniste sont abordées.

La troisième partie est consacrée à la prise en compte des facteurs qui permettent d'approfondir la justification et la modalité de l'indépendance. Après une description de la libéralisation financière, on retient le rôle de la banque centrale au sein du système de paiement (fonction microéconomique). Avec ces éléments, on vérifie la validité de l'indépendance dans le rapport *banque centrale - gouvernement* (indépendance fonctionnelle). Ensuite, on retient le rapport *banque centrale - État* (indépendance contractuelle).

Ainsi, notre objectif est d'apporter des éléments utiles pour l'approfondissement de l'indépendance des banques centrales. La définition d'indépendance contractuelle, la prise en compte de la fonction microéconomique ainsi que la mise en évidence du rapport *banque centrale - État* sont probablement les apports plus intéressants. Cependant, des travaux supplémentaires sont nécessaires pour mieux analyser ces aspects, voire pour les mettre en question.

PREMIÈRE PARTIE

INDÉPENDANCE, BIAIS INFLATIONNISTE ET CRÉDIBILITÉ

“The intellectual case for central bank independence (CBI) rest on two pillars. One is theoretical and the other empirical. The theoretical argument is based on the view that policy-makers are subject to an inflationary bias. Monetary policy enables them quickly, but temporarily to achieve various real objectives such as high employment, financing of the budget deficit and low interest rates. In the process, high-powered money is increased fuelling inflation and inflationary expectations and creating an inflationary bias that persists long after the desirable effects of monetary expansion have disappeared. [...] The empirical case for CBI rest on the observation that there is, cross-sectionally, a negative correlation between various proxies for CBI and inflation.”

(Cukierman, 1994a - pp. 1437-1438)

“The theoretical case is rooted in the idea that money is neutral in the long run and that the long run becomes shorter when monetary policy is frequently misused to achieve real objectives. Here the long run refers to the time it takes for inflationary expectations to adjust and to get reflected in various nominal contracts in labor and financial markets.”

(Cukierman, 1996b - p. 5)

La justification de l'indépendance de la banque centrale est fondée sur deux éléments: (1) l'idée que les objectifs politiques ont une interférence négative dans la gestion de la politique monétaire, argument développé théoriquement qui passe par la notion d'incohérence temporelle et conduit au biais inflationniste, (2) la neutralité de la monnaie développée par l'économie politique anglaise du XVIII^e siècle, et reprise par les monétaristes et la nouvelle macro-économie classique sous la forme de la verticalité de la courbe de Phillips. Ces deux éléments sont interdépendants: la neutralité monétaire assure l'existence d'un objectif propre à la gestion monétaire (stabilité des prix), d'où la perturbation apportée par les hommes politiques pour lesquels cet objectif n'est pas nécessairement prioritaire. Le modèle de Kydland & Prescott (1977), affiné par Barro & Gordon (1983a, 1983b) démontre comment le jeu stratégique entre autorité monétaire et individus conduit à un taux d'inflation socialement trop élevé (biais inflationniste). Il est le point central permettant de justifier théoriquement l'indépendance.

La première partie est consacrée à cette théorie, dite de la crédibilité. Après la présentation du cadre monétaire et du mécanisme qui conduit au biais inflationniste (chapitre I), on considère les possibles solutions au biais inflationniste. On prendra en compte le rôle de l'indépendance de la banque centrale (chapitre II).

CHAPITRE I

BIAIS INFLATIONNISTE

1. Le cadre monétaire

La théorie du biais inflationniste¹ s'appuie sur le cadre monétaire qui provient du monétarisme par la médiation de la nouvelle macro-économie classique. Les éléments principaux sont (1) la relation entre monnaie et inflation décrite par la théorie quantitative de la monnaie, (2) la relation entre inflation et chômage illustrée par la courbe de Phillips verticale fondée sur les anticipations individuelles.

1.1. La relation monnaie-inflation

Les modèles du biais inflationniste admettent explicitement une relation entre la quantité monétaire et l'inflation; plus simplement, on admet que l'autorité monétaire contrôle directement le taux d'inflation.

1.1.1. La théorie quantitative

La théorie quantitative de la monnaie se résume par la formule d'Irving Fisher suivante:

$$(F - 1.1) \quad MV = PT$$

avec:

M = quantité de monnaie;

V = vitesse de circulation de la monnaie (nombre moyen de fois qu'une unité monétaire change de main à cause d'une transaction pendant une durée de temps déterminée), par définition elle correspond aux transactions effectuées étant donné la quantité de monnaie (PT/M);

P = niveau général des prix;

T = volume de transactions effectuées pendant une durée de temps déterminée.

La formule (F – 1.1) indique que le montant des dépenses (quantité de monnaie qui a changé de mains) correspond à la valeur monétaire des biens échangés. Exprimée ainsi, elle ne constitue pas une théorie, mais une tautologie: la monnaie offerte dans l'échange est nécessairement égale à la monnaie reçue. Pour obtenir une théorie, il faut une relation de causalité entre les variables. Cette relation se précise si on fixe T et V. La vitesse V est considérée stable et indépendante de M et de T: les individus ne changent leurs mode de paiement que lentement². Il s'ensuit alors que:

$$(F - 1.2) \quad M = kPT \Leftrightarrow M/P = kT$$

où k est une constante égale à 1/V.

Toute modification de M affecte P et seulement P, les volumes échangés T restant constants: la quantité de monnaie détermine en conséquence le niveau des prix. Une justification possible de ce résultat est que toute augmentation des encaisses monétaires conduit les individus à augmenter les dépenses. Étant donné que la

¹ Kydland & Prescott (1977), Barro & Gordon (1983a, 1983b), Rogoff (1985), Persson & Tabellini (1990), Cukierman (1992), Walsh (1995b).

² La stabilité de V découle de la stabilité de la demande de monnaie, cela a été contesté et invalidé par les faits notamment à cause des innovations financières récentes.

production ne peut pas augmenter (en raison de la rareté des ressources), cette augmentation se traduit par une demande excédentaire, d'où la hausse des prix.

1.1.2. Implications

La théorie quantitative de la monnaie comporte les idées suivantes.

i) L'inflation est un phénomène monétaire

"Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon, produced in the first instance by an unduly rapid growth in the quantity of money."
(Friedman, 1968a - p. 18)

Cette idée correspond à la relation quantitative entre quantité de monnaie et niveau des prix. Il n'existe d'inflation que de nature monétaire: l'accroissement de la quantité de monnaie est la condition nécessaire et suffisante de l'inflation, toutes choses égales d'ailleurs. La meilleure solution pour combattre l'inflation est la maîtrise de la quantité de monnaie.

"It is well accepted, from the quantity of money, that inflation cannot persist without sustained increases in the money supply. It follows that the achievement of price stability (which I will take to mean also a low rate of inflation) requires the imposition of effective constraints on monetary expansion."
(Cukierman, 1994a - p. 1437)

Ainsi, un facteur non-monétaire est source de hausse des prix si et seulement s'il influence la cause principale de l'inflation, c'est-à-dire s'il conduit à une augmentation de la quantité de monnaie (le déficit public est par exemple inflationniste s'il est financé par une création monétaire au lieu d'un emprunt).

The non-monetary factors may, on some occasions, be the cause of the monetary expansion. For example, when people argue that attempted investment in excess of desired savings is the cause of inflation, that may be the correct description at a second remove. If the attempted investment is by Government and if Government attempts to finance that investment by printing money, then it is true that the desire to make attempted investment greater than the savings that the public at large will voluntarily make is a cause of inflation. It is a cause of inflation because it produces an increase in the money stock."
(Friedman, 1968a - p. 29)

ii) La quantité de monnaie est exogène

La théorie quantitative suppose que la quantité de monnaie soit une variable exogène: M ne dépend ni de V , ni de T et ni de P . La monnaie exogène implique que l'autorité monétaire puisse contrôler directement cette variable, indépendamment de l'évolution des autres variables économiques. Si l'inflation dépend de la quantité de monnaie, et si celle-ci est sous le contrôle de l'autorité monétaire³, alors cette autorité peut déterminer le taux d'inflation. Cette idée est soutenue explicitement dans les modèles théoriques:

"The policymaker controls a monetary instrument, which enables him to select the rate of inflation, π_t , in each period."
(Barro & Gordon, 1983b - p. 105)

Cela est particulièrement important: si toute inflation découle d'une croissance excessive de l'offre monétaire, et si la banque centrale contrôle directement la quantité de monnaie, alors toute solution à l'inflation doit passer par une action de la banque centrale.

L'explication de toute inflation doit être recherchée dans le comportement de l'autorité monétaire: il faut identifier les raisons de son comportement, car elle est la seule responsable (consciente ou pas) de la croissance monétaire.

³ Encore faudrait-il considérer le rapport entre base monétaire et masse monétaire: la base monétaire comprend billets, pièces métalliques et dépôts des banques commerciales auprès de la banque centrale; alors que la masse monétaire se compose de la base monétaire plus toutes les autres formes de monnaie (comme les dépôts à vue et à terme des individus auprès des banques commerciales). La base monétaire, sous le contrôle de la banque centrale, n'est donc qu'une composante de la masse monétaire.

iii) *La neutralité de la monnaie*

Entre variables nominales et variables réelles, il n'y a aucune relation de dépendance: la quantité nominale de monnaie n'affecte que les prix, et n'a aucune influence sur la production, les salaires réels et le chômage. Ces variables sont déterminées par les facteurs réels, tels les moyens techniques, les ressources, les préférences individuelles, la technologie,... Il y a une séparation nette entre dimension nominale et dimension réelle: la monnaie n'est qu'un lubrifiant qui facilite le fonctionnement du moteur réel, elle ne peut donc pas prétendre à en devenir un élément prédominant. Autrement dit, la monnaie est neutre. Il s'ensuit que la stabilité monétaire est une condition cadre de la croissance économique.

1.2. La relation inflation-chômage

La relation entre inflation et chômage est représentée par la courbe de Phillips augmentée des anticipations rationnelles, qui se résume par la formule de Lucas.

1.2.1. *La courbe de Phillips*

On ne peut pas retracer ici tout le développement de la courbe de Phillips: on se limite à citer l'apport de Friedman et de Phelps et le développement des anticipations rationnelles, car il est à la base de la théorie du biais inflationniste.

La courbe de Phillips naît d'une analyse statistique qui met en évidence une relation stable, non-linéaire et inverse entre le taux de chômage et le taux de variation des salaires nominaux⁴: moins de chômage et associé à un taux d'augmentation salariale plus élevé⁵. Samuelson remplaça dans la relation le taux des salaires par le taux d'inflation (il supposa que le taux d'inflation est égal au taux de croissance des salaires nominaux moins le taux de croissance de la productivité du travail). D'une relation statistique, on est alors passé à un choix (*trade-off*) de politique économique: plus d'inflation comporte moins de chômage. On peut alors choisir entre plus ou moins de chômage et moins ou plus d'inflation.

Friedman et Phelps ont critiqué cette vision en s'appuyant sur trois concepts⁶.

Le taux naturel de chômage - Il s'agit du taux de chômage déterminé par les forces réelles (le marché, le système fiscal, le système d'indemnisation du chômage, le taux de croissance de la population,...). La définition qu'en donne Friedman (1968b), souvent citée, est la suivante:

“The «natural rate of unemployment», in other words, is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility, and so on.” (Friedman, 1968b - p. 8)

Le taux d'inflation anticipé - Dans la détermination des salaires nominaux, les individus prennent en considération l'inflation future afin de ne pas perdre de revenu en termes réels. Ils anticipent donc le taux d'inflation, en fonction de l'inflation de la période précédente (anticipations adaptatives).

La distinction entre court terme et long terme - Cette distinction est nécessaire car l'ajustement des salaires prends du temps, et la formation des anticipations n'est pas immédiate.

La conclusion de Friedman est que si dans le court terme la courbe de Phillips garde une pente négative⁷ (plus d'inflation - moins de chômage), dans le long terme, elle est verticale. Le taux de chômage effectif est égal au taux naturel. Autrement dit, la relation négative entre inflation et chômage n'est plus stable: elle est temporaire.

⁴ Phillips (1958).

⁵ On peut en effet admettre qu'une demande excédentaire de travail comporte à la fois la réduction du taux de chômage et la hausse du taux salarial. La pression à la hausse nominale des salaires est ainsi d'autant plus élevée que le chômage est faible.

⁶ Friedman (1968b - pp. 7-11, 1977 - pp. 454-459); Santomero & Seater (1978 - pp. 515-518); Fischer (1994 - pp. 266-270).

Considérons la Figure 1-1. Formellement, la courbe de Phillips $F(P^e_i)$ représente la fonction suivante:

$$(F - 1.3) \quad P_i = f(U) + P^e_i$$

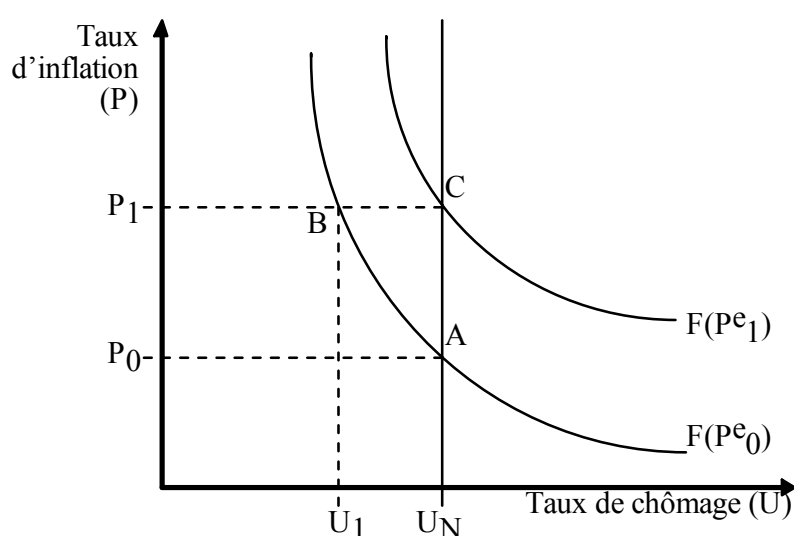
avec:

P_i = taux d'inflation⁸;

$f(U)$ = fonction qui décrit la relation entre le taux de chômage et le taux d'inflation;

P^e_i = taux d'inflation anticipé.

Figure 1-1 La Courbe de Phillips augmentée des anticipations



Source: élaboration personnelle d'après Santomero & Seater (1978 - pp. 515-518)

Pour chaque niveau de P^e_i ($i=0 \dots \infty$) il existe une courbe $F(P^e_i)$: la relation entre inflation et chômage n'est donc pas unique et stable, car elle varie en fonction de P^e_i . Toutes ces courbes (une pour chaque i) sont valables dans le court terme, alors que dans le long terme la courbe devient la ligne verticale passant par U_N . Pour expliquer cette différence, admettons que l'économie se trouve initialement dans un état d'équilibre (point A), avec un taux d'inflation $P_0=0$ et un taux de chômage égal à son niveau naturel (U_N). Il n'y a pas d'écart entre taux d'inflation effectif et taux anticipé ($P_0=P^e_i$). On suppose que cet équilibre est stable.

Considérons les effets d'une expansion monétaire décidée dans l'intention de réduire le chômage⁹:

- L'augmentation de la masse monétaire provoque une demande excédentaire (demande sans contrepartie dans l'offre); les prix sont poussés à la hausse;
- Les salaires nominaux (W) s'ajustent moins vite que les prix, mais ils augmentent eux aussi ($P > W$). Il s'ensuit que les salaires réels diminuent. Cependant, les travailleurs offrent plus de travail car ils perçoivent la hausse nominale des salaires sans voir la hausse des prix (l'inflation anticipée étant toujours à P_0): ils croient donc à une hausse réelle des salaires (illusion monétaire). Cela, combiné avec la hausse de la

⁷ Friedman (1977 - pp. 459-468) a même soutenu une relation positive entre inflation et chômage, car l'incertitude provoquée par l'inflation affaiblit l'efficacité économique et réduit l'investissement.

⁸ P correspond aussi au taux de croissance des salaires nominaux (W) réduit du taux de croissance de la productivité; si celui-ci est zéro, alors $P=W$.

⁹ cf. Friedman (1968b - pp. 9-11, 1977 - pp. 456-459).

demande de travail par les entreprises (en raison de la baisse des salaires réels), permet d'atteindre le point B, où le taux de chômage est inférieur à son taux naturel ($U_1 < U_N$);

- L'illusion monétaire ne dure pas pour toujours (rôle des anticipations): quand les travailleurs s'aperçoivent de la baisse des salaires réels (en découvrant le véritable taux d'inflation), ils ajustent le taux d'inflation anticipé (de P^e_0 à P^e_1) et exigent une nouvelle augmentation des salaires nominaux afin de combler l'écart qui s'est creusé. La courbe de Phillips se déplace alors vers le haut (de $F(P^e_0)$ à $F(P^e_1)$). La hausse de W fait augmenter aussi les salaires réels (qui retournent au niveau initial), cela réduit la demande de travail des entreprises et le chômage revient à U_N . L'économie se dirige vers le nouveau équilibre au point C.

Le point C diffère du point A essentiellement par le taux d'inflation et le taux de croissance des salaires nominaux. Au point A, l'inflation est nulle et les salaires nominaux et réels sont stables ($P^e_0=0$). Au point C, les salaires nominaux augmentent du même montant que les prix (l'inflation est parfaitement anticipée: $P_1=P^e_1$): les salaires réels ne changent pas et le taux de chômage reste à son niveau naturel. L'inflation est donc positive ($P_1>0$). Pour s'écarter à nouveau du taux naturel, il faut augmenter encore plus le taux d'inflation. Autrement dit, pour garder constamment un taux de chômage inférieur au taux naturel, il ne faut pas seulement de l'inflation ($P_1>0$), mais un taux d'inflation croissant ($P_{t+1}>P_t$, pour toute période t).

Le processus d'ajustement des anticipations explique l'importance de la distinction entre court terme et long terme. Dans le court terme, les individus sont victimes de l'illusion monétaire ($P_t \neq P^e_t$), ce qui rend possibles les effets réels sur l'emploi par une action monétaire (la courbe de Phillips possède une pente négative). Par contre, dans le long terme l'illusion monétaire disparaît ($P_t=P^e_t$), en effaçant aussi les effets réels (la courbe devient une ligne verticale au niveau de U_N):

"There is always a temporary trade-off between inflation and unemployment; there is no permanent trade-off."
(Friedman, 1968b - p. 11)

La durée entre le court et le long terme dépend de la durée d'ajustement des anticipations. Dans cette analyse, tout écart entre taux de chômage effectif et taux naturel passe par l'écart entre taux d'inflation et taux d'inflation anticipé: dès que les deux taux s'égalisent le chômage revient au niveau naturel. Autrement dit, les effets réels d'une expansion monétaire sont limités dans le temps¹⁰. Une politique qui cherche à tout prix la réduction du chômage en dessous du taux naturel conduit rapidement vers l'hyperinflation: le taux d'inflation doit être toujours supérieur au taux anticipé, mais celui-ci augmente fur et à mesure que le taux d'inflation s'élève.

Les conséquences de cette interprétation sont doubles: (1) le taux de chômage ne peut être réduit en dessous du taux naturel qu'avec un coût en termes d'inflation; (2) il n'est pas possible, sans que le taux d'inflation augmente de plus en plus, de garder dans le temps un taux de chômage en dessous du taux naturel.

1.2.2. Les anticipations rationnelles et la formule de Lucas

L'introduction des anticipations rationnelles change, sans la bouleverser, la conclusion de Friedman concernant la courbe de Phillips¹¹. Par anticipations, on entend que les individus se forment une image des valeurs de certaines variables économiques afin de pouvoir choisir au mieux leurs comportements. Le problème consiste à savoir comment la formation de ces anticipations se réalise. Chez Friedman (anticipations adaptatives), les individus forment les anticipations en regardant l'évolution passée de la variable. Ainsi, ils vont augmenter leur taux d'inflation anticipé seulement après avoir constaté que le taux effectif a augmenté. Chez Lucas (anticipations rationnelles) la formation est plus complexe.

¹⁰ Friedman (1994 - p. 258).

¹¹ Santomero & Seater (1978 - pp. 527-532).

“The theory of rational expectations asserts that economic agents should be treated as if their anticipations fully incorporate both currently available information about the state of the world and a correct theory of the interrelationships among the variables.” (Friedman, 1994 - pp. 258-259)

Autrement dit, les individus ne se limitent plus à regarder l'évolution passée de la variable à anticiper, mais prennent en considération toutes les informations possibles et forment une anticipation qui, d'un point de vue rationnel, ne peut pas être meilleure (étant donnée l'information à disposition). Les individus introduisent, dans la formation des anticipations, le modèle présenté par Friedman de telle sorte qu'ils ne seront plus victimes de l'illusion monétaire. Une différence non négligeable par rapport aux anticipations adaptatives concerne le comportement des individus face à des événements répétitifs. Sous l'hypothèse des anticipations adaptatives, les individus se comportent de la même manière face à une même augmentation de la quantité de monnaie - effectuée par le gouvernement dans l'intention de réduire le chômage. Le processus décrit auparavant va se répéter chaque fois. Autrement dit, les individus n'apprennent pas par l'expérience: le gouvernement peut les tromper plusieurs fois en adoptant la même politique. Cette faiblesse disparaît avec l'hypothèse des anticipations rationnelles, car on suppose que les individus sont capables d'apprendre des fautes passées et des modèles théoriques à disposition: ils seront victime de l'illusion monétaire provoquée par la croissance monétaire seulement une fois (quand le processus n'était pas encore connu). Si le gouvernement cherche à les surprendre de la même manière une deuxième fois, ils anticipent le processus et adoptent immédiatement des mesures défensives. Le délai entre court et long terme disparaît (l'ajustement est instantané). Si, avec des anticipations adaptatives, les individus se limitent à regarder la variable passée, avec les anticipations rationnelles, ils intègrent toutes les informations disponibles (fautes passées et processus de Friedman compris).

La formule de Lucas, souvent interprétée comme une courbe de Phillips augmentée des anticipations rationnelles, est largement reprise dans la théorie. Voici sa formulation la plus courante:

$$(F - 1.4) \quad U_t = U_N + \lambda(\pi_t^e - \pi_t) + \varepsilon$$

avec:

U_t = taux de chômage au temps t ;

U_N = taux naturel de chômage¹²;

λ = constante positive qui indique la pente de la courbe;

π_t^e = taux d'inflation anticipé au temps t ;

π_t = taux d'inflation réalisé au temps t ;

ε = facteur de dérangement indépendant des autres éléments dont la moyenne arithmétique est zéro et la variance σ .

D'après la formule (F - 1.4), l'économie peut s'écarter du taux de chômage naturel ($U_t \neq U_N$) seulement par deux voies: soit par un choc exogène ($\varepsilon \neq 0$), soit par un écart entre inflation anticipée et inflation réalisée ($\pi_t^e \neq \pi_t$). La deuxième possibilité est intéressante, car elle joue un rôle important dans les théories de l'indépendance (notamment par le fait que le gouvernement pourrait réduire le chômage en annonçant un taux d'inflation plus faible que celui qu'il réalisera). Cette formule implique l'existence d'un canal de transmission monétaire qui se concrétise essentiellement par un écart entre anticipation et réalisation du taux d'inflation. En absence d'écart, c'est l'état naturel qui prédomine.

L'explication de cette formule passe par la distinction entre variations nominales et variations réelles. Selon Lucas (1972), les acteurs économiques ne sont pas capables d'identifier la juste nature (nominale ou réelle) de la variation constatée (faute d'information). Si chez Friedman, les individus (offreurs de main-d'œuvre) sont en situation d'information imparfaite, chez Lucas même les entreprises se trouvent dans cette situation. Ainsi, face à une augmentation des prix (seule information certaine), les entreprises ne savent pas s'il s'agit d'une augmentation nominale (changement de l'unité de compte) ou d'une augmentation réelle (augmentation de la demande pour son produit en terme relatifs par rapports à d'autres demandes). En principe, ils considèrent cette

¹² Walsh (1995b - p. 154) parle de taux d'équilibre en absence de chocs de l'offre ou d'une inflation non-anticipée.

variation comme étant réelle et ils vont ainsi augmenter le niveau de production pour satisfaire la demande excédentaire supposée.

“Within this framework, monetary changes have real consequences only because agents cannot discriminate perfectly between real and monetary demand shifts.” (Lucas, 1972 - p. 116)

En termes de courbe de Phillips, le raisonnement est le suivant: pour toute augmentation parfaitement anticipée du taux d'inflation, on ne s'écarte pas du taux de chômage naturel. Seule une variation non anticipée permet de s'en écarter, mais cette variation ne pourra garder des effets réels que pendant une courte période car les individus arrivent assez vite à se corriger. Comme le souligne Blanchard (1990 - p. 797), ces effets dépendent de l'information à disposition des individus: ce rôle de l'information est primordial et nous conduira aux notions de crédibilité et de transparence.

En conclusion, les deux courants théoriques admettent la verticalité de la courbe de Phillips sur le long terme. A court terme le monétarisme admet une pente négative, alors que la nouvelle macroéconomie classique soutient la verticalité. La formule de Lucas admet une relation négative entre inflation et chômage à court terme seulement grâce à une politique parfaitement imprévisible. Cependant, comme le soutient Fischer (1994 - pp. 269-270), la relation négative de court terme peut aussi être soutenue par la rigidité nominale des salaires, par exemple en raison du coût de renégociation des contrats. Il faut remarquer que sur le plan empirique, il est assez difficile d'identifier avec une bonne précision le taux naturel de chômage, point dans lequel devrait passer la courbe de Phillips de long terme¹³. Cela rend plus difficile l'identification de l'orientation inflationniste de la politique monétaire. La même difficulté vaut pour les pressions inflationnistes provenant de l'économie réelle.

1.3. La politique monétaire et la stabilité des prix

Les liens théoriques entre monnaie, inflation et chômage, influencent le rôle de la politique monétaire et son objectif. Il est actuellement largement accepté que l'objectif monétaire doit être la stabilité des prix, des divergences concernant seulement la définition opérationnelle (inflation zéro ou inflation entre 0-2%, stabilité du niveau des prix ou stabilité du taux de croissance des prix). Les raisons, auxquelles on fait appel pour soutenir la stabilité des prix comme objectif monétaire, sont plurielles: (1) l'impossibilité d'influencer les fluctuations de l'emploi par une politique monétaire active, et les possibles effets déstabilisants de celle-ci à cause des retards temporels longs et variables de l'action monétaire, (2) la verticalité de la courbe de Phillips dans le long terme qui implique la neutralité de l'inflation sur l'emploi, (3) les coûts de l'inflation.

Les deux premiers arguments sont d'origine monétariste, alors que le troisième dépasse ce courant théorique. On peut admettre l'existence des coûts de l'inflation, sans faire appel à un modèle général ou très complexe. Le fait d'expliquer les effets de l'inflation par des mécanismes simples (par exemple en utilisant le système fiscal ou les techniques comptables) peut permettre une acceptation plus facile de l'argument par les différents courants économiques.

1.3.1. L'inefficacité monétaire

Le premier argument en faveur de la stabilité des prix a été soutenu par Friedman (1968b): vu les effets déstabilisants de la monnaie (dont un exemple cité est la crise de 1929, où la politique monétaire déflationniste a soutenu le mouvement à la baisse), la tâche de la politique monétaire est d'assurer la stabilité monétaire afin de permettre une stabilité économique et par là, favoriser la croissance. Les interventions monétaires sont complexes. Elles peuvent provoquer des effets en chaîne de telle sorte qu'il convient d'adopter une politique stable (sans changements brutaux) afin de réduire l'incertitude et contribuer ainsi à stabiliser le milieu économique. Cette politique peut se réaliser par une croissance constante de la masse monétaire.

¹³ cf. Zanetti (1998) pour le cas suisse.

“It is a matter of record that periods of relative stability in the rate of monetary growth have also been periods of relative stability in economic activity. [...] Periods of wide swings in the rate of monetary growth have also been periods of wide swings in economic activity. By setting itself a steady course and keeping to it, the monetary authority could make a major contribution to promoting economic stability. [...] It would make a major contribution to avoidance of either inflation or deflation of prices. Others forces would still affect the economy, require change and adjustment, and disturb the even tenor of our ways. But steady monetary growth would provide a monetary climate favorable to the effective operation of those basic forces of enterprise, ingenuity, invention, hard work, and thrift that are the true springs of economic.”
(Friedman, 1968b - pp. 16-17)

La stabilité monétaire est identifiée à l'absence d'inflation et de déflation: la stabilité des prix à la hausse comme à la baisse. Pour obtenir ce résultat, la politique monétaire doit être passive.

Le deuxième argument est liée à la théorie de l'inefficacité de la politique monétaire qui découle des anticipations rationnelles, de la formule de Lucas et de l'ajustement continu des marchés¹⁴. Cette proposition se résume ainsi: face à l'annonce d'une action monétaire expansionniste, les individus anticipent la hausse générale des prix ($\pi_t^e = \pi_t$), ils ajustent immédiatement leurs comportements de telle sorte que l'économie ne s'écarte pas de l'état naturel (aucune augmentation de la production, ni diminution du chômage). La monnaie est neutre, même dans le court terme, car les variables réelles n'ont pas changé. Si l'expansion monétaire n'est pas annoncée, une augmentation de la production se produit alors. Elle est accompagnée par la réduction du chômage, étant donné que les individus confondent la hausse nominale en une hausse réelle. Cette situation demeure jusqu'au moment où les individus s'aperçoivent de l'erreur, ce qui conduira l'économie dans sa situation de départ (état naturel) en passant par la réduction de la production et la hausse du chômage. Autrement dit, pour qu'une action monétaire puisse avoir des effets réels, il faut qu'elle ne soit pas connue par avance des acteurs économiques (effet surprise). Cet argument implique que toute règle de conduite monétaire prédéfinie n'arrive pas à influencer l'état réel de l'économie: les individus anticipent les effets de la règle en les compensant immédiatement. Seule une politique entièrement imprévisible et erratique permet de tromper les individus en provoquant des effets réels. Cela constitue la thèse de l'inefficacité de la politique monétaire soutenue par la nouvelle macroéconomie classique.

“We have deliberately constructed an economy in which there is no usable trade-off between inflation and real output.”
(Lucas, 1972 - p. 119)

Sous l'hypothèse des anticipations adaptatives, la politique monétaire ne peut influencer les variables réelles que dans le court terme, dans le long terme elle reste inefficace.

“The monetary authority controls nominal quantities - directly, the quantity of its own liabilities. In principle, it can use this control to peg a nominal quantity - an exchange rate, the price level, the nominal level of national income, the quantity of money buy one or another definition - or to peg the rate of change in a nominal quantity - the rate of inflation or deflation, the rate of growth or decline in nominal national income, the rate of growth of the quantity of money. It cannot use its control over nominal quantities to peg a real quantity - the real rate of interest, the rate of unemployment, the level of real national income, the real quantity of money, the rate of growth of real national income, or the rate of growth of the real quantity of money.”
(Friedman, 1968b - p. 11)

La courbe de Phillips est verticale car les variables nominales ne peuvent pas affecter durablement les variables réelles: la monnaie n'influence que le niveau des prix. La monnaie est une variable nominale dont les changements dérangent le mécanisme, sans aucun effet réel durable. L'inflation, altération de la monnaie, est au bout du compte inutile.

¹⁴ Bien que normalement on identifie l'inefficacité de la politique monétaire aux anticipations rationnelles, le principal élément qui conduit vers la neutralité de la monnaie est l'ajustement continu des marchés. D'où le développement des théories qui tout en admettant les anticipations, utilisent l'hypothèse des imperfections du marché pour parvenir à la non-neutralité de la monnaie.

1.3.2. Les coûts de l'inflation

Dans la théorie du biais inflationniste, les coûts de l'inflation sont introduits par la fonction sociale de bien-être. On considère l'existence d'une perte de bien-être en cas d'inflation, sans s'intéresser vraiment à en analyser les différents coûts, même si on fait souvent référence à des cas très particuliers qui ne résument tout de même pas l'ensemble des coûts de l'inflation¹⁵. L'inflation, traditionnellement définie comme *hausse générale des prix*, est essentiellement un changement de la valeur réelle de la monnaie. En général, on admet que les effets les plus importants dérivent d'une absence d'ajustement des valeurs numériques (définis dans les contrats, la comptabilité, la fiscalité,...) à la nouvelle échelle de mesure. Les principaux effets de l'inflation peuvent se résumer en trois points¹⁶.

i) Les effets sur la distribution des richesses

L'inflation, notamment si elle n'est pas anticipée, détermine une redistribution entre créanciers et débiteurs du fait que les dettes sont exprimées en valeur nominale, toute inflation comporte une redistribution de richesse réelle des créanciers vers les débiteurs: la valeur réelle de la dette se détériore. Le débiteur voit se réduire sa charge monétaire.

Il y a aussi une redistribution entre secteur privé et secteur public. La présence d'une dette publique comporte, à la suite de l'effet précédant, une redistribution en faveur du secteur public (débiteur) au détriment du secteur privé (créancier)¹⁷. Une autre source de redistribution du secteur privé vers le secteur public passe par l'inflation conjuguée au système fiscal: bien connue est la progression à froid qui touche l'impôt progressif sur le revenu (passage à un taux d'imposition plus élevé lors d'une augmentation seulement nominale de revenu). Un effet similaire est impliqué par la taxe sur le revenu du capital. Ces effets renforcent l'idée que le gouvernement est attiré par l'inflation car elle lui procure un revenu supplémentaire, sans devoir attendre l'accord du parlement ou du peuple.

La redistribution se fait aussi entre catégories sociales. La diversité des situations individuelles, conjuguée à l'inégalité des revenus, comporte des effets de redistribution: les individus dont le revenu est nominale fixé (retraités, salariés sans indexation automatique et immédiate, rentiers,...) voient leurs revenus réels diminuer, alors que les actionnaires ou les titulaires de revenu variable voient leur pouvoir d'achat augmenter (possibilité d'investissements financiers,...). Enfin, citons la redistribution entre entreprises et ménages: si les prix sont flexibles et les salaires rigides (ou moins flexibles que les prix), alors la hausse des prix avantage les entreprises (augmentation du profit) aux dépens des ménages (réduction des salaires réels).

ii) Les effets sur l'allocation des ressources

Le "coût de l'usage des semelles" (*shoe leather cost*) se base sur le remplacement de la monnaie par d'autres actifs en raison de la perte de valeur de celle-ci. Cette substitution interfère avec le système de paiement (les actifs plus rentables sont aussi les moins liquides) et conduit les individus à changer leurs habitudes de paiement. La fréquence des paiements est modifiée (dès qu'on possède de la monnaie on achète, car si on attend on pourra acheter moins), de même que leurs modalités (adoption des moyens de transaction alternatifs à la monnaie, mais moins performants). D'autres effets secondaires, qui expliquent la dénomination "usage des semelles" sont la tendance à concentrer les achats juste après la réception du salaire (ce qui implique des longues queues, car tout le monde fait ses courses au même moment), l'allongement de la recherche du produit désiré en raison de l'épuisement du stock provoqué aussi par la tendance des vendeurs à réduire leur stock et la fréquence accrue des prélèvements bancaires (on ne prélève que des petites sommes). En d'autres termes, les individus adoptent des comportements qui réduisent la quantité de monnaie nécessaire pour un nombre donné de transactions (hausse de

¹⁵ Ainsie, Rogoff (1985 - p. 1174 et note 6 sur la même page), Cukierman (1992 - p. 43), Barro & Gordon (1983a - p. 594, 1983b - p. 104) citent le *shoe leather cost* et le *menu cost*.

¹⁶ cf. Keynes (1923), Fischer & Modigliani (1978) et Driffill & Mizon & Ulph (1990).

¹⁷ Selon Fischer & Modigliani (1978 - p. 823), cette redistribution implique une répartition des ressources entre générations: la charge fiscale nécessaire pour rembourser la dette étant réduite, ceci avantage les jeunes par rapport aux personnes âgées (augmentation du revenu escompté pour les jeunes par diminution réelle de la charge financière dans le temps).

la vitesse de circulation de la monnaie). Le développement d'actifs rentables et plus liquides, ainsi que la diffusion des cartes de crédit, a réduit l'importance de ces effets. Ces effets existent même en admettant une inflation parfaitement anticipée et n'impliquent pas une réduction du revenu individuel (la nouvelle répartition entre les actifs monétaires permettant de garder intacte le revenu). Le coût est lié au temps libre qui doit être consacré aux transactions¹⁸.

Un autre coût, souvent associé avec le précédent et qui comporte une dépense de ressources est le "coût du menu" (*menu cost*). On suppose que l'ajustement aux nouveaux prix implique des coûts d'adaptation (calcul du nouveau prix des produits, nouvelle impression des listes des prix, changement des étiquettes sur les produits)¹⁹ ainsi qu'une perte de revenu en cas de retard dans l'ajustement. Tout cela exige l'utilisation de ressources qui pourraient être employées différemment, d'où un effet d'allocation.

Bien que ces effets soient souvent cités dans les modèles de la crédibilité, il en existe d'autres plus importants: en particulier, la déstabilisation du système de paiement en cas d'inflation très élevée, avec dans le cas le plus extrême de l'hyperinflation la possible disparition du système de paiement par l'abandon de la monnaie elle-même. Cette fuite face à la monnaie affecte l'ensemble des relations économiques et sociales.

Un effet d'allocation considère la réduction du taux d'intérêt réel, ce qui affaiblit la charge de la dette, d'où une possible tendance au surendettement qui peut même devenir insoutenable en cas de redressement monétaire. D'ailleurs, l'augmentation du coût du capital et la volonté d'abandonner les actifs monétaires à cause de la dégradation de la valeur réelle, orientent les ressources vers certains secteurs, tels l'immobilier ou les objets précieux, qui assurent la stabilité de la valeur réelle, mais dont la productivité économique peut être plus faible.

Un autre effet d'allocation passe par le système fiscal conjugué aux pratiques comptables à cause de la hausse du coût du capital qui résulte de la comptabilisation des amortissements au coût historique²⁰. En cas d'inflation, la valeur réelle de l'amortissement se réduit, ce qui augmente artificiellement le profit de l'entreprise. Cependant, si on croit que le profit est plus élevé, l'impôt qui doit être versé sera lui aussi plus élevé: cette augmentation n'est pas seulement nominale, mais aussi réelle, d'où l'augmentation du coût du capital. Celui-ci s'élève aussi en cas de non indexation des taxes sur les revenus du capital. Même dans le cas d'une comptabilisation des marchandises achetées au coût historique²¹, l'inflation réduit le coût comptable, augmentant ainsi le profit, les taxes et le coût du capital. Cet effet favorise les capitaux à court terme, car plus la durée de l'investissement est longue, plus l'effet négatif s'accroît. Cela peut amener non seulement à une redistribution des investissements, mais peut aussi réduire le montant total des investissements productifs.

Enfin, citons l'effet dérivé de la fonction de source d'information impliqué par le système des prix. En effet, les individus effectuent leurs choix aussi en fonction des prix des biens. Or, les prix comportent un côté absolu (lié à l'unité de compte de la monnaie) et un côté relatif (rapport entre biens). L'inflation rend cette séparation plus difficile à discerner, de telle sorte que souvent on assimile un changement absolu avec un changement relatif. Étant donné qu'on croit voir un changement relatif, on modifie les comportements d'allocation, mais en réalité le changement n'était qu'absolu, d'où une distorsion d'allocation.

¹⁸ L'effet de Tobin selon lequel la réorganisation du portefeuille (substitution de la monnaie avec d'autres actifs plus rentables) permet de réduire le taux d'intérêt et favoriser ainsi l'investissement et la croissance constitue un facteur qui réduit le coût cité.

¹⁹ L'informatique permet de réduire ces coûts.

²⁰ La non indexation du système comptable des entreprises (même en cas d'*inflation accounting* l'ajustement n'est pas parfait) amène à une fausse évaluation de l'activité de l'entreprise, ce qui peut avoir des effets négatifs sur le marché du crédit.

²¹ Comme le remarquent Fischer & Modigliani (1978 - p. 818), l'effet se réduit en cas d'utilisation de la méthode LIFO (*Last In First Out*) pour la comptabilisation des stocks. La comptabilisation au coût historique correspond à la méthode FIFO (*First In First Out*).

iii) Les effets sur la croissance économique et sur l'emploi

Bien que l'inflation favorise la hausse des profit, notamment pour les entreprises commerciales, elle peut aussi être défavorable à la croissance économique. La relation inflation-croissance passe par l'hypothèse d'une relation négative entre inflation et accumulation du capital, ainsi qu'entre inflation et productivité²². Les effets d'allocation retenus précédemment défavorisent les investissements, à cause du coût du capital plus élevé et de l'orientation vers les secteurs moins productifs. Cela réduit l'accumulation du capital et, par là, la croissance.

D'ailleurs, l'incertitude accrue du futur engendré par l'instabilité monétaire implicite à tout processus inflationniste, est un facteur supplémentaire qui défavorise les investissements et, donc, la croissance. En effet, l'inflation affecte la croissance et l'emploi par les relations existantes entre niveau et variabilité de l'inflation, ainsi qu'entre inflation et variabilité des prix relatifs²³. Théoriquement, on explique la variabilité et l'incertitude accrue en cas de niveau d'inflation élevé à cause d'une possible perte du contrôle sur la situation économique par le gouvernement et de l'adoption de politiques économiques imprévisibles. Empiriquement ces relations, bien qu'elles soient parfois constatées et admises, ne font pas l'unanimité²⁴, ce qui n'empêche pas de soutenir que l'inflation peut réduire la croissance et favoriser le chômage. Cependant, comme le confirme le travail empirique de Bruno & Easterly (1998), cette relation semble être confirmée seulement en cas d'inflation très élevée: les effets d'une faible inflation sur la croissance sont par contre plus incertains. Il s'ensuit que la stabilité des prix, par la réduction des taux d'intérêt et par la stabilité économique apportée, peut être un facteur favorable à la croissance économique.

Enfin, il faut aussi citer l'instabilité qui découle de la spirale prix-salaires, typique du phénomène inflationniste. Cette spirale s'enclenche par le fait qu'on augmente les salaires nominaux dans le but de rattraper la hausse des prix, mais la hausse des salaires est elle-même une source d'inflation. La spirale qui en découle, est source d'instabilité, ce qui n'est pas favorable à la croissance économique.

Plusieurs auteurs ont cherché à quantifier ces coûts. Bien que les résultats divergent selon la source²⁵, Fischer (1994 - p. 276) estime le coût des principaux effets entre 2% et 5% du produit national pour un taux d'inflation de 10%, ce qui est assez élevé. À côté des coûts de l'inflation, on pourrait ajouter les coûts d'une politique qui vise à réduire l'inflation. Si l'inflation comporte des effets négatifs, la lutte contre l'inflation n'est pas moins coûteuse, notamment sous l'hypothèse des anticipations adaptatives, alors que sous l'hypothèse des anticipations rationnelles la réduction de l'inflation semble être moins problématique. Cela pousse à éviter l'inflation, afin d'éviter aussi les coûts du redressement monétaire.

²² Fischer (1994 - pp. 280-81).

²³ Friedman (1977 - pp. 454-468).

²⁴ Pour une présentation de la littérature sur le sujet voir Driffill & Mizon & Ulph (1990 - pp. 1046-1061).

²⁵ Le coût plus facilement quantifiable est le *shoe leather cost*: on applique le surplus du consommateur à la fonction de demande de la monnaie. Pour ces quantifications voir Fischer (1981; 1994 - pp. 270-280).

2. La politique discrétionnaire, le biais inflationniste et la crédibilité

À côté de la relation monnaie-inflation-chômage décrite, la théorie de l'indépendance s'appuie sur une vision du gouvernement et de la politique économique qu'elle a elle-même contribué partiellement à former par les travaux de Kydland & Prescott (1977). Cet élément permet de répondre à la question posée par Friedman:

"The deeper question is why excessive monetary growth occurs." (Friedman, 1994 - p. 261)

Si l'inflation dérive d'une croissance excessive de la quantité de monnaie, et si celle-ci est sous le contrôle du gouvernement (contrôle médié par la banque centrale), alors la cause ultime de l'inflation réside dans l'attitude du gouvernement. Il faut donc analyser les raisons de ce comportement.

"Persistent inflation is a monetary phenomenon. A deeper understanding of persistent inflation, therefore, must uncover the reasons for persistent increases in the money stock. This leads naturally to an investigation of the motives and constraints facing central bankers who decide the course of monetary policy." (Cukierman, 1986 - p. 5)

D'une politique économique définie par un objectif et un instrument, dont la relation est fondée sur un modèle théorique où le gouvernement n'assume qu'un rôle purement exécutif, on passe à une politique économique où le gouvernement devient un agent rationnel qui maximise un objectif et qui interagit avec la société. D'un gouvernement exogène qui se limite à choisir l'instrument optimal déduit du modèle théorique, on passe à un gouvernement endogène qui possède ses propres objectifs.

Ce changement comporte deux éléments: (1) les caractéristiques internes du gouvernement (objectifs, tentations, désirs et pressions), (2) la relation entre gouvernement et société qui conduit à la notion d'incohérence temporelle.

2.1. Le gouvernement entre les pressions économiques et politiques

Le gouvernement n'est pas un simple exécutif passif des intérêts des individus qui se limite à exploiter les relations économiques d'après une théorie économique, mais il est un agent rationnel qui cherche à maximiser son propre intérêt: il réagit donc aux incitations qui le stimulent et il répond aux contraintes qui le conditionnent.

"The policymaker is typically a rational and maximizing agent, or collection of agents, who respond to incentives and constraints just like the rest of the economy." (Persson & Tabellini, 1990 - p. 1)

Dans la littérature, on considère le gouverneur bienveillant, qui cherche à maximiser l'intérêt social et le gouverneur égoïste qui agit selon ses propres intérêts privés. Dans les deux cas, le gouvernement poursuit un intérêt de court terme, qui l'amène à conduire une politique monétaire inutilement inflationniste.

2.1.1. Le gouvernement bienveillant et les pressions économiques

Le gouvernement bienveillant²⁶ poursuit la maximisation d'une fonction de bien-être social qui correspond aux préférences de la société: il n'y a donc pas de conflit d'intérêt entre gouvernement et individus, même si le gouvernement est soumis à des pressions de nature économique. En effet, il existe plusieurs objectifs économiques qui déterminent le bien-être social et qui peuvent entrer en conflit les uns avec les autres, en favorisant une politique inflationniste. Traditionnellement on admet que les objectifs politiques, au delà de la lutte contre l'inflation, sont la réduction du chômage²⁷ et le financement du déficit public²⁸. Bien que Cukierman (1992) admette aussi l'équilibre de la balance des paiements et la stabilité du système financier, on se limite à

²⁶ Persson & Tabellini (1990 - pp. 2-5), Cukierman (1992 - p. 27, pp. 43-45).

²⁷ Kydland & Prescott (1977), Barro & Gordon (1983a, 1983b), Rogoff (1985), Persson & Tabellini (1990), Cukierman (1992 - chapitre 3), Walsh (1995b).

²⁸ Barro & Gordon (1983b - pp. 103-104), Cukierman (1992 - chapitre 4).

considérer brièvement ces deux cas, car ils sont souvent retenus dans la littérature et les autres ne changent en rien le résultat qu'on présente²⁹.

i) La réduction du chômage

On admet qu'une tâche économique importante du gouvernement est la lutte contre le chômage et l'inflation, objectifs socialement acceptés. Cela est résumé dans la fonction-objectif suivante³⁰:

$$(F - 1.5) \quad L = (u_t - u^s)^2 + \chi(\pi_t - \pi^s)^2$$

avec:

L = fonction inverse du bien-être social (*Social Loss Function*): la valeur diminue si le bien-être augmente, il faut donc la minimiser.

u_t = taux de chômage effectif (taux naturel) au temps t

u^s = taux de chômage socialement souhaité

π_t = taux d'inflation effectif au temps t

π^s = taux d'inflation socialement souhaité³¹

χ = facteur de pondération entre chômage et inflation (plus χ est élevé, plus on donne d'importance à la lutte contre l'inflation par rapport à la réduction du chômage).

Plus il y a d'écart entre les variables effectives et les variables socialement souhaitées, plus L augmente: plus on s'éloigne des situations optimales, plus on perd en bien-être.

Comme le remarque Cukierman (1992 - pp. 43-45) il existe deux interprétations de cette fonction: (1) il s'agit d'une fonction de bien-être social que le gouvernement bienveillant cherche à maximiser, (2) il s'agit d'une fonction qui décrit l'existence d'un conflit d'intérêt entre inflation et chômage. Dans ce cas le gouvernement est le lieu où on cherche à trouver le compromis entre ceux qui soutiennent la réduction du chômage et ceux qui préfèrent la lutte contre l'inflation. Le résultat du compromis est exprimé par le facteur χ . La première interprétation comporte l'uniformité des préférences individuelles, alors que la deuxième admet, en gagnant en réalisme, l'hétérogénéité sociale. Avec la première interprétation, on est obligé d'expliquer l'écart entre le taux naturel de chômage et le taux optimal (condition nécessaire pour pousser le gouvernement à conduire une politique inflationniste) par les distorsions fiscales sur le marché du travail. Ces distorsions peuvent être provoquées par une taxe sur le revenu ou à cause de l'indemnisation du chômage³². Cependant, cette explication ne semble pas être convaincante. Tout d'abord, Cukierman (1992 - pp. 34-38) démontre, sous certaines conditions, que si l'emploi est déterminé par la courbe de l'offre de travail, l'inflation peut augmenter le chômage en lieu de le réduire, ce qui enlève dès le départ l'intérêt d'une politique inflationniste. D'autre part, on ne voit pas pourquoi dans le cas d'une banque centrale dépendante du gouvernement, on ne peut pas réaliser une coordination entre politique monétaire et politique fiscale. Si par ce fait il se peut que le taux optimal ne soit plus égal à zéro - ce qui d'ailleurs ne met pas en cause le modèle -, la supposition que la politique monétaire soit déterminée indépendamment de la politique fiscale doit être expliquée afin de comprendre l'intérêt du gouvernement à lutter contre le chômage par la seule politique monétaire. Ces arguments peuvent mettre en difficulté la validité du modèle, d'où les deux propositions de Cukierman (1992 - pp. 38-45): soit expliquer l'écart entre taux effectif et taux optimal de chômage par l'existence de syndicats centralisés qui poussent vers le haut les salaires nominaux, réduisant ainsi la production et l'emploi (la politique expansionniste de la banque centrale possède alors la fonction de contrecarrer cette tendance en réduisant les salaires réels et en favorisant

²⁹ Le cadre monétaire illustré dans les paragraphes précédents est plus conforme à la réduction du chômage qu'aux autres objectifs.

³⁰ À remarquer que Kydland & Prescott (1977 - p. 479) considèrent une fonction sociale beaucoup plus générale. D'ailleurs, parfois en lieu du taux de chômage on admet le taux d'emploi (cf. par exemple Rogoff, 1985 et Cukierman, 1992), ce qui change en rien le raisonnement.

³¹ Il peut être zéro, mais pas nécessairement.

³² Rogoff (1985 - p. 1170), Barro & Gordon (1983b - p. 103).

l'emploi)³³; soit revenir à la fonction-objectif en terme de conflit d'intérêt en acceptant la diversité des préférences sociales et en expliquant l'écart entre taux effectif et taux optimal de chômage par les préférences politiques, qu'on peut résumer par la distinction entre travailleurs (qui cherchent à défendre l'emploi) et entrepreneurs et secteur financier (qui préfèrent réduire l'inflation).

Face au désir de réduire le taux de chômage, le gouvernement est ainsi attiré par une politique monétaire inflationniste. Se met ainsi en place un jeu stratégique entre individus, qui défendent la valeur réelle de leurs salaires, et le gouvernement. Cette interaction conduira au biais inflationniste.

ii) La motivation financière

Le deuxième facteur qui peut pousser le gouvernement à adopter une politique expansionniste, touche à la nature de financement public d'une expansion monétaire, qui permet d'apporter de la richesse dans les mains de l'État³⁴. Deux formes principales ont été envisagées³⁵: premièrement, le financement du déficit par création monétaire: l'inflation devient un système pour collecter les ressources de façon alternative à l'imposition fiscale; deuxièmement, la réduction du montant réel de la dette publique, généralement fixé en termes nominaux, à travers l'inflation qui est ainsi employée comme instrument de redistribution de richesse entre débiteurs (l'État) et créanciers (les autres agents économiques).

Ces sources de financement sont particulièrement tentatrices si le système de collecte fiscale est peu efficace, ou si le marché des capitaux est peu développé. Cukierman (1992 - pp. 59-60) identifie plusieurs facteurs qui influencent le degré d'inefficience du système fiscal. D'un côté, se trouvent les facteurs structurels: le type de secteur économique prédominant, le degré de développement économique, le taux d'urbanisation (il est techniquement plus coûteux de collecter les impôts dans le secteur agricole que dans le secteur industriel). Cela expliquerait la pratique plus répandue du financement public inflationniste dans les pays en voie de développement par rapport aux pays industriels. D'un autre côté, les facteurs politiques sont mis en avant: plus il y a instabilité et polarisation politique plus on préfère garder un système fiscal inefficace. En effet, le parti politique au pouvoir est ainsi limité dans ses actions. Étant donné la forte probabilité que l'adversaire, particulièrement peu apprécié en cas de forte polarisation, puisse monter au pouvoir, il est bien qu'il ne puisse pas faire ce qu'il veut. Même en cas de domination fiscale sur la politique monétaire, on peut atteindre une situation de biais inflationniste³⁶.

2.1.2. Le gouvernement, les intérêts particuliers et les pressions politiques

Une approche alternative consiste à voir les politiciens, non pas comme des acteurs bénévoles recherchant le bien-être social, mais comme des individus poursuivant leurs propres intérêts. Il y a ainsi des pressions de nature politique qui s'exercent sur les politiques économiques. On retient normalement deux voies³⁷.

D'après l'approche opportuniste (*opportunistic approach*)³⁸, le véritable objectif de tout politicien est le pouvoir politique, le comportement du gouvernement est finalisé au maintien du pouvoir³⁹:

³³ On a ainsi une situation où les syndicats défendent le niveau des salaires (ils sont donc aussi contre l'inflation), et où la banque centrale défend l'emploi: ce qui nous apparaît comme un échange des rôles car, au moins dans les temps récents, toute politique monétaire restrictive a été soutenue par les banques centrales et critiquée par la gauche.

³⁴ Le rapport entre banque centrale et financement public remonte jusqu'aux origines de la constitution des premières banques centrales (ayant fonctions commerciales): elles étaient constituées pour donner un financement à moindre coût à l'État (ce qui n'implique pas nécessairement l'utilisation de la planche à billets).

³⁵ Cukierman (1992 - pp. 50-60).

³⁶ Sargent & Wallace (1981).

³⁷ Alesina (1987), Alesina & Tabellini (1988), Alesina & Roubini (1992), Persson & Tabellini (1990), Nordhaus (1989), Cukierman (1992).

³⁸ Le livre d'Anthony Downs (*An Economic Theory of Democracy*, 1957) a effectivement inspiré Nordhaus (1975, 1989) pour la théorie des cycles politico-économiques.

³⁹ Persson & Tabellini (1990 - pp. 5-6, pp. 78-79) font remonter cette quête de vote, non pas à la nature opportuniste des politiciens, mais au système démocratique lui-même qui ne peut pas se passer du système d'élection: mettant ainsi l'accent sur le rôle que joue la forme des institutions politiques.

“Parties formulate policies in order to win elections, rather than win elections in order to formulate policies.”
(Downs, 1957 - p. 28, cité par Nordhaus, 1989 - p. 7)

Cette vision a amené à la théorie des cycles politico-économiques (*Political Business Cycle*), d’après laquelle la politique économique est soumise aux échéances électorales, de telle sorte que le cycle politique détermine le cycle économique: politique expansionniste juste avant les élections afin d’obtenir le soutien populaire, politique restrictive juste après afin de contrebalancer la politique précédente et préparer ainsi le champ pour une nouvelle politique expansionniste juste avant les élections suivantes⁴⁰. Les politiciens cherchent à satisfaire les besoins des individus, afin d’en obtenir les voix nécessaires pour gagner les élections. Le cycle économique est ainsi déterminé par le cycle politique-électoral.

D’après l’approche idéologique (*ideological or partisan approach*)⁴¹, les partis politiques poursuivent des objectifs différents pour des raisons idéologiques:

“The macroeconomic policies pursued by left- and right-wing governments are broadly in accordance with the objective economic interests and subjective preferences of their class defined core political constituencies.”
(Hibbs, 1977 - p. 1468)

Dans ce cas, atteindre le pouvoir n’est plus une finalité, mais un moyen pour pouvoir réaliser ses propres idées. En règle générale, on admet que les partis de droite ont plus d’aversion à l’inflation qu’au chômage (d’où une politique monétaire plus restrictive), et que les partis de gauche font juste l’inverse (d’où une politique monétaire plus expansive)⁴². Dans ce cas, l’alternance démocratique des différents partis politiques amène à une alternance de politiques économiques, d’où un cycle économique⁴³.

À ces deux voies (qu’on peut considérer étant plus complémentaires qu’alternatives⁴⁴), il faut ajouter une troisième approche retenue par Cukierman (1992 - pp. 43-45, pp. 161-164; 1986 - pp. 9-12) qui voit dans la banque centrale le lieu où on construit un compromis afin de satisfaire les multiples intérêts des groupes politiques et d’autres groupes de pression.

“[We] views the central bank as a mediator between different interests groups that try to push monetary policy in various, not necessarily consistent, directions. In this view the objective function [...] reflects a distributionally motivated political compromise reached through the central bank between the advocates of employment stimulation and the advocates of price stability.”
(Cukierman, 1992 - p. 43)

Dans cette dernière approche, il n’est pas nécessaire d’identifier l’autorité monétaire au gouvernement; celui-ci peut en effet exercer une influence plus ou moins cachée sur la banque centrale (il est ainsi un groupe de pression entre plusieurs). Comme le remarque Cukierman (1986 - p. 10), cette vision est assez proche des auteurs qui soutiennent l’existence d’influences politiques même dans le cas d’une banque centrale relativement indépendante⁴⁵. La variabilité économique dérive de l’incertitude et de la variabilité des termes du compromis⁴⁶. Si l’approche idéologique est valable pour les pays avec un système politique majoritaire⁴⁷, l’approche du compromis semble plus adaptée là où il y a un système proportionnel.

⁴⁰ Le cycle politique décrit implique que les individus ne sont pas rationnels. D’autres modèles ont été ensuite développés unifiant le cycle électoral avec les anticipations rationnelles.

⁴¹ Considérée comme plus appropriée par Alesina (1989 - pp. 50-53) et Alesina & Roubini (1992 - pp. 663-664). Comme ces auteurs le soutiennent, cette approche dérive du travail de Hibbs (1977).

⁴² Comme le soutiennent Alesina & Roubini (1992 - p. 663) et Alesina (1989 - p. 55), et le démontre empiriquement Hibbs (1977 - pp. 1470-1475). Hibbs (1977 - pp. 1468-1470) soutient aussi que les partis de gauche représentent les couches sociales plus faibles (de là leur intérêt pour favoriser l’emploi qui soutient leur niveau de revenu), alors que les partis de droite représentent les couches socialement plus élevées (d’où la lutte contre l’inflation qui érode leurs capital). Comme le font Alesina & Gatti (1995 - p. 198) et Cukierman (1992 - p. 336), on peut reprendre la formule $(F - 1.5)$ et fixer un χ plus élevé pour le parti de droite et moins élevé pour le parti de gauche.

⁴³ Nordhaus (1989 - p. 4).

⁴⁴ Comme le remarquent Alesina & Roubini (1992 - p. 683), même un parti idéologique cherche à être élu, afin de pouvoir réaliser sa politique.

⁴⁵ Weintraub (1978), Havrilesky (1990), Kane (1980).

⁴⁶ Cette approche est retenue aussi par Backus & Driffill (1985).

⁴⁷ Comme on peut le déduire des résultats empiriques de Alesina & Roubini (1992 - p. 680).

2.2. Le biais inflationniste et la crédibilité

On vient de décrire brièvement les principales voies qui ont formalisé le comportement du gouvernement. Celui-ci est marqué soit par des pressions économiques, soit par des pressions politiques. Dans les deux cas son comportement est orienté au court terme et il admet une politique monétaire discrétionnaire utilisée pour des fins différentes de la stabilité des prix. Il faut maintenant montrer comment, dans le cas des pressions économiques, cette situation amène au biais inflationniste et, dans le cas des pressions politiques, vers un cycle économique. On pourra alors définir le rôle principale de l'indépendance: résoudre le biais inflationniste et réduire le cycle économique.

2.2.1. Le modèle de base de l'incohérence temporelle

i) Le gouvernement et la politique économique

La théorie du biais inflationniste part d'une critique envers la théorie du contrôle optimal (*optimal control theory*) selon laquelle on peut déterminer la politique optimale du gouvernement⁴⁸, étant donné d'une part, un modèle macroéconomique qui décrit les relations entre variables économiques exogènes (instruments) et endogènes (objectifs), et d'autre part, une fonction qui décrit le bien-être social. On détermine l'instrument optimal en maximisant la fonction de bien-être sous la contrainte des relations décrites dans le modèle. Cette vision est critiquée car elle ne considère pas les anticipations des individus: on n'admet pas que les anticipations de la politique future peuvent changer les effets de l'instrument: son optimalité n'assure ainsi plus le meilleur résultat.

"Optimal control theory is an appropriate planning device for situations in which current outcomes and the movement of the system's state depend only upon current and past policy decisions and upon the current state. But, we argue, this is unlikely to be the case for dynamic economic systems. Current decisions of economic agents depend in part upon their expectations of future policy actions. Only if these expectations were invariant to the future policy plan selected would optimal control theory be appropriate. In situations in which the structure is well understood, agents will surely surmise the way policy will be selected in the future."
(Kydland & Prescott, 1977 - p. 474)

Cette vision est liée à la critique de Lucas⁴⁹, selon laquelle un changement de politique économique peut provoquer un changement du comportement des individus, ce qui change les effets de la politique. La structure économique n'est pas insensible à la politique choisie, de telle sorte que les conditions qui assurent certains effets peuvent changer affectant le résultat final de la politique. Par analogie, on peut considérer le gouvernement qui fixe sa politique, comme un cinéaste-documentaliste qui veut filmer une scène au naturel. La caméra influence le milieu que le cinéaste voulait documenter: ce milieu n'est plus naturel, la présence de la caméra l'ayant modifié.

La politique économique n'est pas seulement une question de relations entre variables économiques, mais aussi une question d'interaction entre acteurs économiques (gouvernement et individus):

"Economic planning is not a game against nature but, rather, a game against rational economic agents."
(Kydland & Prescott, 1977 - p. 473)

Ceci conduit à l'idée d'analyser la politique économique avec la théorie des jeux. Cela découle principalement du fait que les individus ne s'arrêtent pas à considérer les politiques et les résultats passés, mais ils anticipent rationnellement politiques et résultats futurs.

"The conventional approach is to assume that expectations depend in some mechanical ad hoc way upon past prices. If so, control theory would be an appropriate tool to determine the optimal path of unemployment and inflation."
(Kydland & Prescott 1977 - p. 478)

⁴⁸ On identifie le gouvernement à l'autorité monétaire, étant donnée qu'on assume pour le moment que la banque centrale n'est pas indépendante.

⁴⁹ Le lien est retenu par Kydland & Prescott (1977 - p. 474).

Il en découle l'importance de l'hypothèse des anticipations rationnelles par rapport aux anticipations adaptatives. Cependant, cela n'implique pas que les individus aient préalablement une parfaite connaissance du futur.

“All that is needed for our argument is that agents have some knowledge of how policymakers’ decisions will change as a result of changing economic conditions.”

(Kydland & Prescott, 1977 - p. 474)

Il suffit qu'ils anticipent la politique future, et que cette anticipation change les données de base en affectant le résultat de la politique économique.

C'est dans cette optique que la relation entre gouvernement et individus est analysée en termes de jeu stratégique, ce qui permet de montrer comment la nature même du gouvernement (pressions économiques et politiques) conduit à une situation d'inflation plus élevée que le taux socialement optimal (biais inflationniste): résultat nécessaire pour ensuite soutenir le rôle positif de l'indépendance. On est ici au centre de la théorie du biais inflationniste: les éléments considérés jusqu'à maintenant (cadre monétaire d'origine monétariste et nature de la politique) y sont réunis et nous conduisent au centre du problème. La solution au biais inflationniste passe par le déracinement des éléments de fond qui l'ont provoqué: les objectifs monétaires, et l'interdépendance avec les individus. L'indépendance joue alors le rôle d'une garantie de lutte contre l'inflation et comme facteur d'isolement.

ii) Les hypothèses du modèle

Cette analyse a été introduite par Kydland & Prescott (1977), et elle fut poursuivie par Barro & Gordon (1983a). On ne veut pas mettre en évidence les différences entre ces textes, car ils ont conduit à une vision commune largement reprise dans la littérature. C'est cette vision commune qu'on va présenter⁵⁰. Résumons d'abord les hypothèses du modèle.

- L'économie satisfait la courbe de Phillips augmentée des anticipations, représentée par la formule de Lucas (F - 1.4), c'est-à-dire:

$$U_t = U_N + \lambda(\pi_t^e - \pi_t)$$

- On admet la fonction de bien-être social suivante:

$$S(\pi_t, u_t)$$

avec:

S = bien-être social

π_t = taux d'inflation

u_t = taux de chômage

On admet explicitement que l'inflation réduit le bien-être social ($\delta S / \delta \pi < 0$), ce qui signifie accepter l'existence des coûts de l'inflation tels qu'on les a définis auparavant⁵¹. De même, le chômage réduit le bien-être social ($\delta S / \delta \mu < 0$). La fonction décrite est une généralisation de (F - 1.5).

Les individus sont supposés être homogènes, de telle sorte que les préférences sociales font l'unanimité.

- L'objectif du gouvernement consiste à maximiser la fonction de bien-être S. On suppose que le gouvernement cherche à réduire le taux de chômage⁵² (selon les arguments décrits supra). Le gouvernement détermine son instrument de façon discrétionnaire: il choisit et modifie ses actions librement, dans la mesure et dans le temps qui lui conviennent le plus. Cela implique que la maximisation de S est continue. Le

⁵⁰ Pour les présentations originelles voir Kydland & Prescott (1977 - pp. 473-481), Barro & Gordon (1983a - pp. 592-601). Pour des présentations supplémentaires, d'où on s'est partiellement inspiré, voir Barro (1986 - pp. 24-27), Cukierman (1992 - pp. 28-32), Schaling (1995 - pp. 25-32), Fischer (1990 - pp. 1170-1173), Persson & Tabellini (1990 - pp. 8-11).

⁵¹ Généralement, les modèles retiennent le *menu cost* et le *shoe-leather cost*, laissant malheureusement un peu de côté les autres qu'on a cités auparavant.

⁵² Pour des modèles qui prennent en considération d'autres objectifs du gouvernement (financement déficit public, considérations de la balance des paiements), voir Barro & Gordon (1983a) et surtout Cukierman (1992).

gouvernement ne s'engage donc pas dans une règle de conduite contraignante qui lui enlève la flexibilité de décision.

- Le gouvernement détermine le taux d'inflation π_t indirectement à travers son influence sur la quantité de monnaie ou directement. Autrement dit, on accepte la théorie quantitative de la monnaie⁵³.
- On admet l'hypothèse des anticipations rationnelles, selon laquelle les individus prévoient la politique que le gouvernement va conduire. Ils anticipent ainsi le taux d'inflation⁵⁴, π_t^e . Les individus déterminent ainsi le taux de salaire nominal en fonction du taux d'inflation anticipé. Formellement, on peut écrire:

$$w_t = \pi_t^e = E(\pi_t)$$

avec:

w_t = taux de croissance des salaires nominaux

π_t^e = taux d'inflation anticipé

$E(\pi_t)$ = espérance mathématique du taux d'inflation effectif, étant donné les informations disponibles au temps $t-1$ (ces informations contiennent aussi le processus de décision implicite au gouvernement).

On suppose que les individus sont capables d'identifier correctement la politique qui sera envisagée par le gouvernement et ses implications.

- Les individus possèdent les mêmes informations que le gouvernement (hypothèse d'information parfaite). Ces informations concernent les données économiques, les objectifs du gouvernement, les effets des politiques choisies (modèles théoriques et économétriques compris), et toute autre information potentiellement utile. Avec ces informations, les individus forment leurs anticipations.
- Les individus et le gouvernement ne coopèrent pas entre eux: chacun décide selon ses propres objectifs. On atteint ainsi un *équilibre de Nash* (indépendance des acteurs) et non pas un *équilibre de Stackelberger* (décision dominante d'un acteur sur celle d'un autre).

iii) Les définitions et le jeu stratégique

Avant de présenter l'interaction entre gouvernement et individus, on doit donner des définitions⁵⁵. Une politique est optimale si elle maximise la fonction de bien-être S , étant donné que les décisions des individus dépendent de leur décisions passées et des politiques passées et futures du gouvernement. Une politique est temporellement cohérente (*time-consistent* ou *dynamic consistent*) si d'une part, elle maximise la fonction S , étant donné les décisions passées, et si d'autre part, elle n'est pas reniée par la suite. Autrement dit, le gouvernement conduit - d'après les hypothèses précédentes - une politique discrétionnaire, c'est-à-dire qu'il maximise continuellement S en ajustant l'instrument monétaire de façon continue. Une politique est cohérente si elle maximise S au temps i et au temps $i+1$, donc au temps $i+1$ la politique ne change pas. Une politique est incohérente, si tout en maximisant S au temps i , elle ne maximise plus S au temps $i+1$. Autrement dit, une politique à réaliser au temps $i+1$ est incohérente si elle maximise S au temps i , mais pas au temps $i+1$.

"Dynamic inconsistency arises when the plan currently made for some future period by one of the players in a dynamic game is no longer optimal from that player's point of view when that period arrives."
(Cukierman, 1992 - p. 31)

Une politique est incohérente si, au moment de son application, il est mieux d'en choisir une autre. L'incohérence temporelle est à la base de la notion de crédibilité⁵⁶: une politique incohérente annoncée au temps

⁵³ Comme l'affirment Barro & Gordon (1983b - p. 105), le résultat du modèle ne change pas si on introduit dans la relation entre instrument monétaire et inflation un élément de dérangement. Cela ne remet pas en cause l'acceptation de la théorie quantitative de la monnaie: l'inflation reste un phénomène monétaire, contrôlable par l'autorité monétaire.

⁵⁴ Ou selon le taux de croissance monétaire anticipé, ce qui revient au même étant donnée la relation entre monnaie et inflation.

⁵⁵ Pour une modélisation des définitions données voir Kydland & Prescott (1977 - pp. 475-477).

⁵⁶ L'assimilation de la crédibilité à la seule incohérence temporelle est évidemment une simplification, comme le soutiennent Blackburn & Christensen (1989 - pp. 2-3).

i n'est pas crédible, de telle sorte que les individus ne croient pas à la réalisation de cette politique et ils en anticipent une autre.

La politique monétaire discrétionnaire est temporellement incohérente. Elle conduit au biais inflationniste. Pour montrer cela, on doit considérer l'interaction entre gouvernement et individus. Les étapes du jeu stratégique sont les suivantes:

- Le gouvernement annonce la politique π_1 qu'il veut réaliser maximisant le bien-être social S.
- Les individus effectuent leurs anticipations et déterminent le salaire nominal w_1 .
- Le gouvernement réalise la politique π_2 , en maximisant à nouveau le bien-être social.

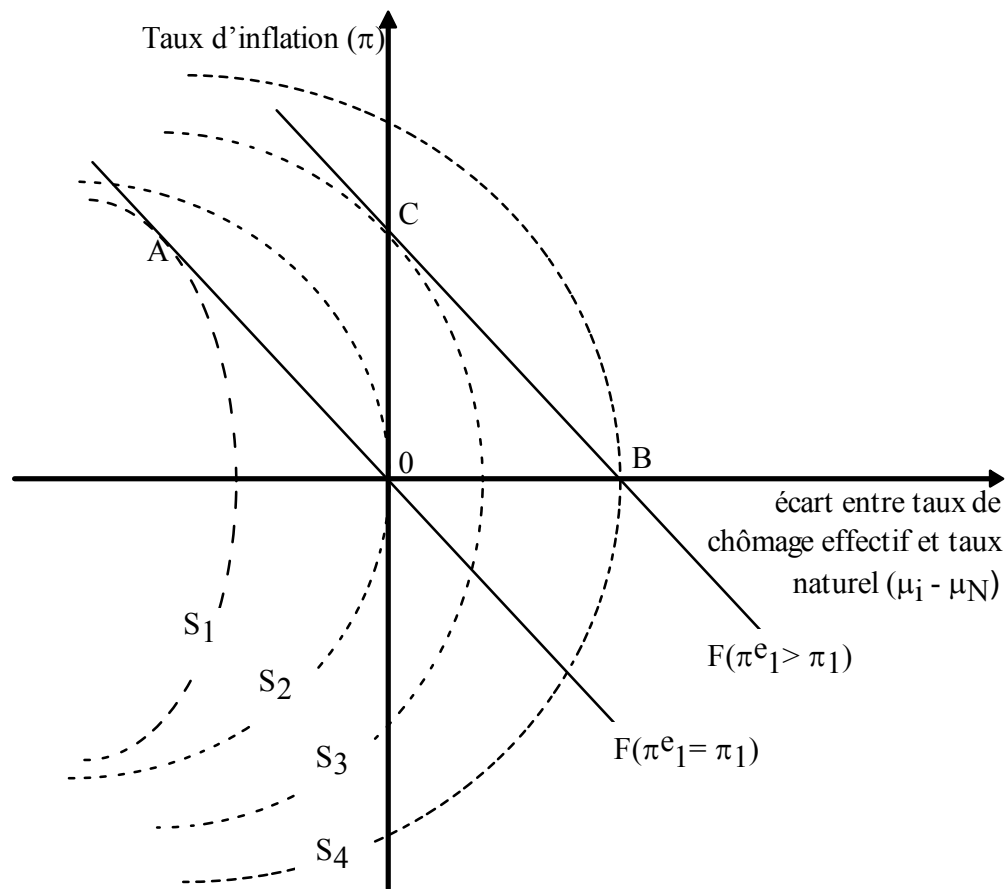
Pour mieux illustrer ce processus on va s'appuyer sur la Figure 1-2. Les lignes F représentent les courbes de Phillips de court terme (une ligne pour chaque taux d'inflation anticipé π^e_i), notons qu'au point 0 le taux de chômage μ correspond au taux naturel μ_N ($\mu_i - \mu_N = 0$) et le taux d'inflation est le taux socialement préférable. Bien qu'on assimile ce taux d'inflation à zéro, il peut être aussi différent de zéro (dans ce cas l'axe vertical doit être interprété comme un écart au taux d'inflation socialement optimal)⁵⁷. Les courbes d'indifférence S indiquent les fonctions de bien-être ($S_1 > S_2 > S_3 > S_4$). On voit par leur forme que les hypothèses $\delta S / \delta \pi < 0$ et $\delta S / \delta \mu < 0$ sont respectées: plus d'inflation ou plus de chômage amène à un bien-être inférieur.

Dans la première étape, le gouvernement annonce la politique π_1 qu'on suppose être l'inflation zéro ($\pi_1 = 0$). Cette politique est optimale selon la définition donnée auparavant, car elle maximise S sur la courbe de Phillips verticale (point 0). Comme l'information est parfaite, toute politique au delà de la courbe verticale n'est pas tenable, car les individus éliminent les effets réels en ajustant leurs anticipations. Le bien-être visé est donc S_2 .

Dans la deuxième étape, les individus forment les anticipations et déterminent le taux de salaire nominal, w_1 . Le raisonnement des individus est le suivant: si on anticipe un taux d'inflation $\pi^e_1 = 0$, au temps $i=2$ le gouvernement ne réalisera pas la politique annoncée $\pi_1 = 0$, mais $\pi_2 > 0$ car étant fixée la courbe de Phillips de court terme à $F(\pi^e_1 = \pi_1)$, $\pi_1 = 0$ ne maximise plus S. Alors que $\pi_2 > 0$ maximise S (point A, avec $S_1 > S_2$). Autrement dit, si les individus fixent les anticipations selon la politique annoncée, le gouvernement aura intérêt à changer de politique par le fait même que les anticipations sont déterminées. La nature discrétionnaire du gouvernement et la maximisation continue poussent le gouvernement à conduire une politique inflationniste car elle comporte une inflation non anticipée par les individus ($\pi_2 > \pi^e_1$). D'après la formule de Lucas et la définition de bien-être social, cela diminue le chômage et augmente le bien-être. En d'autres termes, la politique $\pi_1 = 0$ est incohérente car au temps $i=2$ le gouvernement a intérêt à la renier, en adoptant $\pi_2 > 0$. Dans une telle situation, les individus n'anticipent pas π_1 , mais π_2 car dans le cas contraire les individus voient leur salaire réel se réduire. Ayant déterminé w_1 par π_2 , on se fixe ainsi sur la courbe de Phillips de court terme $F(\pi^e_1 > \pi_1)$.

⁵⁷ Kydland & Prescott (1977 - p. 480).

Figure 1-2 La politique discrétionnaire entre optimalité et incohérence temporelle



Source: adaptation d'après Kydland & Prescott (1977 - p. 479)

"Hence prior to the determination of expectations the policymaker's best strategy is to pick a zero rate of inflation. However, once expectations have been set, policymakers take them as given. As a result their incentives change, and they are motivated to pick a positive rate of inflation."

(Cukierman, 1992 - p. 31)

Dans la troisième étape, le gouvernement détermine la politique π_2 qui maximise S et la réalise. Par le fait qu'on se trouve sur $F(\pi^e_1 > \pi_1)$, la politique qui maximise S correspond à $\pi_2 > \pi_1$, ce qui amène l'économie vers le point C sur la courbe S_3 . Si le gouvernement choisi au contraire de réaliser la politique qu'il avait annoncée ($\pi_2 = \pi_1 = 0$), l'économie se trouverait au point B sur la courbe S_4 , c'est-à-dire au niveau de bien-être le plus bas ($S_4 < S_3 < S_2$). En d'autres termes, le gouvernement ne peut que conduire la politique $\pi_2 > 0$, sans pour autant que celle-ci réduise le chômage car les individus l'ont anticipée par l'avance.

Le jeu stratégique peut se résumer ainsi:

"In that game the private agents (or wage-setters) act first by setting the nominal wage. The policymaker acts second. He has an incentive to announce a policy of low inflation, but then would like to generate unexpected inflation in order to reduce unemployment. Since the wage-setters are rational and informed, they recognize this incentive and set the nominal wage high enough to eliminate any incentive for the policymaker to generate surprise inflation."

(Alesina, 1987 - pp. 652-653)

iv) *Les caractéristiques de l'équilibre*

L'équilibre (point C) n'est pas optimal - Le point C ne maximise pas le bien-être social si on considère la courbe de Phillips de long terme: on peut encore réduire le taux d'inflation à zéro sans changer le taux de chômage (point 0). L'équilibre comporte donc un biais inflationniste. Le point C n'est pas une situation optimale au sens de Pareto: par rapport au point 0, il possède un même taux de chômage, mais un taux d'inflation plus élevé. Cette non-optimalité ne doit pas être confondue avec l'optimalité implicite à la politique discrétionnaire. On a vu que l'autorité monétaire maximise continuellement la fonction S, afin de déterminer la politique optimale à réaliser. Ainsi, une fois les anticipations formées, l'autorité maximise à nouveau et elle découvre que la politique qui était optimale avant les anticipations ne l'est plus. Ce raisonnement est même anticipé par les individus, comme le jeu le décrit, et nous amène au cœur de l'incohérence temporelle. Après la formation des anticipations, la politique optimale n'est plus $\pi_1=0$, mais $\pi_2>0$. Dans le cas où les individus anticipent une inflation zéro, on se situe donc sur la courbe de Phillips de court terme $F(\pi^e_1=\pi_1)$, π_2 atteint S_1 en lieu de S_2 ($S_1>S_2$): c'est justement la raison qui pousse les individus à fixer les anticipations à π_2 . Alors que si on se situe sur la courbe de Phillips de court terme $F(\pi^e_1>\pi_1)$, la politique optimale est encore π_2 , même si le niveau de bien-être est seulement S_3 . On voit donc que malgré l'optimisation continue (π_2 est réalisée par l'autorité monétaire, car elle maximise S étant donné le niveau des anticipations), le résultat qu'on obtient n'est pas optimal: on peut réduire le taux d'inflation sans devoir augmenter le taux de chômage (de C à 0). L'optimalité instrumentale n'aboutit pas à l'optimalité du résultat. Cela résulte du fait que l'optimalité de court terme n'amène pas à l'optimalité de long terme: par une politique discrétionnaire, on ne peut que maximiser des courbes de court terme, sans que cela nous assure la maximisation de la courbe de Phillips de long terme (point 0). Il y a donc un conflit entre gain de court terme et coût de long terme. Cela constitue d'une part la critique principale envers la discrétion et d'autre part le soutien soit à la règle monétaire soit à l'indépendance.

Pourquoi le point C correspond-il à l'équilibre? - Selon Barro (1986 - p. 25), on est en équilibre quand ces deux conditions sont satisfaites: premièrement, le taux d'inflation anticipé correspond au taux réalisé, deuxièmement, l'autorité n'est pas incitée à provoquer une inflation supplémentaire. Au point C, la première condition est satisfaite car on se trouve sur la courbe de Phillips de long terme. La deuxième condition est également satisfaite car, d'après la forme de la fonction S, la tentation de surprendre les individus par une inflation supplémentaire n'existe pas. Le coût de cette inflation est supérieur au gain apporté par la réduction du chômage: le coût marginal égalise le bénéfice marginal de l'inflation. Le point C assure donc la maximisation sur une courbe de Phillips de court terme, en se plaçant en même temps sur la courbe de Phillips de long terme. Le point C est donc un point d'équilibre.

Est-ce que la politique optimale est toujours une politique d'inflation zéro? - Comme on l'a dit, le taux socialement optimal, bien que normalement interprété par l'inflation zéro, peut être aussi un autre taux. Ainsi, si on définit la stabilité des prix par un taux d'inflation de 2%, l'axe vertical peut être transformé de telle sorte qu'il indique l'écart entre le taux d'inflation effectif et le taux optimal (2%). Rien ne change dans l'analyse⁵⁸. Ce qui rend incohérente la politique optimale n'est pas le niveau du taux d'inflation, mais l'existence ou pas d'un intérêt à augmenter le taux d'inflation au delà du taux optimal pour réduire le chômage (coût de l'inflation supplémentaire inférieur au gain de la réduction du chômage). Dès que ce gain existe, le gouvernement a intérêt à provoquer un taux d'inflation supplémentaire, mais par le fait que les individus anticipent rationnellement cette stratégie, l'effet réel disparaît et seul le biais inflationniste persiste (point C). D'après la forme de S, aucune politique optimale n'est cohérente, car la courbe de Phillips de court terme passant par 0 peut atteindre un niveau de bien-être supérieur à S_2 . Le point 0 représente une politique cohérente seulement si S est tangente à la courbe de Phillips passant par 0 (comme c'est le cas pour le point C, tangent à S_3). Cependant, le point 0 n'est pas un point optimal sur la courbe de Phillips de long terme, car en réduisant le taux d'inflation (déplacement vers le bas le long de l'axe vertical), l'inflation diminue et le bien-être augmente. L'optimalité est donc incompatible avec la cohérence, et tout taux d'inflation de la solution cohérente est socialement non optimal (le gain en terme de chômage étant nul). Graphiquement, l'incompatibilité entre optimalité et cohérence s'exprime par l'impossibilité d'avoir une fonction S tangente à la courbe de Phillips de court terme et, en même temps, à la

⁵⁸ Kydland & Prescott (1977 - p. 480).

courbe de Phillips de long terme (les inclinaisons des deux courbes étant différentes, alors que la tangente à un point d'une courbe est unique). En résumé, peu importe le niveau du taux d'inflation optimal: l'équilibre comporte toujours un taux d'inflation supérieur: un taux d'inflation supérieur à zéro, bien qu'il puisse être optimal, ne sera pas cohérent.

2.2.2. *Les autres voies au biais inflationniste*

On vient de présenter le modèle de base qui formalise le biais inflationniste et qui justifie, comme on le verra par la suite, le rôle positif de l'indépendance. Avant de présenter les différentes solutions au biais inflationniste, il est opportun de s'arrêter sur d'autres aspects afin d'élargir la vision de la théorie: dans un premier temps on considère les voies alternatives qui amènent au biais inflationniste selon les anticipations adaptatives, ensuite on présente brièvement la motivation financière et les cycles politico-économiques, car ils donnent une justification différente mais complémentaire de l'indépendance. On pourra ainsi terminer par la mise en évidence du rôle de la crédibilité.

i) Les anticipations adaptatives

Le biais inflationniste décrit par Kydland & Prescott (1977) admet l'hypothèse des anticipations rationnelles: les individus ne réagissent pas aux événements passés, mais ils les anticipent. La notion d'incohérence temporelle est difficilement séparable de cette hypothèse: l'équilibre inflationniste découle du comportement anticipé des individus *avant* la réalisation effective de la politique monétaire. Il n'y a donc pas une réaction des individus face à une politique déjà réalisée.

Il faut remarquer qu'il existe une volonté des partisans des anticipations rationnelles de se différencier et de s'écarter des auteurs qui admettent les anticipations adaptatives. Une première raison consiste dans le fait que la nouvelle macroéconomie classique, qui est à l'origine du jeu stratégique décrit dans le modèle de base, s'attache fortement à cette hypothèse jusqu'à le considérer comme l'élément fondamental qui la caractérise. On verra que l'hypothèse des anticipations adaptatives a contribué à freiner le développement de la théorie du cycle politico-économique, alors que le renouvellement est passé par l'introduction des anticipations rationnelles. L'écart entre ces deux hypothèses se ramène essentiellement au fait que sous les anticipations adaptatives les individus peuvent être surpris de façon régulière et systématique, de telle sorte qu'ils semblent naïfs voire irrationnels. Les anticipations rationnelles cherchent à dépasser cette faiblesse, en défendant la rationalité des individus. Une deuxième raison est que le jeu stratégique implique les anticipations rationnelles: élément qui semble indispensable pour passer d'un jeu contre la nature à un jeu entre acteurs économiques, sans lequel on ne peut pas retenir la notion d'incohérence temporelle.

"The crucial issue is what assumption to make concerning price expectations. The conventional approach is to assume that expectations depend in some mechanical ad hoc way upon past prices. If so, control theory would be an appropriate tool to determine the optimal path of unemployment and inflation. The policy decision in each period would consider both current outcomes and a proper evaluation of the terminal price expectations state variable. Such a treatment of expectations is difficult to justify either on a priori or empirical grounds. [...] Just partial predictability of policy is sufficient to invalidate the use of optimal control theory." (Kydland & Prescott, 1977 - p. 478)

En d'autres termes, en cas d'anticipations ex-post, il ne peut pas y avoir de changement du contexte économique décrété par le changement du taux salarial qui rende temporellement incohérente la politique optimale annoncée, et inefficace la politique inflationniste réalisée. Sans l'hypothèse des anticipations rationnelles, il devient difficile voir impossible d'identifier le problème de l'incohérence temporelle, d'où la possible disparition du biais inflationniste: les salaires s'ajustant seulement après l'augmentation des prix, donc après une période de réduction du chômage.

On pourrait en conclure que le biais inflationniste n'existe que sous l'hypothèse des anticipations rationnelles. Cependant, on peut admettre un phénomène similaire avec les anticipations adaptatives. On a vu que sous cette hypothèse, il existe une courbe de Phillips négative à court terme qui devient verticale dans le long terme au fur et à mesure que les individus ajustent les anticipations. Toute politique inflationniste qui n'est pas anticipée,

permet ainsi de réduire temporellement le chômage. Cependant, si l'autorité monétaire veut continuer à garder ce taux de chômage, elle est obligée de rendre toujours plus inflationniste sa politique, car plus le temps passe plus les individus s'aperçoivent de la hausse des prix: ce qui les pousse à augmenter les salaires, ce qui ramène le chômage au taux naturel. Pour que le taux de chômage puisse rester en dessous du taux naturel au delà du court terme, il faut une politique de plus en plus inflationniste, afin d'assurer que le taux d'inflation effectif soit toujours plus élevé que le taux d'inflation anticipé par les individus (condition nécessaire pour avoir un emploi supérieur au taux naturel). On tombe ainsi dans un cercle vicieux dans lequel l'inflation engendre la hausse des salaires, mais celle-ci exige une augmentation supplémentaire de l'inflation pour empêcher le retour du chômage à son taux naturel.

Sous les anticipations rationnelles, le biais inflationniste correspond à un taux élevé mais constant de la hausse des prix, alors que sous les anticipations adaptatives le biais inflationniste implique un taux d'inflation qui croît de plus en plus. Dans le premier cas, ce sont les prix qui augmentent de façon constante, alors que dans le deuxième cas, c'est le taux d'inflation qui croît constamment, les prix tendent ainsi à exploser. Ce dernier biais inflationniste est beaucoup plus désastreux.

ii) La motivation financière

On peut admettre un autre conflit d'objectifs qui, dans le cas d'une gestion monétaire soumise au gouvernement, peut conduire à nouveau vers un biais inflationniste⁵⁹. D'après Sargent & Wallace (1981), il n'est pas certain que l'autorité monétaire puisse contrôler effectivement le taux d'inflation, et cela même dans le contexte de la théorie quantitative. Si la politique fiscale est dominante par rapport à la politique monétaire, le montant du déficit échappe au contrôle de la politique monétaire, de telle sorte que son financement devra être assuré en partie par la vente de titres d'État auprès du public et en partie par la création monétaire. Cela affecte la quantité de monnaie et par là l'inflation. Par contre, dans la situation de domination monétaire sur la politique fiscale, le déficit n'est pas déterminé librement par l'autorité fiscale, de telle sorte que la politique monétaire garde le contrôle sur l'inflation. Bien que la solution ne passe pas nécessairement par la crédibilité, cet argument permet de justifier l'indépendance de la banque centrale, car elle assure la dominance de la politique monétaire sur la politique fiscale. Certains auteurs⁶⁰ ont cherché à intégrer cette approche dans le modèle de base en identifiant une nouvelle incohérence temporelle (*revenu-motive*). Cependant, cette démarche est limitée par la fragilité des données de bases: la possibilité de collecter du revenu par l'augmentation de la base monétaire est fortement réduite en raison du montant relativement petit de la base monétaire elle-même.

Une autre explication, qui concilie la motivation financière avec l'incohérence temporelle, considère le fait que la dette publique (capital et intérêts) est fixée en valeur nominale⁶¹. Dans ce cas, après la formation des anticipations par les individus sur le taux d'inflation et la fixation du taux d'intérêt nominal sur la dette publique, le gouvernement est poussé à conduire une politique inflationniste, car elle lui permet de réduire la charge financière réelle. Dès que les individus s'aperçoivent du mécanisme, qui présente une situation d'incohérence temporelle, ils exigent un taux d'intérêt nominal plus élevé (augmentation du taux d'inflation anticipé), de telle sorte que si le gouvernement veut effectivement obtenir un revenu supplémentaire, il doit conduire une politique encore plus inflationniste. Là aussi on peut déterminer un taux d'inflation effectif au delà duquel le gouvernement n'a plus d'intérêt à conduire une politique encore plus inflationniste (gain du revenu inflationniste inférieur au coût de l'inflation).

Le principal intérêt de cet argument est la mise en évidence d'un rapport potentiellement inflationniste entre politique fiscale et politique monétaire. D'où l'idée que l'indépendance, par la séparation entre politique fiscale et politique monétaire qui en dérive, peut mieux assurer la stabilité des prix.

⁵⁹ Cukierman (1992 - chapitre 5) a aussi considéré le cas du biais inflationniste dans le cadre de la balance commerciale: le gouvernement serait attiré par la réduction du déficit extérieur par la voie d'une politique inflationniste qui provoque la dévaluation du taux de change. L'effet est annulé par l'augmentation des salaires que les individus exigent à cause de l'inflation.

⁶⁰ Cukierman (1992 - pp. 18-19, pp. 53-59), Barro & Gordon (1983a - pp. 602-604), Calvo (1978 - pp. 1412-1420).

⁶¹ Cukierman (1992 - pp. 53-59), Barro & Gordon (1983a - pp. 602-604).

iii) *Les cycles politico-économiques*

Dans le modèle de base, on suppose que le gouvernement est un acteur bénévole qui maximise une fonction sociale de bien-être, dont la valeur dépend de l'inflation et du chômage. Cependant, la nature du gouvernement est plus compliquée: dans la réalité démocratique, il existe des partis qui peuvent avoir des préférences idéologiques et des intérêts privés qui influencent le déroulement de la politique économique. De même, les échéances électorales influencent le comportement des partis. L'idée du gouvernement bénévole est trop restrictive: elle oublie le rôle des institutions et des partis politiques qui priment sur le comportement de l'autorité politique.

En considérant ces éléments, on peut illustrer différemment le déroulement de la politique monétaire et de ce fait soutenir l'indépendance de la banque centrale par une voie alternative. Comme le remarquent Eijffinger & De Haan (1996 - pp. 4-5, pp. 12-13), il existe une voie parallèle à la théorie du biais inflationniste qui justifie l'indépendance: elle passe par les cycles politico-économiques.

(a) *Les principaux modèles*

Les auteurs qui se sont intéressés aux influences des institutions politiques sur le comportement du gouvernement et au-delà sur la politique économique, ont souvent retenu le rôle des élections. L'acteur politique n'est plus l'agent bénévole qui maximise le bien-être social, mais un opportuniste qui recherche le pouvoir et adopte la politique qui lui permet de l'obtenir (approche opportuniste) ou un idéaliste qui poursuit la réalisation de ses propres convictions idéologiques (approche partisane): une voie n'exclut pas l'autre. On ne revient plus sur ces notions, car on les a présentées supra, considérons seulement les effets sur la conduite économique et monétaire du gouvernement. Cette influence est, comme le remarquent Persson & Tabellini (1990 - p. 78), double: (1) la cadence des élections incite le gouvernement en place à adopter un comportement économique qui puisse lui assurer le maintien au pouvoir, (2) l'alternance des gouvernement qui se succèdent au pouvoir conduit à une alternance, voir une discontinuité, des politiques économiques (changement d'objectif). Cela est valable surtout en cas de système politique majoritaire, où l'alternance et la possibilité de perdre le pouvoir sont plus élevés. Le cycle politique se traduit dans un cycle économique: l'économie étant soumise à la logique politique.

La théorie de cycles politico-économique⁶² remonte dans l'approche opportuniste à Nordhaus (1975), et dans l'approche idéologique à Hibbs (1977). Les premiers modèles sont marqués par l'hypothèse des anticipations adaptatives, leur contenu en bref est le suivant⁶³: le cadre monétaire est constitué par une courbe de Phillips à pente négative à court terme, bien qu'à long terme elle puisse être verticale. Les individus sont opposés à l'inflation comme au chômage et vont réélire le parti qui est au pouvoir seulement si la situation économique actuelle est au moins aussi bonne que celle qu'ils attendaient. Dans le cas contraire, ils soutiennent le parti d'opposition. Le gouvernement, dont l'objectif est sa réélection, conduit une politique inflationniste juste avant les élections afin de réduire le chômage: il se présente ainsi face aux électeurs comme le parti qui est capable d'améliorer la situation économique. Une fois les élections passées et gagnées, le même gouvernement conduit une politique déflationniste afin de réduire l'emploi qu'il sera possible d'augmenter à nouveau juste avant les élections suivantes. Tout parti politique converge vers la même politique économique, c'est-à-dire celle qui permet d'obtenir le soutien de l'électeur-moyen (*median voter*): l'alternance politique ne joue aucun rôle dans l'engendrement du cycle économique.

Hibbs (1977) présente son argument à l'aide d'une analyse empirique. Il part de l'idée que les partis politiques réalisent la politique économique la plus proche de ses propres préférences, il démontre que les partis de gauche - plus proches des individus socialement faibles - tendent à une politique inflationniste afin d'engendrer l'emploi (on suppose que les salaires réels augmentent en cas de croissance économique), alors que les partis de droite - plus proches des propriétaires de capitaux - luttent plus facilement contre l'inflation (celle-ci étant une cause de la dégradation de l'épargne monétaire). Nordhaus (1989 - pp. 20-25) présente un modèle idéologique avec anticipations adaptatives: dans cette logique, l'alternance politique donne le départ au cycle économique.

⁶² Pour une revue des modèles principaux voir Nordhaus (1975, 1989), Cukierman (1992 - ch. 17), Persson & Tabellini (1990 - ch. 5), Alesina (1988).

⁶³ Nordhaus (1975 - pp. 169-184).

Cette approche a été mise à l'écart en raison de l'hypothèse des anticipations adaptatives⁶⁴ avec laquelle les individus semblent des acteurs qu'on peut duper à plusieurs reprises et par la même tricherie. Cette hypothèse a même aidé à abandonner les recherches sur les cycles politico-économiques pour un certain temps, c'est-à-dire jusqu'à l'apparition des anticipations rationnelles.

“Macroeconomists soon lost interest in this subject, because at that time the profession was developing (or fighting against), the «rational expectations revolution».”

(Alesina & Roubini, 1992 - p. 663)

D'une part, on lui reproche la supposition que les individus sont naïfs (parfois on parle même d'individus “irrationnels” ou “myopes”⁶⁵), et donc qu'ils votent seulement selon la performance économique passée sans se préoccuper et sans anticiper l'évolution future. D'autre part, on critique l'existence d'une courbe de Phillips qu'on peut exploiter facilement. On peut dès lors identifier une nouvelle série de modèles du cycle politico-économique qui naissent vers le milieu des années 80 et qui sont beaucoup plus proches des modèles de la crédibilité. Ces modèles sont fondés sur l'hypothèse des anticipations rationnelles. Bien que sous cette hypothèse, les individus analysent encore les performances passées, ils sont rationnels dans le sens qu'ils projettent les données passées dans l'évolution future, de telle sorte qu'en cas d'analyse opportuniste ils soutiennent le parti politique qui lui assure un bien-être social futur plus élevé⁶⁶.

“The public's beliefs are rational in the sense that the beliefs are not obviously controverted by observations. Note that although the public is forward looking it evaluates the government in terms of past performance, since this information is pertinent, given the informational limitations, for prediction of future performance.”

(Cukierman & Meltzer, 1986b - p. 376)

Les anticipations rationnelles sont conjuguées avec soit la voie opportuniste, soit la voie partisane. Par rapport aux modèles précédents, d'une part, les variables réelles sont moins facilement et directement modifiables par la politique monétaire et d'autre part, les individus ne peuvent pas être dupés systématiquement. Lorsqu'on applique le modèle à la politique monétaire, le cadre monétaire de cette deuxième série de théories est le même que celui précédemment exposé.

On a vu qu'en cas de politique monétaire soumise à un gouvernement bienveillant, on obtient un niveau d'inflation plus élevé que le niveau optimal. Quelles sont au contraire, en admettant les anticipations rationnelles, les conséquences d'une politique monétaire soumise à des acteurs politiques dont les intérêts sont soit la recherche du pouvoir soit la réalisation idéologique?

Dans le cas des partis opportunistes, retenu aussi par Persson & Tabellini (1990 - pp. 79-89)⁶⁷, on admet que les deux partis politiques diffèrent au niveau de la compétence technique, définie comme capacité à produire la même quantité de biens publics au coût le plus bas. La compétence est une question d'efficacité. Les préférences des deux partis, au sujet de l'inflation et du chômage, sont les mêmes. Les individus cherchent à désigner le parti le plus compétent, mais ils ne connaissent pas les vraies capacités des partis en jeu: ils anticipent, avant les élections, le degré de compétence de chaque parti et ils déterminent l'efficacité qui sera mise en place après les élections. Le parti qui est déjà au gouvernement est attiré par la possibilité de se montrer plus compétent que le parti d'opposition par des manipulations. Il est ainsi tenté par une politique inflationniste qui augmente l'emploi.

⁶⁴ Alesina & Roubini (1990 - p. 663), Persson & Tabellini (1990 - p. 79), Cukierman (1992 - p. 334), Rogoff & Sibert (1988 - p. 1), Rogoff (1990 - p. 33).

⁶⁵ cf. Alesina (1987 - p. 653), Persson & Tabellini (1990 - p. 79) et Rogoff (1990 - p. 33). Bien que Nordhaus (1989 - pp. 3-4) accepte l'appellation d'irrationalité, il définit l'approche soutenue par Alesina de “ultrarational”. De façon plus neutre, on parle de *backward-looking* en cas d'anticipations adaptatives et de *forward-looking* en cas d'anticipations rationnelles. Pour une défense des anticipations adaptatives, en raison de l'impossible situation d'information parfaite qui normalement est conjuguée avec les anticipations rationnelles, voir Nordhaus (1989 - pp. 38-39). Alesina (1989 - pp. 50-51) différencie au contraire les anticipations rationnelles de l'information parfaite, en soutenant la possible combinaison de rationalité et information imparfaite.

⁶⁶ De même avis Persson & Tabellini (1990 - p. 86).

⁶⁷ Rogoff & Sibert (1988) et Rogoff (1990) présentent un modèle similaire (dont les hypothèses sont: politiciens opportunistes, anticipations rationnelles et information imparfaite) appliqué à la politique fiscale. Cukierman & Meltzer (1986b) retiennent un modèle avec les mêmes hypothèses, qui fait abstraction du type de politique économique. Ils démontrent ainsi comment un gouvernement opportuniste est conduit à réaliser une politique qui n'est pas socialement optimale juste avant les élections, appelant cette suboptimalité “coût démocratique”.

Un jeu entre partis et électeurs se met ainsi en place. Si les électeurs arrivent à déterminer avec certitude la nature des opposants (*separating equilibrium*) les situations seront les suivantes: en cas de parti compétent au pouvoir - avant les élections - on aura une expansion provoquée par une inflation non anticipée (signe donné aux électeurs qu'il est compétent), alors qu'en cas de parti incompetent au gouvernement, on aura une récession provoquée par une déflation imprévue (démonstration de sa véritable incapacité). Dans ce dernier cas, le parti d'opposition gagnera les élections, d'où l'apparition d'un cycle économique. Cependant, même dans le cas du parti compétent au pouvoir, on a un cycle économique qui démarre juste avant les élections. Si les électeurs ne peuvent pas déterminer avec certitude le degré de compétence des deux partis, alors on obtient une autre situation (*pooling equilibrium*). Si le parti au pouvoir est celui qui est compétent, il ne pourra pas faire beaucoup pour améliorer son image, il adopte ainsi la politique normalement retenue comme optimale; alors que si au pouvoir on trouve le parti incompetent, celui-ci a la possibilité de se présenter comme compétent: d'où une politique expansionniste non anticipée qui réduit le chômage. Au centre de la question, on a l'influence des élections sur la réalisation de la politique économique:

"Elections may distort government incentives. In order to increase its chances of re-election, the government has an incentive to appear more competent than it really is and expand the economy. Since policy can create the appearance of competence in the short run, elections can induce the government to pursue distorted policies."
(Persson & Tabellini, 1990 - p. 89)

"The government uses discretion to increase the probability of reelection at the cost of diminished welfare after the election."
(Cukierman & Meltzer, 1986b - p. 386)

Dans le cas des partis idéologiques ou partisans, retenu par Alesina (1987, 1988) et Persson & Tabellini (1990 - pp. 89-92), on suppose l'existence d'un parti politique de "droite" ou "conservateur" qui préfère lutter contre l'inflation plutôt que réduire le chômage, et d'un parti de "gauche" ou "démocratique" qui au contraire lutte plus rudement contre le chômage et accepte plus facilement l'inflation. On suppose aussi que le parti de gauche croit que le déficit public, même financé par voie monétaire, permet d'améliorer la croissance et le bien-être social. Ainsi ce parti est soumis à une incitation majeure pour conduire une politique inflationniste et il accepte, comme taux optimal, un taux d'inflation plus élevé⁶⁸. Ces préférences politiques, se reflètent dans la politique monétaire qui sera réalisée après les élections. Les individus sont évidemment rationnels, ils connaissent les orientations idéologiques des deux partis, mais ils ne savent pas quel est le parti qui va gagner les élections (ils attachent à chaque partie une certaine probabilité de succès). Avec ces informations et ces suppositions les individus fixent, avant les élections, le taux de salaire nominal selon le taux d'inflation anticipé. Les élections décrètent le parti gagnant et celui-ci réalise toute suite la politique dictée par ses préférences. Dans la logique de la formule de Lucas, cela se traduit ainsi: si le parti de droite gagne, on aura dans la première période, une récession (l'inflation anticipée étant plus élevée que l'inflation réalisée, le parti de droite conduit une politique déflationniste), si le parti de gauche gagne, on aura une expansion temporaire (l'inflation réalisée est plus élevée que l'inflation anticipée). Moins le parti qui a gagné avait la probabilité de le faire, plus ces effets seront prononcés. Ces effets sont destinés à disparaître car après les élections, les individus anticipent plus correctement le taux d'inflation (les préférences du parti au pouvoir étant connues et invariables). Ainsi, en cas de parti conservateur au pouvoir on aura une période de faible inflation, alors qu'en cas où le pouvoir est détenu par le parti de gauche on aura une inflation plus élevée: le taux de chômage retourne dans les deux cas au taux naturel. Plus l'alternance politique est fréquente, plus on aura des cycles économiques. Ce résultat n'est évidemment pas optimal, car du côté du parti de droite on augmente, bien que temporairement, le chômage, et du côté du parti de gauche, on aboutit à un taux d'inflation élevé, coûts qui doivent s'ajouter à l'instabilité économique.

⁶⁸ De façon différente, Havrilesky (1987) considère le cas où les partis politiques utilisent la politique monétaire pour réduire les possibles effets négatifs de la politique fiscale. Plus un parti exploite la politique fiscale pour des raisons électorales, plus il sera attiré par une politique monétaire expansionniste.

(b) *Commentaire*

Comme l'affirment Persson & Tabellini (1990 - pp. 91-92) dans le cas opportuniste, l'influence sur le comportement économique s'exerce avant les élections, alors qu'elle apparaît après les élections dans le cas idéologique. Le cycle politique, cadencé par les échéances électorales, engendre dans les deux cas un cycle économique⁶⁹.

"So far we have argued that elections create incentives to pursue distorted policies, and that they can enhance the temptation to create policy surprises."
(Persson & Tabellini, 1990 - p. 93)

Dans le cas opportuniste et comme dans le cas partisan, la politique monétaire est soumise à une logique politique qui l'amène à un résultat qui n'est pas socialement optimal. Il y a là un conflit entre logique politique et logique économique: dès que la première prime sur la deuxième, le résultat s'éloigne de la solution optimale. Cet élément est plus évident que dans les modèles du biais inflationniste, où le gouvernement est considéré comme un agent bienveillant et où, pour trouver la séparation entre logique politique et logique économique, on doit accepter la notion de conservatisme.

On peut compléter cette présentation par les considérations suivantes.

D'abord, les théories du cycle politico-économique fondées sur les anticipations rationnelles, constituent une prolongation presque naturelle des modèles du biais inflationniste. En effet, comme le remarquent Alesina & Tabellini (1988 - p. 542), ces modèles souffrent d'une modélisation trop restrictive du comportement du gouvernement, faiblesse que l'introduction de l'hypothèse des partis politiques opportunistes et partisans réduit en conduisant aux cycles économiques. Autrement dit, le passage du gouvernement bienveillant aux politiciens opportunistes ou partisans, change le résultat du jeu stratégique, de telle sorte que le biais inflationniste est remplacé par le cycle économique: d'un problème de moyenne, on passe à un problème de variance. Cela comporte la commune acceptation du cadre monétaire résumé par la théorie quantitative et la formule de Lucas. D'ailleurs, les solutions retenues (règle et réputation) sont considérées soit pour le biais inflationniste, soit pour le cycle économique.

Ensuite, par le fait de passer du biais inflationniste au cycle économique, on s'écarte de l'incohérence temporelle, donc du problème de la crédibilité. Rappelons que le biais inflationniste dérive d'un processus d'optimisation: l'incohérence temporelle découle de l'écart entre optimisation ex-ante et optimisation ex-post. Or, le cycle économique découle des échéances électorales et non pas d'un problème de crédibilité. Cependant, comme le soutiennent Alesina & Tabellini (1988 - p. 545), on peut trouver une source à l'incohérence temporelle même en cas de comportement opportuniste ou partisan. En particulier, dans un modèle où on unifie la voie opportuniste avec la voie partisane, on peut démontrer comment, avant les élections, les partis ont intérêt - afin de gagner les élections - à annoncer une politique qui satisfait le plus grand nombre d'électeurs (on tend ainsi à une politique de centre ou d'électeur-moyen); mais après les élections le parti au pouvoir peut réoptimiser et choisir de réaliser la politique qui satisfait le plus son idéologie. On a donc un comportement opportuniste avant et un comportement partisan après les élections. Cela rappelle l'incohérence temporelle, et donc la crédibilité.

Enfin, la théorie du cycle renforce le rôle de l'indépendance. Plusieurs auteurs⁷⁰ ont soutenu ou démontré que l'indépendance peut être une solution au cycle politique, car elle permet de réduire la volatilité économique engendrée par les préférences idéologiques ou électorales des partis politiques. Si l'indépendance est d'abord une solution à la faute de crédibilité, elle est aussi une garantie de la séparation entre logique monétaire et logique politico-électorale qui réduit le cycle politico-économique.

⁶⁹ Nordhaus (1975, 1989) et Alesina & Roubini (1992) ont cherché des confirmations empiriques. Le résultat est partagé quant à la nature du cycle (à savoir s'il est plus ou moins proche des modèles idéologique ou opportuniste, rationnel ou adaptatif), tout en confirmant son existence.

⁷⁰ Alesina (1988 - pp. 38-43), Alesina & Gatti (1995), Persson & Tabellini (1990 - pp. 97-98). Le même argument était déjà admis par Nordhaus (1975 - p. 188). Cependant, il ne semble pas enthousiaste de la solution, car il retient la nécessité de comparer les gains d'une réduction du cycle économique avec les pertes provoquées du déficit démocratique que l'indépendance peut comporter. De plus, il soutient (Nordhaus, 1989 - pp. 45-47) que même en cas d'indépendance, le cycle politique peut influencer - par voie indirecte - la politique monétaire, d'où la possible réapparition du cycle économique.

“In summary, by isolating the Central Bank from direct political pressure from each current government, three goals can be achieved: 1) reduction of the inflation bias; 2) reduction of partisan variability in monetary policy; 3) reduction of pre-electoral manipulation of monetary policy.”

(Alesina, 1988 - p. 40)

On a deux éléments, dérivés d'un même cadre monétaire, qui légitiment l'indépendance: la réduction du biais inflationniste et la stabilisation du cycle économique. Dans les deux cas, l'indépendance sert à séparer la logique monétaire de la logique politique, afin d'en éviter les contaminations. L'indépendance est la garantie d'un comportement monétaire qui suive une logique monétaire.

2.3. Considérations finales

Le biais inflationniste, au sens strict, est provoqué par un manque de crédibilité de l'autorité monétaire: les individus ne croient pas à l'annonce ou à l'intention de l'autorité politique de suivre une politique non inflationniste en raison de l'écart entre maximisation avant et maximisation après la formation des anticipations. C'est le contenu du modèle de base. La politique annoncée n'est pas crédible, car on sait qu'elle ne sera pas réalisée: elle sera reniée (incohérence temporelle).

La crédibilité est assimilée à l'incohérence temporelle. Si la politique prévue maximise le bien-être social avant et après la formation des anticipations, alors elle est temporellement cohérente: elle est crédible. Au contraire, quand une politique maximise le bien-être avant mais pas après la formation des anticipations, alors elle est temporellement incohérente, elle n'est donc pas crédible: on sait déjà qu'elle sera reniée.

“In a world of perfect information [...] a policy announced today [...] is fully credible if it is dynamically consistent and not credible at all if it is not dynamically consistent. The reason is that in each period policymakers reoptimize and choose the policy that is best for them in that period. Since the public is fully informed about the policymakers' objectives and constraints, it can calculate in advance the dynamically consistent policy for the period in question. In the absence of precommitments, any other policy will be disbelieved.”

(Cukierman, 1992 - p. 205)

La notion de crédibilité se nuance avec l'hypothèse de l'information imparfaite. En information parfaite, les individus ont la connaissance de la vraie nature de la politique, celle-ci est soit crédible soit non crédible. Sous l'information imparfaite, les individus ne connaissent pas avec certitude la nature de la politique, de telle sorte qu'elle peut être plus ou moins crédible selon l'interprétation et la probabilité qu'on donne aux informations à disposition. D'une situation de dualité entre crédibilité et non-crédibilité, on passe à une situation de différents degrés de crédibilité. On peut quantifier la crédibilité par l'écart entre la politique annoncée et la politique anticipée: plus l'écart est élevé, moins la politique est crédible⁷¹.

Une politique crédible permet d'effacer le biais inflationniste⁷². Si l'autorité monétaire annonce de façon crédible qu'elle va réaliser une politique d'inflation zéro, les individus n'anticipent pas un taux d'inflation plus élevé que zéro car ils sont sûrs (information parfaite) ou ils font confiance (information imparfaite) dans cette politique. L'autorité ne sera ainsi pas forcée de provoquer un biais inflationniste: elle peut mettre en œuvre la politique d'inflation zéro sans réduire le bien-être social. Cela résulte du fait que le taux de chômage reste à son taux naturel par l'égalité entre taux d'inflation réalisé et taux d'inflation anticipé (en reprenant la Figure 1-2, on se place au point 0 et non pas au point B). Bien que les avantages de la crédibilité sont considérés principalement sous l'angle de la courbe de Phillips, on peut adapter l'argument d'une façon similaire en cas de motivation financière. Dans ce cas, l'indexation de la dette publique peut jouer comme frein⁷³.

Les avantages d'une politique crédible ne s'arrêtent pas à l'effacement du biais inflationniste: si la politique monétaire est crédible, on peut réduire l'inflation sans augmenter le taux de chômage. Considérons le cas d'une situation à inflation élevée où l'autorité monétaire annonce une politique d'inflation zéro. Si l'annonce est

⁷¹ Cukierman (1992 - p. 206).

⁷² Cukierman (1992 - pp. 310-315) démontre comment, en information imparfaite, la capacité à se préengager (“ability to precommit”) - donc en présence de crédibilité - de la part de l'autorité monétaire permet de réduire le biais inflationniste.

⁷³ Cukierman (1992 - pp. 53-56), Barro & Gordon (1983a - p. 604), Ruge-Murcia (1995).

crédible, les individus anticipent immédiatement le taux d'inflation zéro, de telle sorte que la réalisation de cette politique n'affecte pas le chômage: le taux d'inflation réalisé est égal au taux d'inflation anticipé. Si, au contraire, l'annonce n'est pas crédible, les individus anticipent un taux d'inflation supérieur à zéro, de telle sorte que si l'autorité monétaire réalise effectivement le taux d'inflation zéro, on aura une augmentation du chômage (le taux d'inflation réalisé est inférieur au taux anticipé). En d'autres termes, la crédibilité réduit le coût du processus désinflationniste. Dans ce contexte, la question de la vitesse d'exécution de la politique désinflationniste a été débattue: si le coût de l'inflation est élevé et si la crédibilité permet de réduire l'inflation, sans coût en terme de chômage, alors le processus désinflationniste doit être réalisé rapidement, voir brutalement. Cet argument contraste avec l'approche qui soutient la nécessité d'un processus désinflationniste plus lent, à cause des effets négatifs sur le chômage, notamment au possible retard dans l'ajustement adaptatif des anticipations.

Cependant, après avoir obtenu la confiance des individus, l'autorité monétaire a encore intérêt à conduire une politique inflationniste, car celle-ci permet de réduire le chômage. Cela soulève le thème de l'ambiguïté et du secret⁷⁴. Étant donné le gain en bien-être de la mise en pratique d'une politique inflationniste qui renie la politique annoncée, surtout en cas de crédibilité (*cheating*), on peut admettre qu'il faut garder la politique monétaire dans l'ombre afin de ne pas perdre cet avantage. Autrement dit, lorsqu'on a atteint la crédibilité, il est souhaitable de garder la possibilité de surprendre les individus car, d'après la formule de Lucas, l'inflation non anticipée permet de réduire le chômage. L'ambiguïté a cependant le désavantage de contribuer à réduire la crédibilité, d'où la recherche d'un niveau d'ambiguïté optimal entre perte de crédibilité et effets réels. Il existe le danger que l'ambiguïté reconduise au biais inflationniste, car les individus peuvent, après avoir constaté le reniement, arrêter de croire aux politiques annoncées. On retourne ainsi à une situation d'absence de crédibilité.

Pour annuler le biais inflationniste, il faut un mécanisme qui puisse définir la politique monétaire, de telle façon qu'elle ne pourra plus être reniée. Mais il faut aussi que les individus y croient. Cela soulève la question suivante: comment rendre crédible la politique monétaire?

⁷⁴ Cukierman (1992 - pp. 213-221), Cukierman & Meltzer (1986a).

CHAPITRE II

THÉORIE DE L'INDÉPENDANCE ENTRE CONSERVATISME ET CONTRAT

L'incohérence temporelle est à la racine du biais inflationniste. Afin de le déraciner, il faut trouver un mécanisme qui soit source de crédibilité. Autrement dit, il faut sortir de l'incohérence temporelle.

“The policymaker can improve on this outcome if he can commit himself ex ante to low inflation. If this commitment is credible - which means that some mechanism prevents violations ex post - then people also anticipate low inflation.”
(Barro, 1986 - p. 27)¹

Cela peut se faire soit par la mise en place d'une rigidité qui rend impossible tout changement de comportement, soit par la modification des objectifs de l'autorité monétaire. On présente ici de suite les principales solutions traditionnellement admises: règle, réputation, conservatisme et contrat (section 1). Ces solutions n'impliquent pas explicitement l'indépendance, mais elles entretiennent une relation avec ce concept. La théorie de l'incohérence temporelle s'inscrivait initialement dans le débat entre règle et discrétion: l'indépendance naît comme solution qui cherche à dépasser cette dualité. En d'autres termes, l'indépendance cherche à conjuguer les avantages de la discrétion avec les avantages de la règle: garder la flexibilité sans perdre la crédibilité. Pour cette raison, on retiendra dans un deuxième temps le rôle de l'indépendance, tout en mettant en évidence les différents aspects, modalités et critiques que ce concept comporte (section 2). Une attention particulière sera retenue pour la distinction entre conservatisme et contrat, car l'indépendance qui en résulte diffère dans sa modalité et dans son intérêt. L'indépendance conservatrice s'éloigne de l'indépendance contractuelle, notamment pour ce qui concerne la responsabilité (section 3).

¹ L'italique est de l'auteur.

1. Les solutions au biais inflationniste

L'apport de crédibilité, nécessaire pour résoudre le biais inflationniste, peut être réalisé par différents moyens: la règle monétaire (réduction du caractère discrétionnaire de la politique monétaire), la réputation (prise en considération des effets négatifs du biais inflationniste dans la décision monétaire), le conservatisme (réorientation de l'objectif monétaire vers la lutte contre l'inflation) et le contrat (système d'incitations). Ces solutions assurent l'absence du reniement, d'où la suppression de l'incohérence temporelle et la disparition du biais inflationniste.

1.1. La règle monétaire

La discussion concernant le comportement monétaire, à savoir s'il doit être discrétionnaire ou soumis à une règle stricte et prédéterminée, est ancienne et largement débattue². D'après plusieurs auteurs³, on admet que le texte de Kydland & Prescott (1977) a changé la nature du débat en justifiant différemment la règle.

1.1.1. La règle monétariste

La règle diffère de la discrétion par le fait qu'elle définit préalablement l'action qui sera réalisée. Au contraire, la politique discrétionnaire révisé continuellement cette action. Cette distinction n'est pas sans conséquences: la règle suppose que la politique soit définie (rigidité), alors que la discrétion permet une définition flexible de la politique à suivre, de telle façon qu'on ne peut pas connaître avec certitude son degré de réalisation dans le futur. Sous la règle, la politique monétaire est définie une fois pour toutes, alors que sous la discrétion on garde la possibilité de la modifier.

Comme le remarque Fischer (1990 - p. 1156) la distinction entre règle et discrétion n'est pas si nette, car une règle peut laisser plus ou moins de liberté à l'autorité monétaire: ainsi la règle parfaite définit l'action monétaire dans tous les détails; aucune place n'est laissée à l'interprétation (règle instrumentale), alors que la discrétion complète laisse libre choix sur les objectifs et les instruments de l'action monétaire. Entre ces deux pôles, il y a toute une série de combinaisons possibles entre normes et libertés (par exemple: définition de l'objectif, mais liberté instrumentale).

Le principal avantage de la discrétion est la possibilité d'adapter la politique à toute situation nouvelle, c'est-à-dire sa flexibilité. Les principaux désavantages sont les arguments qui ont poussé Friedman (1968b) à soutenir la règle: bien que le but de la politique discrétionnaire soit la stabilisation de l'économie, elle ne peut pas parvenir à ce but à cause de l'incertitude et de la variabilité qu'elle engendre. Les bonnes intentions ne sont pas suffisantes. Afin de limiter cette liberté discrétionnaire et déstabilisante, Friedman (1968b) propose la règle monétaire définie comme taux de la croissance monétaire constant.

"My own prescription is still that the monetary authority go all the way in avoiding such swings by adopting publicly the policy of achieving a steady rate of growth in a specified monetary total. [...] By setting itself a steady course and keeping to it, the monetary authority could make a major contribution to promoting economic stability. By making that course one of steady but moderate growth in the quantity of money, it would make a major contribution to avoidance of either inflation or deflation of prices."
(Friedman, 1968b - pp. 16-17)

Cet argument suit l'interprétation de la courbe de Phillips ajustée par les anticipations: toute interférence monétaire modifie l'équilibre sans pour autant l'écarter durablement de l'état naturel. Il s'ensuit une déstabilisation inutile, car tout revient enfin à l'état naturel. La politique monétaire active et discrétionnaire constitue un dérangement à l'état naturel: un nuage qui va créer de l'illusion. Inversement, la politique stable

² Pour un résumé du débat voir Schaling (1995 - pp. 7-61), Fischer (1990).

³ Barro (1986 - p. 23), Fischer (1990 - p. 1181).

réalisée par la règle permet de rester ancré à l'état naturel, ce qui assure plus de stabilité. La stabilité et la passivité de la politique monétaire sont des garanties de la stabilité économique. L'argument de Friedman a subi plusieurs critiques: (1) tout d'abord on conteste la nature de la règle, c'est-à-dire le fait que la quantité monétaire doive augmenter à un taux constant⁴. Cette idée dérive de la théorie quantitative et implique la stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie (donc de la demande de monnaie). En cas d'instabilité de la vitesse de circulation, la stabilité du taux de croissance monétaire n'assure plus la stabilité économique: si la vitesse augmente, on a l'inflation, alors que si la vitesse diminue, on tombe dans la déflation. Ainsi, afin de garder un niveau des prix stable, il faudrait que la quantité de monnaie varie inversement à la variation de la vitesse de circulation. L'innovation financière a effectivement déstabilisé la vitesse de circulation, ce qui a rendu caduque ce type de règle, en inspirant des définitions nouvelles; (2) on conteste la rigidité de la règle, c'est-à-dire l'absence de réaction aux chocs économiques⁵: la rigidité élimine tout activisme monétaire, dont on aurait parfois besoin; (3) on a constaté⁶ que même dans les années 80 et même pour la Bundesbank (la banque centrale qu'on assimile plus facilement avec le monétarisme) les pratiques bancaires ont été très rarement conformes à la règle souhaitée par Friedman, sans pour autant perdre le contrôle de l'inflation. On peut expliquer ces comportements par l'esprit de pragmatisme que la règle avait peut être oublié; (4) on met en cause la validité des raisons qui doivent démontrer la supériorité de la règle sur la discrétion⁷:

"But an intelligent policymaker could take account of incomplete information about the economy when deciding on the optimal discretionary policy. Then if the policymaker were also well-meaning, there was no obvious defense for using a rule in order to bind his hands in advance. Discretion seemed to be synonymous with flexibility, which one had no reason to deny to a smart, benevolent policymaker."
(Barro, 1986 - p. 23)

La discrétion dans des mains bénévoles et savantes, ne conduira pas vers la déstabilisation.

1.1.2. La solution au biais inflationniste

Avec la notion d'incohérence temporelle, on croit pouvoir identifier une raison plus solide en faveur de la règle, car on met en évidence le principal défaut de la politique discrétionnaire, c'est-à-dire le biais inflationniste qui en découle même en cas de gouvernement benévole. Il faut alors démontrer comment la règle permet de résoudre le biais inflationniste⁸.

La raison est facilement compréhensible: le biais inflationniste découle de la possibilité d'adopter, une fois que les anticipations sont fixées, un comportement différent de celui qui a été prévu. Autrement dit, la flexibilité implicite au régime discrétionnaire permet l'ajustement continu de la politique monétaire qui favorise l'existence de l'incohérence temporelle. Si, au contraire, on adopte une règle qui ne permet pas cette liberté, le reniement monétaire devient impossible. Autrement dit, si l'autorité monétaire est obligée de suivre une règle, on sait par avance qu'elle ne pourra plus adopter un comportement différent.

"The important dimension of a rule is its capacity to restrict the manner in which future policy choices will be made."
(Barro & Gordon, 1983a - p. 606)

La règle fixe le comportement monétaire avant la formation des anticipations: la possibilité du reniement n'existe plus, d'où la réduction des anticipations inflationnistes par les individus et la disparition du biais inflationniste. C'est la rigidité (le fait de "lier les mains" à l'autorité monétaire), caractéristique de la règle, qui est la clé de la solution.

⁴ Fischer (1990 - p. 1165).

⁵ D'où le développement des règles "actives" ou "contingentes", c'est-à-dire qui réagissent à l'évolution économique et cherchent à l'influencer. En faveur des règles actives se sont prononcés Feldstein & Stock (1994) et McCallum (1984). Ces règles prétendent sauvegarder un certain degré de flexibilité. Du reste, comme Fischer (1990 - pp. 1165-1168) l'illustre, on peut définir plusieurs types de règles selon la variable considérée (quantité de monnaie, taux d'intérêt, PNB nominal, niveau des prix,...), ou selon la réaction aux autres variables (activisme ou pas).

⁶ Fischer (1990 - p. 1173).

⁷ Fischer (1990 - p. 1169, note 38, p. 1181) affirme que les bases théoriques ne sont pas claires, mais il n'explique pas cette affirmation.

⁸ Cette idée a déjà été retenue par Kydland & Prescott (1977 - p. 487) et Calvo (1978 - p. 1422).

Pour mieux illustrer l'apport de la règle monétaire, suivons le développement de Barro & Gordon (1983b - pp. 104-107). Admettons la fonction-objectif suivante⁹:

$$(F - 2.1) \quad L = (a/2)(\pi_t)^2 - b(\pi_t - \pi_t^e)$$

L = coût social (à minimiser)

$(a/2)(\pi_t)^2$ = coût de l'inflation π au temps t , avec la constante $a > 0$

$b(\pi_t - \pi_t^e)$ = bénéfice de l'inflation non anticipée¹⁰, avec la constante $b > 0$

Par hypothèse on admet que tout se joue sur une seule période: aucun lien n'existe entre la période t et la période $t+1$. On doit démontrer que le coût L sous la règle est inférieur au coût sous la discrétion.

Considérons d'abord le coût en cas de politique discrétionnaire. Plaçons-nous avant la formation des anticipations et supposons que les individus acceptent l'inflation zéro. La politique π_t^d - où "d" indique le régime discrétionnaire - qui minimise L est:

$$(F - 2.2) \quad \pi_t^d = b/a$$

Ce taux est évidemment supérieur à zéro étant donné $a > 0$ et $b > 0$. Pour obtenir ce résultat il faut poser $\pi_t^e = 0$, et résoudre la dérivée première de L par rapport à π_t , en posant $\delta L / \delta \pi_t = 0$, étant donné qu'il s'agit d'un problème de minimisation. Avec $\pi_t^d = b/a$ et $\pi_t^e = 0$, on atteint le point A de la Figure 1.2 (cf. supra): dans cette situation l'inflation non anticipée permet de réduire le chômage, d'où un bien-être social plus élevé que le bien-être obtenu par une politique d'inflation zéro¹¹. Cependant, les individus anticipent cette politique, d'où un taux d'inflation effectivement anticipé égal à:

$$(F - 2.3) \quad \pi_t^e = b/a$$

Cette situation ($\pi_t^d = \pi_t^e$) correspond au point C du Graphique 1.2. Si on introduit (F - 2.2) et (F - 2.3) dans (F - 2.1) on obtient le coût social du régime discrétionnaire, c'est-à-dire:

$$(F - 2.4) \quad L^d = b^2/2a$$

Le taux de chômage correspond au taux naturel, car $\pi_t^d = \pi_t^e$, mais nous devons supporter les effets négatifs de l'inflation ($\pi_t^d > 0$): tel est le coût social du régime discrétionnaire.

Considérons maintenant le cas de la règle. Dans ce cas, l'autorité monétaire ne peut pas renier son comportement: la politique déterminée avant la formation des anticipations correspond à celle que les individus anticipent, on est donc obligé de raisonner dans un contexte où $\pi_t = \pi_t^e$.

"The policymaker can condition the inflation rate, π_t , only on variables that are known also to the private agent. (The policymaker could randomize his choices, but he turns out not to have this incentive.) Therefore, the policymaker effectively choose π_t and π_t^e together, subject to the condition that $\pi_t^e = \pi_t$."
(Barro & Gordon, 1983b - p. 106)

Dans ce cas, qu'elle est la politique π_t^r - où par "r" on signifie l'adoption de la règle - qui minimise L ? Évidemment, cette politique devra correspondre à celle qui sera annoncée par la règle. Pour obtenir π_t^r il faut poser $\pi_t^e = \pi_t^r$ et résoudre la première dérivée de L par rapport à π_t , c'est-à-dire $\delta L / \delta \pi_t = 0$, donc:

$$(F - 2.5) \quad \pi_t^r = 0 = \pi_t^e$$

Le raisonnement est le suivant:

- 1) étant donné la contrainte $\pi_t^e = \pi_t$, le bénéfice de l'inflation non anticipée est nul (deuxième terme de L);
- 2) la minimisation de L revient à minimiser le coût de l'inflation (premier terme de L);

⁹ Cette fonction est une variante de F - 1.5: le taux d'inflation optimal est supposé être égal à zéro, et le taux de chômage est exprimé en fonction du taux d'inflation, d'après la fonction de Lucas (cf. supra).

¹⁰ Comme Barro & Gordon (1983b - p. 105) le remarquent, ce bénéfice peut être interprété soit comme réduction du chômage, soit comme couverture inflationniste du déficit public. Dans le premier cas, b indique la pente de la courbe de Phillips.

¹¹ Si $\pi_t^e = 0$ et $\pi_t^d = b/a$ alors $L = -b^2/2a$ (c'est le gain en termes de réduction du chômage), alors que si $\pi_t^d = 0$, alors $L = 0$.

3) par sa définition le coût de l'inflation est minimisé avec $\pi_t=0$, ce qui minimise aussi L .

En appliquant la double égalité définie en (F - 2.5) à (F - 2.1), on obtient le coût social suivant:

$$(F - 2.6) \quad L^r = 0$$

Le résultat sous la règle est évidemment préférable au résultat sous la discrétion:

$$(F - 2.7) \quad L^r = 0 < L^d = b^2/2a$$

La diversité des résultats entre discrétion et règle dérive d'un raisonnement différent quant à la minimisation: sous la discrétion, on admet la possibilité de surprendre les individus, alors que sous la règle, on est obligé d'éviter cette surprise. Autrement dit, sous la discrétion on peut poser - au moins au départ - $\pi_t \neq \pi_t^e$, alors que sous la règle on doit raisonner toute suite avec la contrainte $\pi_t = \pi_t^e$. Avec un tel résultat, il est évident que la règle doit être définie afin d'atteindre une inflation nulle. Dans le cas inverse le coût social peut dépasser celui obtenu sous la discrétion. Autrement dit, l'élément qui permet d'effacer l'incohérence temporelle est la caractéristique implicite à la règle selon laquelle une politique ne peut plus être reniée une fois qu'elle a été définie. On peut définir cette caractéristique par le mot rigidité: l'absence de flexibilité est une garantie pour les individus. Cette confiance permet d'effacer le biais inflationniste. Cependant, ce qui reste c'est la définition pratique de la règle, qui doit, afin de ne pas perdre le gain potentiel, permettre d'atteindre une inflation nulle. Une règle qui prévoit une inflation positive, augmente le coût social L , sans apporter aucun gain, car $\pi_t = \pi_t^e$.

Kydland & Prescott (1977 - p. 487) admettent explicitement que la règle peut être le taux de croissance constant de Friedman, alors que Barro (1986 - p. 27) considère qu'elle peut s'appliquer non pas directement à la masse monétaire, mais au niveau des prix (ce qui revient au même si on accepte la théorie quantitative et la stabilité de la vitesse de circulation). Barro (1986 - pp. 28-29) envisage aussi d'autres possibilités: règles contingentes, gold standard ou un autre mécanisme de taux de change fixe. L'important est d'avoir une règle qui d'une part, élimine la possibilité, une fois les anticipations établies, du reniement de la politique et d'autre part, qui vise une inflation faible, voire nulle.

La règle permet aussi de réduire voire d'effacer le cycle économique engendré par les élections¹². Pour cela il faut entre les partis politiques en jeu une entente sur la politique optimale à suivre (politique unique), il faut aussi un respect réciproque de cet accord: le cycle disparaît et le bien-être collectif augmente.

1.1.3. *Commentaire*

La définition de la règle - En principe, on admet que la règle qui permet de résoudre le biais inflationniste est de la même nature que la règle de Friedman: un taux constant de croissance de la quantité de monnaie. Cependant, on admet aussi d'autres règles (taux de croissance constant des prix)¹³; et on accepte même des règles contingentes¹⁴. Cela pose le problème de la définition la règle, une fois identifiée sa nécessité. Si on veut une règle suffisamment flexible et capable de répondre à toutes les situations futures, sa définition pratique devient très complexe; d'ailleurs, la prévision de toutes ces situations est une tâche presque impossible¹⁵. La difficulté de définir la règle touche aussi au changement de l'environnement économique provoqué par l'introduction de toute règle (cf. la critique de Lucas). En plus, une règle complètement contingente peut être facilement confondue avec un comportement discrétionnaire: dans le cas extrême d'une règle qui prévoit le reniement, on n'a plus une règle qui efface le biais inflationniste. Comme le remarque Barro (1986 - p. 29), il devient difficile de différencier la règle de la discrétion dès que la règle est flexible et dès qu'elle réagit à la situation économique. Si on rejette l'adoption d'une règle contingente, on doit alors accepter la faute de flexibilité d'une règle non contingente (comme celle retenue par Friedman), ce qui signifie abandonner toute possibilité de réaction aux chocs

¹² Alesina (1987 - p. 671).

¹³ Barro (1986 - pp. 27-29).

¹⁴ On parle de règle contingente lorsqu'elle réagit à la situation économique, contrairement à la règle de Friedman qui ignore l'évolution économique. Dès lors, la différence entre règle et discrétion est que la première cherche à limiter la flexibilité, alors que la discrétion laisse tout ouvert.

¹⁵ Rogoff (1985 - p. 1177), Persson & Tabellini (1990 - pp. 24-25).

économiques par la politique monétaire: on adopte ainsi un comportement insensible à l'évolution économique (rigidité totale) On tombe ainsi dans un trade-off entre flexibilité et crédibilité.

Le trade-off entre flexibilité et crédibilité - La règle est vue comme une façon de préengager la politique, c'est-à-dire d'éviter son reniement: c'est le facteur qui peut résoudre l'incohérence temporelle. Cependant, la rigidité implicite à la règle réduit la flexibilité de la politique monétaire. Ce dilemme se résume ainsi:

"To be fully effective, a rule must be set in place in such a way that it is very difficult to change. This, in turn, raises the danger that the rule will be difficult to alter after it becomes outmoded."
(Rogoff, 1985 - p. 1177)

Fischer (1990 - pp. 1179-1180) va plus loin en démontrant que le trade-off entre flexibilité et crédibilité dérive du modèle de base de l'incohérence temporelle dès qu'on admet l'existence d'un choc économique imprévu qui se réalise après la formation des anticipations rationnelles et qui ne peut pas être retenu dans la règle. La supériorité de la règle ne dérive donc pas de sa capacité à résoudre l'incohérence temporelle, mais de la vision du système économique et des préférences entre rigidité et flexibilité: si on considère que le système est généralement stable (état naturel), on accepte plus facilement la réduction de la flexibilité, car elle n'est pas nécessaire (le gain du préengagement est supérieur au coût de la rigidité). Si au contraire on soutient la nécessité d'une politique flexible pour répondre aux chocs économiques (économie instable), le gain du préengagement n'est plus si décisif: le coût de la rigidité peut dépasser le gain de la flexibilité¹⁶. Fischer (1990 - pp. 1181) estime même qu'il est inutile de soutenir la règle si celle-ci amène vers un résultat négatif. Autrement dit, le débat entre règle et discrétion est un faux débat, ce qui importe au niveau pratique n'est pas le moyen à adopter, mais le résultat qu'on obtient.

"A successful discretionary monetary policy that maintains reasonable price stability and employment will likely do more to maintain the general use of free market and personal freedoms than an unsuccessful rule that causes discontent over the basic organization of the economy."
(Fischer, 1990 - p. 1163)

"The Chicago school's emphasis on rules versus discretion was misleading as was its emphasis on the desirability of rules as such. There is a continuum of monetary policies, some giving more discretion to the central bank than others. It is difficult to attach much virtue to a rule merely because it is a rule if it produces poor economic performance. Accordingly, more valuable than the rule versus discretion debate is the substantive discussion of alternative monetary policies that accompanied it."
(Fischer, 1990 - p. 1181)

La crédibilité de la règle - La règle doit être crédible, et cela à plusieurs niveaux. Premièrement, elle doit indiquer une politique anti-inflationniste, faute de quoi au lieu de résoudre le biais inflationniste, elle ira le provoquer. Deuxièmement, elle ne doit pas permettre le reniement après la formation des anticipations (elle ne doit donc pas être contingente aux anticipations), faute de quoi elle ne ferait que prescrire un comportement discrétionnaire. Troisièmement, il faut que cette règle ne puisse pas être abandonnée après la formation des anticipations, faute de quoi le préengagement serait nul. Si les deux premières conditions sont plus simples à respecter, le problème se pose avec la troisième condition. Comme le montrent Barro & Gordon (1983b - pp. 107-108), une fois que le taux d'inflation anticipé a été fixé à zéro, il est avantageux pour l'autorité monétaire de renier la règle en conduisant une politique inflationniste (*cheating*). En reprenant le modèle décrit plus haut, avec $\pi_t^c = b/a$ (où par "c" on entend la solution de *cheating*) et $\pi_t^e = 0$, on obtient $L^c = -b^2/2a$, ce qui est inférieur à $L^f = 0$ et qui correspond au point A du Graphique 1.2. Par le fait qu'on a réussi avec l'introduction de la règle à amener à zéro les anticipations, pourquoi ne pas avouer la règle et augmenter ainsi le bien-être? Cependant, si on arrive à surprendre les individus une première fois, la deuxième fois n'est plus assurée: par le même mécanisme d'anticipations décrit sous la discrétion on retombe dans le biais inflationniste.

¹⁶ Le fait que les bénéfices d'une règle contingente dépendent du modèle macroéconomique est admis aussi par Barro (1986 - p. 35).

“The pursuit of the first-best [cheating] tends to push the economy away from the second-best of a rule with low inflation, and toward the third-best of discretionary policy with high inflation.”
(Barro, 1986 - p. 28)

La faute de crédibilité de la règle dérive du fait qu'elle est définie par l'autorité monétaire elle-même qui peut toujours la renier selon ses désirs. Si l'annonce par l'autorité monétaire d'une politique d'inflation nulle n'est pas crédible, même la mise en place d'une règle monétaire ne peut pas l'être. La règle en tant que telle n'assure pas la solution au biais inflationniste: il faut que l'autorité monétaire ne soit plus attirée du tout par la tentation de tricher.

La règle et le taux de change fixes - En économie ouverte, on admet parfois que le régime de changes fixes permet de résoudre le biais inflationniste¹⁷, car il constitue une règle monétaire externe. On croit ainsi pouvoir importer la crédibilité monétaire d'un pays tiers. L'adoption du taux de change fixe serait le signe de l'engagement pris pour défendre la valeur interne de la monnaie. C'est avec cet argument qu'on a parfois défendu le SME adopté par les pays européens. Cependant, la validité de cette approche n'est pas certaine. En effet, le taux de change fixe est particulièrement exigeant, car la politique monétaire interne doit suivre de près la politique monétaire du pays auquel on a attaché sa propre monnaie. Cela peut parfois ne pas être souhaitable, car trop douloureux. De plus, le taux de change fixe ne supprime pas les pressions inflationnistes internes. D'ailleurs, l'expérience historique a montré à plusieurs reprises que même le taux de change fixe n'assure pas une solution certaine. Si la règle doit être crédible en elle-même, le taux de change fixe doit l'être lui aussi. Le régime de changes fixes ne permet pas une politique monétaire indépendante, de même il n'assure pas la crédibilité de la politique monétaire (il faut encore démontrer que le taux fixé peut être soutenu dans le temps). Si ce régime permet de lier les mains à l'autorité monétaire, il n'est pas encore dit qu'il sera la solution au biais inflationniste: la crédibilité n'étant pas établie. De plus, la tendance actuelle est plutôt vers le régime de changes flexibles, ce qui permet de garder une politique monétaire plus indépendante, donc plus forte, dans le cadre de la libre circulation des mouvements des capitaux. Ainsi, avec la création de la Banque Centrale Européenne et de l'euro, bien qu'on ait adopté une banque centrale indépendante, on a aussi adopté un régime de changes flexibles (le change fixe étant établi seulement pour la conversion des anciennes devises en euro).

1.2. La réputation

Si la règle cherche à résoudre le biais inflationniste en liant les mains de l'autorité monétaire, la réputation adopte une voie différente: elle cherche à internaliser les coûts du biais inflationnistes au moment de décider la politique monétaire. Au gain immédiat de la réduction du chômage d'une politique inflationniste, on ajoute le coût du biais inflationniste futur. Cela résulte d'une interaction qui se déroule dans le temps.

Dans le modèle de base décrit précédemment, les individus sont rationnels et anticipent le comportement de l'autorité monétaire, cependant celle-ci n'anticipe pas le processus de décision des individus. Le don de l'anticipation semble revenir seulement aux individus. Cette limite est contournée par les modèles de la réputation. Par ces modèles, on démontre que l'internalisation des effets futurs de la politique actuelle peut convaincre l'autorité monétaire à adopter un comportement plus crédible et moins inflationniste. Autrement dit, l'autorité monétaire s'aperçoit qu'il convient de conduire une politique restrictive, faute de quoi elle perd le contrôle sur les anticipations favorisant ainsi le biais inflationniste.

Le mécanisme de la réputation permet de garder le caractère discrétionnaire de la politique monétaire: il ne s'agit pas de lier les mains à l'autorité monétaire par une imposition externe, mais d'identifier les sources internes qui réduisent les tentations inflationnistes. On peut retenir deux voies: (1) l'extension du modèle de base limité à une seule période, vers des modèles fondés sur un jeu répété (période finie ou infinie), (2) l'adoption de l'hypothèse de l'information imparfaite au sujet de la nature de l'autorité monétaire, c'est-à-dire que les individus ne

¹⁷ Fischer (1994 - pp. 289-290), Persson & Tabellini (1994 - pp. 18-19).

connaissent pas avec certitude les préférences de l'autorité monétaire. Les deux approches permettent de résoudre le biais inflationniste par un mécanisme endogène¹⁸.

1.2.1. La solution au biais inflationniste: jeu répété, horizon temporel fini et infini

Barro & Gordon (1983b) ont modélisé la réputation en adoptant l'approche du jeu répété. Le point de départ est une fonction objectif qui comprend plusieurs périodes¹⁹:

$$(F - 2.8) \quad L = \sum q_t^{t-1} [(1/2)(\pi_t)^2 + \chi U_t]$$

avec:

L = perte de bien-être;

Σ = signe de sommation (pour $t = 1 \dots 2$);

q_t^{t-1} = facteur d'actualisation pour la période t , en principe $q_t = 1/(1+\theta_t)$, où θ_t est le taux d'escompte

π_t = taux d'inflation au temps t ;

U_t = taux de chômage au temps t , dérivé de la courbe de Phillips;

χ = poids donné par l'autorité monétaire à la réduction du chômage (si $\chi = 0$, la banque centrale ne poursuit que la lutte contre l'inflation, si $\chi \rightarrow \infty$, alors elle poursuit seulement la lutte au chômage). Cette formule n'est autre qu'une addition des bien-être sociaux futurs escomptés à aujourd'hui. On suppose que l'autorité monétaire annonce, pendant la période $t-1$, l'objectif pour la période t , donc:

$$(F - 2.9) \quad \pi_t^* = \pi^*$$

Les individus forment leurs anticipations pour la période t , de la façon suivante:

$$\text{si } \pi_{t-1}^e = \pi_{t-1}, \text{ alors:} \quad \pi_t^e = \pi_t^*$$

$$\text{sinon:} \quad \pi_t^e = \pi_t^d$$

avec:

π_t^e = taux d'inflation anticipé par les individus au temps t ;

π_t^d = taux d'inflation de l'équilibre sous le régime de la politique discrétionnaire, donc $\pi_t^d > \pi_t^*$.

Si dans la période précédente les anticipations se sont révélées correctes, alors les individus anticipent le taux déclaré par l'autorité monétaire, si au contraire dans la période précédente les anticipations ont été incorrectes (donc si l'autorité monétaire a adoptée une approche opportuniste), alors les individus anticipent le biais inflationniste²⁰. Si la banque centrale adopte toujours une politique non inflationniste, les individus anticiperont toujours un résultat non inflationniste. La politique monétaire ne perd pas ainsi sa crédibilité et le biais inflationniste n'apparaît pas. Cependant, si l'autorité monétaire renie son objectif pendant la période $t-1$ en conduisant une politique inflationniste, alors les individus, tout en s'étant trompés en $t-1$, anticipent le biais inflationniste pour la période t .

La clé pour résoudre le biais inflationniste dépend du comportement que l'autorité monétaire a assumé dans le passé. Or, ce comportement est défini d'après les bien-être futurs, cf. (F - 2.8). Ainsi, au temps $t=1$, il convient à l'autorité monétaire d'annoncer, mais aussi de réaliser, une politique non inflationniste ($\pi_t = \pi_t^*$), car le gain

¹⁸ Persson & Tabellini (1990 - pp. 93-97), Alesina (1987 - pp. 659-666) et Rogoff & Sibert (1988 - pp. 12-13) admettent le cas où la réputation réduit les effets négatifs du cycle politico-économique. Le mécanisme est essentiellement le même: il s'agit de faire comprendre au gouvernement les effets négatifs de ses comportements. C'est dans cet esprit que Cukierman & Meltzer (1986b - p. 379) admettent que le gouvernement en place réduit son comportement opportuniste dans le cas où il retient les effets de sa propre politique sur plusieurs périodes électorales.

¹⁹ cf. aussi Schaling (1995 - pp. 32-34).

²⁰ On appelle ce processus de décision *trigger strategy*.

d'un reniement au temps t peut être plus faible que le coût du biais inflationniste au temps $t+1$ à la suite de l'ajustement à la hausse des anticipations individuelles.

L'autorité monétaire sait que, si elle conduit une politique inflationniste, elle gagne dans le présent (réduction du chômage), mais elle perdra dans le futur (hausse de l'inflation). Cependant, la stratégie du gouvernement, malgré la politique discrétionnaire, ne consiste pas à poursuivre le gain de court terme, mais à pondérer les gains et les coûts présents et futurs de telle sorte que si le gain actuel est moins élevé que les pertes futures, on n'aura pas une politique inflationniste. Le biais inflationniste est réduit par la prise en compte des effets négatifs qui vont se produire en cas de politique inflationniste.

“Unexpectedly high inflation today not only brings about current employment gains, but it also brings about higher expected inflation tomorrow, which raises the cost of the current policy surprise. A policymaker that worries enough about the future might therefore resist the temptation of inflate today.”
(Persson & Tabellini, 1990 - p. 34)

Plusieurs modèles s'inspirent de cette idée²¹. Sous l'hypothèse d'information parfaite, on retient les modèles à horizon temporel fini et les modèles à horizon infini. Dans le premier cas, le jeu est répété pour une série de périodes, mais il va s'achever, alors que dans le deuxième cas le jeu n'a pas de fin. On justifie cette hypothèse soit en admettant la méconnaissance de la durée du jeu; soit en interprétant les acteurs non pas comme des individus mais comme des institutions, en soutenant que la vie de l'institution dépasse celle de ses membres. Si, pour les individus, on peut admettre que le taux salarial et les anticipations sont formés par une organisation syndicale, pour l'autorité monétaire on peut admettre l'institution de la banque centrale comme entité qui dépasse la vie des individus.

Les limites principales des modèles à horizon fini sont²²: (1) le mécanisme qui conduit à la réputation peut disparaître par un niveau excessif du taux d'actualisation q_t ou du taux de chômage U_t . Dans ces cas la conséquence est que le coût du biais inflationniste futur peut être inférieur au gain de la surprise inflationniste actuelle: la fonction objectif suggère ainsi l'adoption d'une politique inflationniste, ce qui n'arrive pas à résoudre la question; (2) l'absence de l'incitation vers la réputation dans la dernière période, peut détruire l'ensemble du mécanisme. Dans la dernière période, l'autorité monétaire se trouve dans la situation du jeu à une seule période qui sert à la démonstration du biais inflationniste: les effets futurs n'existent plus, d'où la disparition du frein qui réduit les tentations inflationnistes. Comme dans le modèle à une seule période, l'autorité monétaire constate la seule existence d'un gain présent. Cependant, cela va se répercuter sur la période précédente et ainsi de suite jusqu'à la première période.

Ces limites soutiennent l'hypothèse de l'horizon temporel infini. Cependant, même ces modèles sont limités par d'autres critiques²³: (1) sous l'hypothèse de l'horizon infini, le jeu n'atteint pas un seul équilibre mais plusieurs²⁴. Cela résulte du fait que l'équilibre du jeu dépend de valeurs qu'on attribue à certaines variables qui ne peuvent pas être traitées comme des paramètres exogènes, notamment le degré de la sanction en termes de niveau d'inflation anticipé et de durée de la sanction elle-même. Ces deux variables jouent un rôle important dans la détermination de l'équilibre du jeu car elles influencent le niveau du coût futur que l'autorité monétaire doit comparer avec le gain présent. Plus le degré de sanction est élevé, plus le mécanisme de la réputation aura effet en limitant le biais inflationniste. Cependant, à chaque degré de sanction correspond un équilibre différent: en effet, le taux d'inflation d'équilibre sous la réputation se place entre le biais inflationniste (sanction nulle) et le taux socialement optimal (sanction infinie). On n'atteint ainsi pas un véritable résultat: l'équilibre reste indéterminé, dépendant des valeurs qu'on attribue aux variables; (2) l'équilibre atteint par la réputation bien qu'il soit meilleur que l'équilibre discrétionnaire, n'arrive pas à la suppression complète du biais inflationniste

²¹ Pour une revue de ces modèles voir Persson & Tabellini (1990 - pp. 33-78).

²² Barro & Gordon (1983a - pp. 605-606), Fischer (1990 - p. 1176), Persson & Tabellini (1990 - pp. 40-42, pp. 50-54).

²³ Barro & Gordon (1983a - p. 606, 1983b - pp. 118-120), Persson & Tabellini (1990 - pp. 46-47, pp. 50-53), Backus & Driffill (1985 - p. 532), Cukierman (1992 - pp. 209-210).

²⁴ La multiplicité des équilibres apparaît même dans les modèles qui considèrent la réputation dans le cadre des cycles économiques (cf. Alesina, 1987 - p. 668). Cette multiplicité pourrait se résoudre si les individus coopèrent pour choisir un seul équilibre, d'où un possible intérêt pour les modèles oligopolistiques où les individus ne sont pas atomisés, mais unis sous une seule organisation syndicale. L'argument a été signalé entre autres par Persson (1988 - p. 523).

comme c'est le cas pour la règle: on reste dans une situation intermédiaire entre règle et discrétion. Le biais inflationniste va seulement se réduire et non pas disparaître; (3) d'après la formation des anticipations, on admet que la réputation existe dès le départ. Il peut arriver que la réputation soit perdue, mais on ne sait pas comment la réputation peut être acquise. Cela laisse inexpliqué comment une autorité monétaire, qui souffre du biais inflationniste par faute de réputation, peut devenir réputée. Cette difficulté dérive de l'hypothèse d'information complète, retenue dans ces modèles, d'où l'intérêt des modèles qui adoptent l'information incomplète et qui fondent la réputation sur un mécanisme de signaux entre autorité monétaire et individus. L'avantage de modéliser la réputation avec l'information incomplète est soutenue aussi par Cukierman (1992 - pp 205-207, pp. 210-211): d'une situation où la réputation existe ou n'existe pas, on peut passer à une situation plus réaliste où différents degrés de réputation existent selon l'ampleur de l'écart entre politique annoncée et anticipations individuelles. La réputation peut ainsi augmenter ou diminuer.

1.2.2. La solution au biais inflationniste: information imparfaite et préférences monétaires méconnues

L'introduction des informations imparfaites au niveau des préférences de l'autorité monétaire, change la nature du mécanisme de réputation. L'autorité monétaire doit adopter un comportement en prenant en considération les effets sur sa propre image du résultat économique atteint. On considère ainsi le cas où on a deux types d'autorité monétaire: l'autorité forte (conservatrice) qui en principe ne conduit pas une politique inflationniste pour réduire le chômage, et l'autorité faible (discrétionnaire) qui cherche à surprendre les individus par une politique inflationniste afin d'augmenter l'emploi.

“As in the previous section, the basic idea is that surprise inflation in the current period generates higher expected inflation in the future through a loss of government reputation. In contrast to the previous section, however, the expectations of the private sector now reflect learning in a situation of genuine uncertainty about the policymaker's ‘type’. Different policymakers have different weights in the inflation-employment trade-off, which is a crude but simple way of capturing the idea that different policymakers have different objectives.”
(Persson & Tabellini, 1990 - p. 56)

Les individus se forment une idée des préférences de l'autorité monétaire en fonction de l'évolution passée du taux d'inflation. Les modèles qui suivent cette démarche, évitent les problèmes de la dernière période et de la multiplicité des équilibres. On présente les éléments du modèle pour mieux illustrer cette idée²⁵.

Supposons l'existence de deux périodes ($t = 1...2$), et donnons-nous la courbe de Phillips augmentée des anticipations rationnelles, telle qu'on l'a définie auparavant:

$$(F - 2.10) \quad U_t = U_N + (1/(1-\beta))(\pi_t^e - \pi_t)$$

avec, comme pente de la courbe, $1/(1-\beta)$ qui remplace λ .

L'autorité monétaire minimise la fonction objectif décrite supra (F - 2.8).

On admet l'existence de deux types possibles d'autorité monétaire: l'autorité “forte” ($\infty > \chi > 0$) et l'autorité “faible” ($\chi = 0$)²⁶. La première poursuit de façon stricte la lutte contre l'inflation: elle ne mettra jamais en œuvre une politique inflationniste, alors que la deuxième cherche à réduire le chômage par une politique discrétionnaire et inflationniste²⁷.

²⁵ On suit la présentation donnée par Schaling (1995 - pp. 35-40) et inspiré au modèle original de Backus & Driffill (1985). Pour d'autres modèles qui suivent cette approche voir Cukierman (1992 - pp. 315-323). Cette solution a déjà été retenue par Barro & Gordon (1983b - pp. 119-120) qui ne l'ont pas développée en raison de la difficulté d'expliquer la diversité de préférences chez l'autorité politique.

²⁶ En anglais, on utilise les mots *tough*, *hard*, *hard-nosed*, *strong*, *dry* pour définir la première et *weak*, *soft*, *wet* pour définir la deuxième. Barro (1986 - p. 32) va même plus loin en apportant un jugement de valeur: *good guy* pour l'autorité forte et *bad guy* pour l'autorité faible. On reviendra sur ces mots au moment de la présentation du conservatisme, car ils démontrent bien l'idée sous-jacente à l'indépendance généralement admise. La similitude avec les deux types de partis politiques retenus dans la théorie du cycle politico-économique.

²⁷ Cukierman (1992 - pp. 140-145, pp. 310-315) considère le cas où les deux types d'autorité monétaires ne se différencient pas par une plus ou moins forte orientation vers l'inflation, mais par une différente capacité de se préengager. Avec cette hypothèse, le résultat

Les individus ne connaissent pas la nature forte ou faible de l'autorité monétaire: ils ne savent donc pas la valeur de χ . Cependant, ils se forment une idée en fonction de l'évolution passée du taux d'inflation. Formellement:

si $\pi_1 > 0$, alors

$$\phi_2 = 0$$

si $\pi_1 = 0$, alors

$$\phi_2 = \phi_1 / [\phi_1 + (1-\phi_1)p_1]$$

avec:

π_1 = taux d'inflation de la période 1;

$p_1 = P(\pi_1=0 \text{ et } \chi>0)$, c'est-à-dire la probabilité que malgré un taux d'inflation nulle, l'autorité soit faible, la valeur de p_1 est comprise dans l'intervalle $[0, 1]$; on admet généralement que cette valeur est constante;

ϕ_t = degré de croyance que les individus attachent à la nature de l'autorité: si $\phi = 1$, les individus sont certains que l'autorité est forte, si $\phi = 0$, ils sont certains qu'elle est faible. Le facteur ϕ indique le degré de réputation de l'autorité auprès des individus.

Dès que les individus constatent un taux d'inflation supérieur à zéro, ils sont certains que l'autorité monétaire est faible, car par hypothèse l'autorité forte ne conduit jamais une politique inflationniste. Dans ce cas, la réputation tombe à zéro ($\phi=0$). Si, dans les différentes périodes, les individus constatent un taux d'inflation zéro, ils ne savent pas avec certitude si l'autorité est faible ou forte: en effet, il se peut qu'elle soit faible, mais qu'elle conduise temporairement une politique restrictive, afin de mieux exploiter sa position par la suite. Pour cette raison, en cas de $\pi_1=0$, on a: $0 < \phi_2 < 1$. Plus on croit que l'autorité est faible (donc si p_1 tend à 1), moins la réputation est élevée: on suppose que l'autorité, malgré l'inflation faible, cache son identité. La réputation dépend ainsi de la politique passée corrigée par cette appréciation et par la réputation passée. Si p_1 est constant, la réputation ϕ_2 change seulement en fonction du taux d'inflation passé.

Si l'autorité monétaire est faible, il est convenable de dissimuler son identité, afin de ne pas perdre la possibilité de réaliser une surprise inflationniste capable de réduire le chômage. En effet, dès que les individus s'aperçoivent de la nature faible de cette autorité, ils ajustent à la hausse les anticipations ce qui conduit à l'équilibre inflationniste dont on ne peut plus s'écarter. On peut, en effet, démontrer que le coût pendant la première période qui dérive d'un comportement anti-inflationniste (donc égal à celui qui est adopté par l'autorité forte), est inférieur au gain d'un comportement inflationniste (comportement faible) dans cette même période en raison de la perte de réputation qui en dérive dans la deuxième période²⁸. Si l'autorité forte conduira toujours une politique non inflationniste, par sa nature conservatrice, même une autorité faible pourra être poussée à réaliser une politique non inflationniste, car elle lui permet de sauvegarder une certaine réputation.

"The crux of the analysis is that the public does not know which type of government behaviour it faces. As a result, even a wet government may choose not to inflate. By resisting inflation it develops a reputation for being hard nosed which it hopes will discourage expectations of inflation in the future."
(Backus & Driffill 1985 - p. 532)

On peut retenir les remarques suivantes: (1) Dans ce modèle, l'autorité forte sera la cause d'une période initiale de récession parce que son comportement anti-inflationniste n'est pas entièrement perçu par les individus qui anticipent un taux d'inflation plus élevé. Ce coût est nécessaire pour défendre sa nature conservatrice et convaincre les individus. (2) Le biais inflationniste peut disparaître, sans que cela passe par l'abandon de la politique discrétionnaire: la prise en compte de la réputation et des coûts qui dérivent de sa perte, peuvent conduire l'autorité monétaire à adopter une politique non inflationniste, ce qui contribue à réduire les anticipations inflationnistes des individus. Autrement dit, l'autorité monétaire se rend compte que la réputation

change, car même l'autorité "forte" - donc celle qui est capable de se préengager - va conduire une politique inflationniste afin de satisfaire les anticipations individuelles. Malgré la diversité de ce modèle, l'essentiel ne change pas: le meilleur résultat est toujours atteint par une autorité qui préfère lutter contre l'inflation que contre le chômage. Cukierman (1992 - pp. 185-203) considère aussi le cas où l'autorité monétaire change dans le temps ses préférences, d'où l'incertitude qui permet d'avoir une plus forte volatilité dans les variables économiques. Cette incertitude est accrue par le non contrôle parfait de l'autorité monétaire sur l'offre de monnaie, d'où la nécessité pour les individus de séparer le côté préférences du côté contrôle dans l'évaluation du taux d'inflation passé afin de déterminer la nature de l'autorité monétaire.

²⁸ Schaling (1995 - pp. 35-40).

est un facteur important pour atteindre un niveau de bien-être plus élevé (représenté par des anticipations inflationnistes faibles), même s'il faut résister aux tentations inflationnistes de court terme. (3) À cause du poids majeur des anticipations inflationnistes (longue durée), l'autorité monétaire est soumise à une sanction plus élevée: plus la durée du jeu est longue, plus la perte de réputation devient coûteuse, donc moins l'autorité monétaire sera attirée par la politique inflationniste. On s'approche ainsi de l'équilibre atteint par la règle²⁹. (4) Si la réputation permet d'atteindre le même résultat que la règle, elle garde l'avantage que ce résultat n'est pas obtenu par une rigidité monétaire prédéfinie. (5) La conjugaison de l'hypothèse de l'horizon infini avec celle de l'information imparfaite permet de résoudre le problème de la multiplicité des équilibres qui limite sérieusement les modèles à horizon fini sous information parfaite³⁰. Malgré l'influence du taux d'actualisation sur la comparaison entre gain actuel et perte future (retenue par Schaling, 1995 - p. 40, comme possible source d'une nouvelle multiplicité des équilibres), plus l'horizon devient grand, moins ce taux aura des influences, car le coût devient de plus en plus important.

"With incomplete information, having an infinite horizon may narrow down the set of equilibrium outcomes. [...] It can be shown that [...] all equilibria of the infinite horizon game must have almost zero inflation in almost every period."
(Persson & Tabellini, 1990 - p. 73)

1.2.3. *Commentaire*

La dimension temporelle - Par les modèles à horizon infini ou à plusieurs périodes, on introduit le temps dans le modèle de base qui, malgré la distinction d'un avant et d'un après formation des anticipations se joue pendant une seule période. L'introduction du temps mine l'existence même du biais inflationniste, car un mécanisme endogène se met en place, de telle façon que l'autorité monétaire est poussée vers un comportement conservateur, soit à cause de la prise en compte des effets négatifs du biais inflationniste soit par le désir de garder dans le futur la possibilité d'effectuer une surprise inflationniste efficace. Le biais inflationniste semble ainsi disparaître de lui-même, son coût étant la perte de la réputation monétaire. La prise en compte du temps permet de comparer la notion de crédibilité avec celle de réputation: la crédibilité, identifiée à l'incohérence temporelle, peut être définie dans une dimension qui n'exige pas l'écoulement du temps. Par contre, la réputation naît de l'introduction du temps dans le modèle de base. La réputation dépend de la politique monétaire passée. Ainsi, la crédibilité est un problème de cohérence logique, alors que la réputation est une question de résultats obtenus.

Comment se forme la réputation? - Si la réputation permet d'éviter le biais inflationniste, il faut se demander comment l'autorité monétaire peut acquérir la réputation. Or, d'après les modèles, la réputation est donnée au début du jeu, la seule possibilité est ainsi celle de la perdre. On ne sait ainsi pas comment la réputation peut être reconquise³¹; ces modèles ne décrivent pas explicitement comment d'une situation de biais inflationniste, on peut revenir à une situation de stabilité des prix par le mécanisme de réputation. Dans les modèles à horizon infini, on peut supposer que la sanction (taux d'inflation anticipé élevé) tend à se réduire dans le temps, c'est-à-dire que les individus après un certains temps ajustent à la baisse les anticipations, le temps de la surprise inflationniste de l'autorité faible étant loin. Cependant, il apparaît réducteur d'attribuer la reconstitution de la réputation seulement au temps écoulé. Vickers (1986) a développé un modèle qui retient la formation de la réputation: étant donné que la réputation dépend du taux d'inflation passé, si l'autorité monétaire réalise effectivement une politique de stabilité des prix (ce qui aura des conséquences négatives sur l'emploi, car les anticipations sont encore à la hausse), on peut alors s'attendre à une réputation qui augmente dans le temps. C'est d'ailleurs une idée courante: "il faut une période de rigueur coûteuse, pour démontrer sa propre réputation de défenseur de la stabilité des prix". Une période dure, pour convaincre les individus à réduire leurs anticipations.

²⁹ Persson & Tabellini (1990 - pp. 75-76), Fischer (1990 - p. 1178).

³⁰ Persson & Tabellini (1990 - pp. 74-75) admettent que la multiplicité des équilibres peut se présenter même en cas d'information imparfaite, mais ils soutiennent que si ce problème caractérise fortement l'hypothèse de l'information parfaite, il n'est pas endémique dans l'hypothèse de l'information imparfaite: la multiplicité des équilibres est un problème plus fort sous l'information parfaite que sous l'information imparfaite.

³¹ Persson & Tabellini (1990 - pp. 76-77), Schaling (1995 - p. 40).

Les difficultés techniques - Comme le retiennent Persson & Tabellini (1997 - p. 19), plusieurs faiblesses ont favorisé la recherche de voies alternatives, en laissant de côté la réputation: la multiplicité des équilibres que ces modèles souvent impliquent, la difficulté d'identifier un équilibre unique par un système de coordination entre acteurs (notamment dans le cas d'un ensemble atomisé d'acteurs privés) et les implications normatives assez vagues (en particulier, il apparaît difficile de donner une solution opérationnelle à un pays qui fait face à un biais inflationniste: le mécanisme de réputation devant se mettre en place de lui-même par la prise en compte des effets futurs négatifs).

1.3. Le conservatisme

Le conservatisme cherche de résoudre le biais inflationniste en sauvegardant la flexibilité, il passe par la redéfinition de l'objectif monétaire.

1.3.1. La notion de conservatisme

L'incohérence temporelle repose sur la tentation d'exploiter la courbe de Phillips, afin de réduire le chômage par l'inflation. Cependant, par le jeu stratégique entre l'autorité monétaire et le public, cette tentation aboutit à une situation d'inflation élevée sans réduction du chômage. On suppose que l'autorité monétaire poursuit la maximisation du bien-être social composé d'inflation et de chômage. On croit alors pouvoir résoudre le biais inflationniste en modifiant l'objectif social qui oriente le comportement de l'autorité monétaire. Rogoff (1985) propose, en développant et modélisant le raisonnement, la notion de conservatisme.

"We demonstrate that society can make itself better off by selecting an agent to head the independent central bank who is known to place a greater weight on inflation stabilization (relative to unemployment stabilization) than is embodied in the social loss function."

(Rogoff, 1985 - p. 1177)

Par conservatisme, on entend une aversion majeure à l'inflation, un poids plus élevé donné au niveau de l'inflation par rapport au taux de chômage. Il s'agit de changer l'objectif monétaire, afin de supprimer la tentation implicite de la politique monétaire. Si l'inflation est vue comme étant plus négative qu'auparavant, le gain de la réduction du chômage n'est plus si attrayant. Si la tentation d'exploiter la courbe de Phillips est réduite, voire annulée, le biais inflationniste disparaît. Le conservatisme permet de sauvegarder la politique discrétionnaire, car l'objectif est dirigé dans la juste direction anti-inflationniste.

On peut définir le conservatisme d'une façon un peu différente: est conservatrice l'autorité qui possède une préférence temporelle plus longue, donc qui considère les effets sur le long terme de sa propre politique³². En d'autres termes, le changement de l'objectif sous le conservatisme peut toucher soit l'importance de l'inflation, soit la durée temporelle dans laquelle se place la politique monétaire. Cet élément accentue l'assimilation du conservatisme à l'indépendance, car celle-ci permet l'adoption d'une logique de longue durée alors que la politique monétaire soumise au gouvernement est délimitée par des courtes périodes en raisons des échéances électorales. L'aversion vis-à-vis de l'inflation et le long terme sont des éléments complémentaires du conservatisme.

Cette distinction entre objectif monétaire et objectif social légitime l'indépendance. L'indépendance est la solution institutionnelle qui permet l'adoption d'un objectif conservateur. Cela permet d'améliorer le bien-être social, c'est-à-dire de résoudre le biais inflationniste.

³² Même dans ce cas, on a les effets positifs sur la crédibilité et sur le biais inflationniste (cf. Cukierman, 1992 - pp. 349-355).

1.3.2. La solution au biais inflationniste

On démontre brièvement que le conservatisme réduit le biais inflationniste. Barro & Gordon (1983a - p. 607, note 19) avaient déjà admis cette possibilité en affirmant que l'équilibre atteint par la règle peut se produire aussi en cas de modification des préférences monétaires. En particulier, il suffit que l'autorité monétaire donne un poids infini à l'inflation et un poids zéro au chômage, en admettant donc que le taux de chômage corresponde au taux naturel. Cette solution est une variation sur la notion de conservatisme. Bien qu'ils admettent cette possibilité, ces auteurs ne l'ont pas développée. Ce vide a été comblé par Rogoff (1985). Comme la plupart des textes sur le sujet, l'argument est proposé de façon technique à l'aide d'un modèle algébrique assez complexe. Pour cette raison on retient les éléments principaux d'un modèle simplifié retenu par Schaling (1995 - pp. 48-50).

Soit la courbe de Phillips augmentée des anticipations suivantes (on retourne alors vers un modèle à une seule période sous l'hypothèse de l'information parfaite):

$$(F - 2.11) \quad U_t = U_N + (\pi_t^e - \pi_t) - \varepsilon$$

avec les mêmes variables qu'auparavant, ε est un facteur de dérangement avec moyenne nulle et variance σ .

Considérons la fonction objectif suivante:

$$(F - 2.12) \quad L = [(1+c)/2](\pi_t - \pi^*)^2 + (\chi/2)(U_t - U^*)^2$$

avec:

L = perte de bien-être;

π_t = taux d'inflation réalisé en t , π^* le taux d'inflation socialement optimal et supposé égal à zéro;

U_t = taux de chômage réalisé en t , U^* le taux de chômage socialement optimal et supposé égal à zéro;

U_N = taux de chômage naturel;

χ = facteur de pondération entre inflation et chômage (facteurs supposé être constant);

c = poids donné à l'inflation ou degré de conservatisme (avec $c=0$ on a le modèle de base, alors qu'en cas de $0 < c \leq \infty$ on introduit le conservatisme, dont le degré peut varier).

Si on intègre (F - 2.11) dans (F - 2.12) et si on cherche le taux π_t qui minimise la fonction L ($\delta L / \delta \pi_t = 0$) on obtient:

$$(F - 2.13) \quad \pi_t = [\chi/(1+c+\chi)].U_N + [\chi/(1+c+\chi)].\pi_t^e - [\chi/(1+c+\chi)].\varepsilon$$

C'est le taux d'inflation que l'autorité monétaire veut réaliser et à partir duquel se forment les anticipations des individus. Il faut donc déterminer π_t^e en sachant qu'à l'équilibre il faut $\pi_t = \pi_t^e$. En imposant cette condition à (F - 2.13), on obtient le taux d'inflation anticipé suivant:

$$(F - 2.14) \quad \pi_t^e = [\chi/(1+c)].U_N$$

Il en résulte qu'à l'équilibre, le taux d'inflation effectif est:

$$(F - 2.15) \quad \pi_t = [\chi/(1+c)].U_N - [\chi/(1+c+\chi)].\varepsilon$$

On voit que π_t est plus élevé en cas de $c = 0$ (discrétion) qu'en cas de $c > 0$ (conservatisme): le taux d'inflation d'équilibre sous le conservatisme est en conséquence inférieur au taux d'équilibre sous le régime de la discrétion. Si c tend à l'infini, le taux d'inflation tendra vers zéro. D'ailleurs, par la condition $\pi_t = \pi_t^e$, le taux de chômage effectif reste égal à U_N .

Pour mieux comprendre ce résultat on peut le considérer de la façon suivante: le biais inflationniste découle d'une tentation vers une politique inflationniste en raison du prétendu trade-off entre inflation et chômage. Cette tentation est implicite à la fonction objectif de l'autorité monétaire. Il peut ainsi exister (avant la formation des anticipations) une combinaison d'inflation (supérieure à zéro) et de chômage (inférieur aux taux naturel) pour laquelle le bien-être social est supérieure à la combinaison "optimale" d'inflation nulle et de chômage au taux naturel. Le désir de réaliser cette combinaison amène au biais inflationniste par le rôle des anticipations, de telle

sorte qu'après leur formation cette combinaison se traduit dans une situation pire que la combinaison dite optimale. Ce désir est implicite à la fonction objectif: c'est l'évaluation positive du bien-être social par la réduction du chômage qui pousse vers cet état. Le conservatisme cherche à éliminer cette tentation en laissant partiellement de côté le chômage et en donnant plus de poids à la lutte contre l'inflation. Si l'autorité monétaire est moins concernée par le chômage et si l'inflation est plus coûteuse, la tentation d'exploiter la courbe de Phillips est moins forte, d'où un taux d'inflation d'équilibre inférieur à l'équilibre discrétionnaire. Toute variation à la hausse du taux d'inflation est acceptée moins facilement par l'autorité conservatrice, d'où une moindre orientation inflationniste ayant le but de réduire le chômage. Autrement dit, plus l'autorité cherche à réduire le chômage plus la tentation inflationniste est forte, moins l'autorité monétaire cherche à réduire le chômage (donc plus elle est conservatrice), moins la tentation inflationniste est prononcée. Les individus comprennent ce comportement, d'où l'ajustement à la baisse des anticipations. Cela permet de réduire le biais inflationniste: le conservatisme peut être considéré comme un mécanisme de préengagement.

1.3.3. *Commentaire*

La solution de troisième degré - Comme l'affirme Rogoff (1985 - 1170, pp. 1176-1177) le conservatisme, tout en réduisant le biais inflationniste, constitue seulement une solution de troisième degré (*third-best*). La solution de premier degré (*first-best*) consiste à déraciner la distorsion présente sur le marché du travail (distorsions fiscales, présence de syndicats,...) qui rend le taux de chômage naturel socialement trop élevé et qui incite l'autorité monétaire à conduire une politique inflationniste. Dans ce cas, on aurait moins de chômage pour un même taux d'inflation, situation qui serait préférable à toutes les autres (le biais inflationniste est effacé depuis sa racine). Dans le cas où cette solution n'est pas réalisable, la solution de deuxième degré (*second-best*) consiste à adopter une règle monétaire contingente: on aurait une inflation nulle et un taux de chômage optimal (sauvegarde de la flexibilité avec la crédibilité). Les limites de la règle réduisent cependant la portée de cette solution. Le conservatisme est une solution de troisième degré, car il comporte des aspects négatifs: à côté de la réduction de l'inflation, il augmente l'instabilité économique.

Le trade-off entre flexibilité et crédibilité - Bien que le conservatisme naisse de la nécessité de sauvegarder la flexibilité à côté de la crédibilité, il n'arrive pas à surmonter le trade-off existant entre les deux termes. Si le poids majeur donné à la lutte contre l'inflation, conduit l'autorité conservatrice à réaliser un taux d'inflation moins élevé (apport de la crédibilité), les réactions face aux chocs économiques sont moins efficaces (flexibilité moindre), d'où une variabilité économique plus prononcée.

"By increasing the central bank's commitment to fighting inflation, the time-inconsistent average rate of wage inflation is reduced. But the relative weight the central bank places on inflation versus employment stabilization is altered, and this distorts the monetary authorities' responses to unanticipated shocks."
(Rogoff, 1985 - p. 1179)

L'aversion majeure à l'inflation qui est source de crédibilité, comporte une attention mineure au chômage, d'où une politique moins stabilisatrice et moins attentive à la croissance. Si la rigidité de la règle était dans l'action monétaire, dans le conservatisme la rigidité concerne l'objectif monétaire: l'attention étant mise plus sur l'inflation que sur le chômage. La réduction du biais inflationniste comporte une variabilité plus prononcée. Cet argument suppose que l'état naturel n'est pas stable et qu'il peut être partiellement influencé par la politique monétaire.

"Although the central bank cannot systematically raise employment (since private agents anticipate its incentives to inflate) monetary policy can still be used to stabilize inflation and employment around their mean market-determined levels."
(Rogoff, 1985 - p. 1170)

Rogoff (1985 - pp. 1178-1179) démontre que le degré de conservatisme doit être positif, afin de réduire le biais inflationniste, mais pas infini, afin d'éviter de perdre trop en flexibilité, d'où l'existence de différentes études qui cherchent à déterminer le degré optimal de conservatisme³³. Si, d'un point de vue théorique, cette question peut être intéressante, on peut se demander comment cela peut être rendu opérationnel: le degré de conservatisme se

³³ Eijffinger & Hoeberichts (1996), Eijffinger & Schaling (1995a).

traduit par un taux d'inflation plus ou moins élevé à réaliser? D'ailleurs, avec cet argument on est poussé à considérer l'indépendance par l'aspect quantitatif (plus ou moins de conservatisme implique plus ou moins d'indépendance, et cela est encore plus difficile à comprendre en pratique) en oubliant l'aspect qualitatif (quelle forme donner à l'indépendance).

Dans ce contexte, Lohmann (1992) introduit le principe d'*override* (ou *escape clause*) c'est-à-dire la possibilité que le gouvernement puisse intervenir auprès de la banque centrale, quand celle-ci exagère en termes de rigidité. Autrement dit, on accepte le principe du conservatisme, mais on cherche à limiter les effets négatifs de la perte de flexibilité, en donnant la possibilité au gouvernement d'intervenir dans les cas extrêmes.

1.4. Le contrat

L'approche du contrat, retenue par Persson & Tabellini (1993) et Walsh (1995b), se pose de façon alternative face au conservatisme de Rogoff (1985). Le conservatisme sacrifie partiellement la flexibilité pour atteindre la crédibilité: c'est la non solution au trade-off entre flexibilité et crédibilité. La perte de flexibilité se traduit en effet par une attention majeure à la lutte contre l'inflation en laissant partiellement de côté la production et l'emploi, d'où une réponse non optimale face aux chocs économiques qui endommagent la production et l'emploi. Et cela découle directement de la notion de conservatisme.

Persson & Tabellini (1993) différencient l'approche législative (*legislative approach*) de l'approche objectif (*targeting approach*): la première signifie un conservatisme qui se réalise par une banque centrale indépendante dont le mandat est la poursuite de la stabilité des prix; la deuxième correspond à l'approche du contrat qui se caractérise ainsi:

"Let the political principals of the central bank - the executive or the legislative - impose an explicit inflation targeting for monetary policy on top of the general mandate for price stability, and make the central bank leadership explicitly accountable to its principals for its success in meeting this target."
(Persson & Tabellini, 1993 - p. 279)

1.4.1. La solution au biais inflationniste

Le biais inflationniste dérive d'une politique monétaire trop expansive en raison de tentations qui incitent l'autorité monétaire à ne pas suivre l'objectif de la stabilité des prix, arrivant même à le sacrifier dans l'intention d'atteindre d'autres objectifs (réduction du chômage, financement du déficit public, réélection, préférences idéologiques). On peut voir là un problème d'incitation. Si le problème du biais inflationniste découle d'un mauvais système d'incitations qui oriente la politique monétaire loin de la stabilité des prix, on doit et on peut résoudre la question en réajustant l'ensemble du système.

"The problems that can occur under discretion arise because central banks are responding optimally to the incentive structure they face, but the incentives are wrong. This statement suggest that, rather than relying on central bankers having the right preferences, one might try to affect the incentives central banks face."
(Walsh, 1998 - p. 355)

"If the incentive problems manifest themselves in too much and too variable inflation, common sense suggests that the most direct resolution would be to embed stronger incentives for stable prices in the institutions governing monetary policy."
(Persson & Tabellini, 1993 - p. 279)

L'idée du contrat implique la présence d'un principal et celle d'un agent, conformément au *principal-agent theory*: le principal est le gouvernement³⁴ et l'agent est la banque centrale. Celle-ci n'est pas contrainte à suivre une règle monétaire: elle peut conduire sa politique de façon discrétionnaire, ce qui lui permet de répondre aux chocs économiques. Le contrat entre gouvernement et banque centrale doit sauvegarder cette flexibilité tout en favorisant une politique non inflationniste.

³⁴ Le fait d'identifier le principal avec les individus ou admettre que le gouvernement poursuit le bien-être social revient au même.

“In the standard monetary-policy game, the inflation bias is constant across state of nature; a contract therefore only needs to raise the marginal cost of inflation to the central banker by a constant amount, leaving the central banker free to respond with discretion to economic disturbances.” (Walsh, 1995b - p. 15).

Par le contrat, on détermine un revenu que le principal transfère à l'agent, en fonction du résultat obtenu par l'agent. Cela modifie les incitations de l'agent. Il faut donc identifier le transfert optimal qui oriente l'action de la banque centrale dans la juste direction, c'est-à-dire vers la réalisation d'une politique qui ne soit pas inutilement inflationniste.

On peut démontrer, avec la seule distinction entre gouvernement et banque centrale, que l'établissement d'un tel contrat permet de réduire le biais inflationniste³⁵. Si on admet un contrat qui définit un transfert monétaire dépendant linéairement du taux d'inflation réalisé, la fonction d'objectif que la banque centrale cherche à maximiser va se modifier. Admettons que le contrat est déterminé avant la fixation des anticipations. Une fois la réalisation des anticipations et la détermination des salaires nominaux, le contrat ne peut plus être renégocié (ce qui sauvegarde la crédibilité du contrat et devrait éviter l'incohérence temporelle du contrat lui-même). La banque centrale doit alors maximiser la fonction suivante³⁶:

$$(F - 2.16) \quad W = t - L(\pi, \mu)$$

avec:

W = fonction objectif en termes d'utilité;

L = fonction de coût social (*Loss function*) qui correspond aux préférences sociales et qui est égale à la fonction sociale retenue auparavant. Le coût social dépend du taux d'inflation π et du niveau de l'emploi μ (qu'on peut considérer, d'après la formule de Lucas, comme écart entre π et π^e);

t = transfert monétaire que la banque centrale obtient en fonction du résultat obtenu, défini en termes d'inflation (plus d'inflation, moins de transfert).

Walsh (1995b - p. 158-160) a aussi considéré le cas d'un transfert en fonction du taux d'inflation *et* du taux de croissance économique, sans que le résultat et les caractéristiques principales subissent des changements. En admettant la formule de Lucas, Walsh (1995b - pp. 154-158) a démontré que sous ces hypothèses, le biais inflationniste disparaît. Le raisonnement sous-jacent est le suivant:

“The optimal contract can be interpreted as a mandate to achieve price stability. The central bank is punished [...] for any percentage point of inflation. Essentially, by punishing ex post the central bank for realized inflation, this contract adds a cost that the central bank had «forgotten»: the cost of higher expected inflation.”
(Persson & Tabellini, 1993 - p. 288)

En d'autres termes, par le fait que le biais inflationniste est constitué d'un taux d'inflation élevé, l'imposition d'un coût supplémentaire à toute inflation, incite la banque centrale à ne pas conduire une politique inutilement inflationniste. Le raisonnement est similaire à celui du conservatisme et de la réputation dans le sens qu'on internalise dans l'objectif de la banque centrale le coût de l'inflation, de telle sorte à défavoriser tout comportement inflationniste. Si, dans le cas du conservatisme, il s'agit de changer le poids relatif entre inflation et chômage et si, dans la réputation, on intègre le coût de l'inflation des périodes successives, avec le contrat on augmente le coût de l'inflation par l'introduction dans la fonction objectif d'un transfert qui dépend du taux d'inflation réalisé. Le fait que cet objectif doive être maximisé et le fait qu'il diminue si l'inflation augmente, incite la banque centrale à ne pas adopter une politique inflationniste. Cela change le système d'incitations (*incentive constraint*) qui dicte le comportement monétaire.

³⁵ Walsh (1995b - pp. 154-158).

³⁶ Une fonction similaire est retenue aussi par Persson & Tabellini (1993 - p. 287).

1.4.2. Les interprétations du transfert et le contenu du contrat

Le transfert défini dans le contrat doit être accepté par la banque centrale: il faut que celle-ci s'engage en acceptant les conditions. Le contrat suppose donc un accord préalable entre gouvernement et banque centrale sur son contenu: objectifs à réaliser et rémunération.

Dans son modèle, Walsh (1995b - p. 152) considère comme transfert le cas où les salaires des membres de la banque centrale sont déterminés en fonction du résultat économique obtenu (*state-contingent wage contract*): plus d'inflation, moins de salaires. Cela pourrait être le cas d'une détermination nominale des salaires, de telle sorte que toute inflation érode la valeur réelle. Walsh considère cette solution comme une simplification didactique suggérant que le contrat peut avoir d'autres formes:

"To determine the optimal incentive structure for the central bank, I assume that the government can offer the central-bank head a state-contingent wage contract. Such a contract [...] for the central banker represents a useful fiction for deriving the optimal incentive structure with which the central bank should be faced and provides a convenient starting point for the analysis of optimal central-bank incentives. [...] However, viewing the contract only in the sense of a wage contract is an unnecessarily narrow interpretation of the contract between the government and the central bank."

(Walsh, 1995b - p. 152)

On peut admettre deux interprétations du transfert et du contrat, dans l'esprit de mettre en place un système d'incitations qui favorise la stabilité des prix: (1) dans ce cas, on met en place un système de rémunération en fonction du taux d'inflation réalisé, soit en fixant les salaires ou le budget des banquiers centraux en termes nominaux, soit en déterminant un transfert monétaire vers la banque centrale en fonction de l'inflation. Dans les deux cas, l'inflation comporte un revenu monétaire inférieur, ce qui devrait pousser la banque centrale à lutter plus vigoureusement contre l'inflation. Ce système de rémunération incite la banque centrale à assumer un comportement conservateur. Dans la réalité, on ne trouve pas des banques centrales soumises à un tel système; (2) on peut considérer de façon moins restrictive le contrat soit au niveau de l'incitation soit au niveau de l'objectif défini dans le contrat:

"Such a transfer can be interpreted literally, as a monetary compensation or penalty conditional on some publicly verifiable outcome. Alternatively, it can be interpreted more loosely as affecting the central bank prestige as an institution, or the reputation of the individuals with the highest responsibility in that institution."

(Persson & Tabellini, 1993 - pp. 286-287)

Dans ce cas l'incitation touche non seulement au revenu des membres de la banque centrale, mais aussi à leur réputation et à leur prestige³⁷, ainsi qu'à leur survie en tant que membres par le fait qu'on peut admettre le cas où le gouvernement puisse les remplacer si l'objectif monétaire n'est pas atteint. C'est donc la nature de la sanction ou de l'incitation qui est élargie.

Le transfert retenu par Walsh (1995b) est défini en termes de taux d'inflation, ce qui revient à donner à la banque centrale un indice statistique comme objectif. Cela rend le contrat proche de la cible-inflation (*inflation-targeting*). On peut cependant admettre que l'objectif donné à la banque centrale soit, de façon plus générale, la stabilité des prix, qui dans les faits peut même être interprétée par différents indices (taux de variation de l'indice des prix à la consommation, niveau du même indice,...). Dans ce cas, même le conservatisme peut être interprété avec l'esprit du contrat: l'autonomie qu'on donne au banquier central et l'obligation de suivre la stabilité des prix, constituent les termes d'un contrat informel. Il s'agit toujours d'une délégation, après avoir indiqué l'objectif à atteindre.

³⁷ Par exemple, Neumann (1991 - p. 108) a retenu comme incitation non-monétaire le pouvoir et l'image sociale du banquier central.

1.4.3. Commentaire

Flexibilité et crédibilité - Le contrat cherche à résoudre le trade-off entre flexibilité et crédibilité.

“Presenting the central banker with the incentive contract achieves the dual objectives of eliminating the inflationary bias while still ensuring optimal stabilization policy in response to the central bank’s private information about the aggregate supply shock.”
(Walsh, 1995b - p. 157)

La règle conduit à la crédibilité en supprimant de façon coûteuse la discrétion: une fois établi le comportement à suivre on ne peut plus le changer, on se lie les mains (rigidité instrumentale). Le conservatisme parvient à la crédibilité au prix de déformer le poids entre inflation et chômage en défavorisant ce dernier: même en cas de hausse du chômage, la banque conservatrice conduit une politique plus orientée vers la lutte contre l’inflation que vers la reprise de l’emploi (rigidité de l’objectif).

“In the face of an adverse aggregate supply shock, for instance, the central banker is willing to trade off too much employment reduction to prevent inflation from rising than would be optimal from the perspective of the social welfare function.”
(Walsh, 1995b - p. 154)

L’avantage du contrat réside dans le fait que le transfert ne touche pas la fonction de bien-être en elle-même, mais il s’y ajoute, ce qui permet de ne pas modifier le rapport entre inflation et chômage. Le poids relatif entre inflation et chômage est le même que celui retenu par les individus, de telle sorte qu’en cas de coût du chômage supérieur au coût de l’inflation, on oriente la politique monétaire de la même façon qu’un gouvernement bienveillant. Le transfert linéaire en fonction du taux d’inflation augmente le coût marginal de l’inflation de façon constante: le poids relatif par rapport au chômage n’est pas affecté, mais le coût absolu de l’inflation est plus grand. On évite ainsi la distorsion du poids relatif qui garde le trade-off entre flexibilité et crédibilité dans le conservatisme. Le dépassement du trade-off atteint par le contrat est conforme aux résultats empiriques: relation négative entre l’indépendance et l’inflation, relation nulle avec la production (*free-lunch*).

En réalité, plus qu’une solution effective au trade-off, il s’agit de pouvoir garder par le contrat le même poids relatif implicite dans la fonction de bien-être social entre inflation et croissance. Si le conservatisme change ce rapport, le contrat le garde intact en ajoutant simplement un coût supplémentaire pour toute inflation.

La crédibilité du contrat - La principale source de l’absence de crédibilité dérive de la soumission de la politique monétaire à des objectifs non monétaires, d’où la dérive inflationniste. L’approche par le contrat, à la différence du conservatisme, laisse encore une place au gouvernement dans la définition de la politique monétaire. En particulier, le gouvernement garde la définition de l’objectif que la banque centrale doit poursuivre. Étant donné que le principal problème de la crédibilité concerne l’objectif poursuivi, on peut soutenir que le contrat ne permet pas d’établir une politique crédible:

“Such a device does not actually overcome the motivation for dynamic inconsistency; it merely relocates it. Specifically, under the proposed arrangement, the government has to enforce the contract (e.g., reduce the central bank’s financial rewards when inflation is high), but the government has exactly the same incentive not to do so as is identified by the Kydland-Prescott (1997) and Barro-Gordon (1983) analysis. Indeed, if the absence of any precommitment technology is actually a problem, then it must apply to the consolidated central-bank-government entity just as it would to an entirely independent central bank.”
(McCallum, 1995a - p. 210)

Le fait de laisser la détermination de l’objectif et le pouvoir d’établir une sanction en cas de non réalisation de l’objectif par la banque centrale au gouvernement, donc à l’autorité qui possède les tentations inflationnistes, réduit la crédibilité de l’approche par le contrat. Si le gouvernement n’est pas capable de mettre en œuvre une politique non inflationniste, on ne voit pas comment il pourrait le faire sous le contrat étant donné que l’objectif dépend encore de lui. En d’autres termes, le mécanisme de l’incohérence temporelle passe de l’instrument appliqué par le gouvernement à la définition du contrat: dans le premier cas, le gouvernement renie sa propre conduite monétaire, alors que dans le deuxième cas, il renie le contrat lui-même en favorisant ainsi un comportement inflationniste de la banque centrale.

On peut répondre à cet argument que la transparence du contrat (publication) met en évidence un possible abandon des tentations inflationnistes. Le fait de prévoir une sanction en cas de résultat inflationniste et le fait de ne pas la réaliser serait un signe évident de non respect des accords, signe d'absence de crédibilité. La transparence devrait ainsi réduire cette tentation et permettre d'établir la crédibilité. De plus, le fait que l'instrument monétaire est délégué à la banque centrale et qu'elle doit poursuivre l'objectif défini, peut favoriser une politique non inflationniste, surtout en cas d'information incomplète quant aux vraies intentions du gouvernement: mieux vaut réaliser l'objectif fixé, que spéculer sur le reniement du contrat par le gouvernement. La séparation des rôles entre gouvernement et banque centrale serait ainsi un facteur de crédibilité.

Les autres caractéristiques - Walsh (1995b - p. 153, p. 157) soutient que le problème soulevé par Canzonieri (1985) est évité par le contrat. Ce problème consiste dans le fait qu'en cas d'information imparfaite (la banque centrale ayant une meilleure connaissance de la situation économique que le public), il devient difficile voire impossible pour les individus d'identifier si la banque centrale se comporte de façon malhonnête (*cheating*) ou pas, ce qui rend difficile la formation d'une réputation. Par le fait que le contrat est stipulé en termes de variables économiques à connaissance de tout le monde (le taux d'inflation est publié régulièrement), le problème pourrait ne plus se poser: la perte de crédibilité serait évidente.

Le fait de définir le transfert en fonction du seul taux d'inflation permet d'établir un contrat clair et simple, alors qu'en cas d'un transfert dépendant aussi des chocs économiques, réapparaît le problème implicite de la règle monétaire: l'impossibilité de définir par avance toutes les situations économiques possibles. Cela complique le contenu du contrat et peut même le rendre impossible à établir. Pour cette raison, Walsh (1995b - p. 156) admet que le transfert doit dépendre seulement des variables observables, tel le taux d'inflation, la quantité de monnaie ou le niveau de la production.

Le fait que le contrat consiste à déterminer un objectif que la banque centrale doit poursuivre, et le fait de la responsabiliser en donnant une prime ou une sanction si l'objectif n'est pas atteint implique que la banque centrale soit libre de conduire la politique monétaire qu'elle retient comme plus opportune. Si elle doit atteindre un objectif, il faut qu'elle ait les moyens pour le faire: elle doit donc pouvoir déterminer le taux d'intérêt ou contrôler la quantité de monnaie.

2. La définition, le rôle et les formes de l'indépendance

Les quatre solutions retenues pour résoudre le biais inflationniste, n'impliquent pas de façon explicite l'indépendance. Cependant, on assimile parfois le conservatisme à l'indépendance en soutenant que celle-ci permet de résoudre le biais inflationniste par l'aversion à l'inflation, donc par le fait d'assumer un comportement conservateur. Il est dès lors nécessaire de donner une définition de l'indépendance, de considérer son rôle et de retenir la modalité de l'indépendance. Enfin, on considère les critiques principales envers l'indépendance telle qu'elle ressort de la théorie du biais inflationniste.

2.1. La définition de l'indépendance

Le mot "indépendance" dérive du verbe "dépendre", celui-ci est défini dans les dictionnaires ainsi: "Dépendre de quelqu'un, être sous son autorité, à sa merci.". D'où la définition de l'adjectif "indépendant": "Qui a son autonomie et ne dépend de personne, qui a le goût de la liberté, qui répugne toute soumission.". L'indépendance signifie par définition être libre, ne devoir rendre compte de ses propres actes, agir selon sa propre logique. Il faut cependant encore définir l'indépendance par rapport à qui: on peut être indépendant des parents, mais dépendant du groupe qu'on fréquente.

Une banque centrale est indépendante, dans le sens qu'elle n'est pas soumise aux directives du gouvernement, en opposition à la situation de dépendance dans laquelle la politique monétaire est établie par le ministère des finances. La banque est indépendante si d'une part, elle constitue une entité organisationnelle distincte du gouvernement, et si d'autre part, elle peut mettre en œuvre la politique monétaire selon les décisions de ses membres, sans influence directe et contraignante de la part du gouvernement. C'est dans ce sens qu'on comprendra par la suite l'indépendance. On peut déjà identifier un côté législatif (définition d'une entité distincte des ministères) et un côté opérationnel (réalisation de la politique monétaire).

2.1.1. L'indépendance légale et l'indépendance réelle

L'indépendance légale (*legal independence*) est fondée sur les éléments inscrits dans la législation, tels que la procédure de nomination des membres du conseil de la banque ou plus souvent du gouverneur, la durée de leur mandat, l'objectif qu'ils doivent poursuivre, l'obligation de rendre compte à un autre organe (législatif ou exécutif), la présence ou pas dans les membres du conseil de la banque d'un représentant du gouvernement, la responsabilité ultime de la politique monétaire, la procédure pour résoudre des éventuels conflits avec le gouvernement, le rôle du ministre des finances, l'interdiction ou pas de monétiser le déficit public ou d'accorder des prêts à l'économie ou de distribuer du profit, la libre détermination du taux d'intérêt, le rôle du gouvernement dans la détermination des revenus des membres de la banque centrale,... On peut regrouper ces éléments entre indépendance personnelle (procédure de nomination et de remplacement du gouverneur), indépendance financière (financement de l'activité de la banque centrale) et indépendance politique (formulation de l'objectif monétaire)³⁸.

Le rapport entre gouvernement et banque centrale concerne plusieurs aspects, d'où la diversité que la relation peut assumer: ainsi l'indépendance qui dérive d'une délégation d'amples compétences au gouverneur peut être limitée en cas de non détermination de la durée du mandat, car le gouvernement peut à tout moment nommer un autre gouverneur: celui qui est en charge peut considérer cette possibilité lors de la réalisation de la politique monétaire.

L'indépendance décrite dans la législation doit encore se traduire dans la pratique: l'indépendance légale, bien qu'importante, n'est pas un élément suffisant pour l'indépendance réelle (*actual independence*). D'après les travaux de Cukierman (1992, 1996a), on a effectivement constaté que pour les pays en voie de développement

³⁸ Cette distinction est retenue par Eijffinger & De Haan (1996 - p. 2).

l'indépendance légale se traduit en indépendance réelle avec plus de difficulté, alors que le passage pour les pays industriels est plus immédiat. L'indépendance réelle dépend de l'influence effectivement exercée par le gouvernement sur la banque centrale. Cette influence peut passer par plusieurs canaux³⁹: déclarations à la presse, désignation de membres dont l'origine politique est proche de celle du gouvernement, situation de domination de la politique fiscale sur la politique monétaire,... Elle peut être détectée⁴⁰ soit par des questionnaires adressés aux membres de la banque centrale (avec le danger d'identifier seulement les impressions, et surtout d'avoir des réponses épurées) soit par l'analyse de la durée effective des mandats des membres ou du gouverneur de la banque centrale (ce qui cependant réduit l'indépendance réelle à une seule variable, et peut être source de confusion: une longue durée peut être aussi le signe de dépendance, le gouverneur s'étant mis plus facilement à disposition du gouvernement pour éviter d'être remplacé...), soit par le changement du gouverneur juste après une nouvelle élection de l'exécutif du pays (variabilité politique).

L'indépendance légale concerne le côté législatif du rapport entre banque centrale et gouvernement, alors que l'indépendance réelle concerne le côté pratique. Le cadre légal n'étant qu'une garantie partielle de l'indépendance réelle.

2.1.2. L'indépendance des objectifs et l'indépendance instrumentale

La distinction entre indépendance des objectifs et indépendance instrumentale retenue par Debelles & Fischer (1994 - p. 197) est assez importante. Cette distinction reflète celle établie par Grilli & Masciandaro & Tabellini (1991 - pp. 366-370) entre indépendance politique et indépendance économique. Elle se réfère à la façon dont la politique monétaire est déterminée et réalisée. On parle d'indépendance des objectifs (*goal independence*) quand la banque centrale est libre de décider le but de sa politique monétaire, notamment de poursuivre la lutte contre l'inflation.

"A central bank has goal independence when is free to set the final goals of monetary policy."
(Debelles & Fischer, 1994 - p. 197)

Par indépendance instrumentale (*instrumental independence*), on entend la possibilité que la banque centrale possède de décider les actions monétaires (en particulier la détermination du taux d'intérêt) dans le but d'atteindre un objectif.

"A bank that has instrument independence is free to choose the means by which it seeks to achieve its goals."
(Debelles & Fischer, 1994 - p. 197)

Ces définitions se réfèrent donc aux deux éléments avec lesquels on peut décrire, avant d'en évaluer les résultats, une politique économique: les objectifs et les instruments.

L'indépendance des objectifs sans l'indépendance instrumentale est difficilement soutenable: on ne peut pas réaliser un but si on n'a pas les moyens pour le faire. Au contraire, l'indépendance instrumentale sans l'indépendance des objectifs peut être soutenable: les objectifs sont déterminés par une autre autorité, la tâche de la banque centrale étant de les réaliser. Si l'absence d'indépendance des objectifs résulte du fait que l'objectif monétaire est établi par le gouvernement, la banque centrale devient un bras exécutant. Cependant, il se peut que l'objectif soit donné par la législation, de telle sorte que la banque centrale est indépendante dans les objectifs par rapport au gouvernement, sans que cela signifie complète liberté d'action: la banque centrale à qui la loi donne la tâche de poursuivre la stabilité des prix n'est pas libre de choisir l'objectif monétaire selon son propre gré: elle ne possède donc pas l'indépendance des objectifs. Cependant, cette même banque centrale ne dépend pas d'un objectif déterminé par le gouvernement: elle possède donc une indépendance des objectifs par rapport au gouvernement. On peut interpréter, l'indépendance des objectifs soit comme la possibilité de choisir n'importe quel objectif, soit - comme le soulignent aussi Debelles & Fischer (1994) en discutant l'indépendance politique de Grilli & Masciandaro & Tabellini (1991) - comme la possibilité de poursuivre la stabilité des prix librement sans indication ou interférence de la part du gouvernement.

³⁹ Moser (1999) soutient que l'indépendance dépend aussi de la structure du législatif: l'indépendance semble être plus forte en cas d'un législatif à deux chambres dont les préférences divergent (difficulté accrue pour modifier le statut et l'action de la banque centrale).

⁴⁰ Cukierman (1996 - pp. 10-13; 1992 - chapitre 19).

“Goal independence is related to the Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991) concept of political independence; however, by political independence they mean the central bank’s ability to pursue the goal of low inflation free of political interference.”
(Debelle & Fischer, 1994 - p. 197)

Dans le cas d’une loi indiquant une tâche floue pour la banque centrale, du type “poursuite des intérêts nationaux”, on a une indépendance des objectifs même par rapport au gouvernement; alors que dans le cas d’une loi qui donne à la banque centrale l’objectif de la stabilité des prix, on a une indépendance des objectifs seulement par rapport au gouvernement.

Dans le même esprit Cukierman (1996b - p. 23) considère la distinction entre indépendance large, étroite et partielle des objectifs (*broad, narrow, partial*). La première indique la complète liberté donnée à la banque centrale de déterminer son propre objectif, situation qui, en pratique, n’existe pas:

“The ultimate determination of broad objectives even in the case of one of the most independent central banks is, thus, under authority of legislator.”
(Cukierman, 1996b - p. 23)

L’indépendance étroite reflète le cas où l’objectif de la stabilité des prix est la tâche principale de la banque centrale: elle ne peut pas suivre un autre objectif, mais elle est libre de donner sa définition de la “stabilité des prix”, comme il en est pour la Banque Centrale Européenne. La banque centrale ne doit pas réaliser un objectif donné par le gouvernement. L’indépendance partielle revient au cas où même l’interprétation de l’objectif n’est pas effectué de façon indépendante: c’est le cas de la Nouvelle-Zélande où la banque centrale doit s’accorder avec le gouvernement sur le taux d’inflation à atteindre.

2.2. Le rôle de l’indépendance

Ayant défini l’indépendance, on doit s’intéresser à son rôle étant donné les rapports avec les différentes solutions au biais inflationniste.

2.2.1. L’indépendance, la stabilité des prix et la crédibilité

La théorie du biais inflationniste, par les solutions qui peuvent résulter en adoptant le conservatisme ou le contrat, permet de légitimer l’indépendance de la banque centrale.

En effet, le conservatisme se traduit pratiquement dans une délégation de la politique monétaire à un banquier central dont les préférences divergent des préférences sociales: son opposition à l’inflation étant plus accentuée. Le fait de mettre en place une banque centrale indépendante en lui accordant la poursuite de la stabilité des prix, permet de réaliser le conservatisme. C’est donc l’écart entre préférences sociales et préférences conservatrices qui ouvre la porte à l’indépendance, car elle assure la séparation et la non ingérence du gouvernement, dont les préférences ne peuvent que suivre celles de la société.

“The Rogoff approach is the basis for the definition of central bank independence as the relative weight on inflation in the central bank’s loss function: the more single-mindedly the law specifies that a central bank seek to preserve the value of the currency, the more independent it is taken to be.”
(Debelle & Fischer, 1994 - pp. 198-199)

“Obviously the degree of CB independence plays a meaningful role only in the presence of differences of emphasis on alternative policy objectives between the political authorities and the CB.”
(Cukierman, 1992 - p. 349)

Le banquier central conservateur est ainsi la garantie que la politique monétaire sera orientée vers la stabilité des prix: les tentations inflationnistes qui dérivent d’un désir de poursuivre des objectifs autres que la stabilité monétaire n’ont plus de place. Dans un tel contexte, le reniement qui était la cause du manque de crédibilité, n’a plus raison d’exister. Cela rend crédible la politique monétaire: les tentations déviantes étant désormais supprimées. En d’autres termes, si l’autorité monétaire soumise au gouvernement est attirée par des tentations qui poussent à utiliser la politique monétaire vers d’autres objectifs (rendant toute politique de stabilité peu crédible, car la seule conséquence est une inflation élevée), la délégation de la politique monétaire à un banquier

centrale conservateur, permet d'assurer la poursuite de la stabilité monétaire, d'où la solution au biais inflationniste. Si la raison du biais inflationniste est l'interférence d'un objectif non monétaire (réduction du chômage, financement public et intérêts électoraux ou partisans), la solution peut se placer dans le renforcement de l'objectif monétaire de la stabilité.

Il est vrai que par conservatisme, on entend une opposition plus accentuée contre l'inflation, ce qui ne correspond pas de façon stricte au concept de stabilité des prix. Cependant, au niveau pratique on assimile la politique conservatrice à une politique qui poursuit la stabilité des prix. Il y a ainsi un lien étroit entre indépendance, conservatisme et stabilité des prix.

Même l'approche par le contrat permet de justifier l'indépendance. Dans ce cas, la raison est encore plus évidente, car le système d'incitations prévoit la présence d'un principal et d'un agent. Le gouvernement définit la tâche que la banque centrale doit réaliser. Il s'agit d'une logique de séparation des rôles: le principal définit l'objectif, et l'agent est chargé de le mettre en pratique. L'absence du reniement est assurée par la séparation entre l'entité qui définit l'objectif (le gouvernement) et l'autorité qui est chargée de le poursuivre (la banque centrale). La banque centrale ne doit donc pas recevoir des ordres au niveau de l'application, d'où son indépendance instrumentale. Si le gouvernement garde les tentations inflationnistes, le fait que l'instrument monétaire est délégué à la banque centrale dont l'objectif est désormais la stabilité des prix, ne permet plus un reniement. Le seul problème reste au niveau de la définition de l'objectif, c'est-à-dire la crédibilité du contrat. On peut tout de même admettre que la transparence et la publication ouverte du contrat réduit, même par un mécanisme de réputation, le reniement du contrat. Une fois que le contrat est en place, le reniement de la politique monétaire n'est plus possible, car d'une part, la banque centrale est incitée à réaliser la stabilité des prix (faute de quoi elle est soumise à une punition monétaire ou identitaire) et d'autre part, le gouvernement n'a plus les moyens pour interférer sur les instruments.

Comme le signalent Persson & Tabellini (1997), la mise en place d'un système d'incitations qui oriente la politique monétaire vers la stabilité des prix, assure la crédibilité de la politique monétaire. Si chez Rogoff (1985), cette incitation dérive de la nature conservatrice du banquier central auquel on délègue la gestion monétaire, sous le contrat ce système est partagé entre gouvernement et banque centrale, de telle sorte que la banque centrale est responsable de la stabilité des prix. Si le conservatisme intervient au niveau des objectifs, en renforçant la désirabilité de la stabilité monétaire, le contrat intervient au niveau des instruments, car il agit sur la mise en pratique instrumentale de la politique monétaire.

L'indépendance est la voie qui permet d'obtenir la crédibilité, car elle assure l'orientation vers la stabilité des prix, soit par la nature conservatrice du banquier central soit par le système d'incitations mis en place par le contrat: la politique monétaire est ainsi isolée des tentations inflationnistes:

"The conveyance of authority to the CB by political authorities can be viewed as an act of partial commitment. By delegating some of their authority to a relatively apolitical institution, politicians accept certain restrictions on their future freedom of action. The main motive for such delegation is usually the preservation of price stability. [...] By delegating some of their authority to the CB, political authorities try to reduce the set of circumstances under which price stability is sacrificed in order to achieve other objectives. The higher the independence of the CB, the stronger will be the commitment."
(Cukierman, 1992 - p. 350)

Même par la théorie du cycle politico-économique, on peut justifier l'indépendance: il s'agit toujours d'éviter l'orientation de la politique monétaire vers des objectifs autres que la stabilité des prix.

2.2.2. L'indépendance et les performances économiques: les théories et les évidences empiriques

L'indépendance permet donc de réduire le niveau d'inflation. On s'est alors intéressé à ses performances en termes d'autres variables économiques. On retient brièvement ces relations théoriques ainsi que les analyses empiriques, en passant par les indices de l'indépendance.

i) Les relations théoriques

On a cherché à identifier les relations théoriques entre indépendance et variables économiques, afin de mieux connaître le rôle et la nécessité de l'indépendance⁴¹. Ces analyses prennent pour point de départ le cadre monétaire qu'on a décrit précédemment. Étant donné l'appareil mathématique assez développé, on cherche à considérer les résultats théoriques en décrivant en bref le raisonnement sous-jacent. L'indépendance est ainsi identifiée au conservatisme⁴².

Comme on l'a vu supra, l'indépendance permet de réduire l'inflation par son apport en crédibilité. On a ainsi une relation théorique négative entre indépendance et niveau d'inflation. L'explication intuitive passe par la réduction de la tentation inflationniste que l'objectif conservateur comporte. Cela rassure les individus, de telle façon que ceux-ci réduisent leurs anticipations inflationnistes.

Du fait du rapport positif entre niveau et variance de l'inflation, la relation négative entre indépendance et taux d'inflation se traduit aussi en relation négative entre indépendance et variance de l'inflation. L'indépendance réduit l'inflation, et en conséquence aussi son instabilité. Une autre explication, retenue entre autres par Eijffinger & De Haan (1996 - p. 12), part de l'idée que l'indépendance réduit cette volatilité par la réduction de la variabilité politique qui, dans le cas d'une approche partisane, se traduit normalement en variance accrue du taux d'inflation étant donné que les partis de gauche tendent à favoriser l'inflation alors que les partis de droite sont plus conservateurs. Cette explication reprend l'idée du cycle politico-économique.

La relation entre indépendance et croissance économique a été retenue entre autres par Schaling (1995 - pp. 119-121). Il soutient une relation nulle entre indépendance et niveau du taux de croissance, et une relation positive entre indépendance et variance de la croissance. Théoriquement, on peut admettre une relation avec le taux de croissance soit positive soit négative: d'une part, une faible incertitude sur l'inflation et donc une stabilité monétaire apportée par l'indépendance peut favoriser la croissance économique en raison d'une prime sur le taux d'intérêt, d'où une possible relation positive; mais d'autre part, le processus désinflationniste se réalise par une politique monétaire restrictive impliquant un taux d'intérêt réel élevé, ce qui peut freiner les investissements et la croissance, d'où une possible relation négative. Ces deux tendances peuvent rendre neutre la relation globale. Si on suit la théorie du biais inflationniste de façon stricte, on doit conclure que le processus désinflationniste mis en œuvre de façon crédible, ne conduit pas à des effets réels négatifs sur la croissance et l'emploi. Si l'indépendance réduit l'inflation par un apport de crédibilité, alors ce facteur permet aussi d'éviter des effets réels du processus désinflationniste. La relation positive entre indépendance et variabilité de la croissance a été soutenue par Rogoff (1985), en appelant au possible trade-off entre crédibilité et flexibilité.

On peut aussi admettre des relations négatives entre indépendance et instabilité économique. C'est l'argument de Alesina (1988) repris par Alesina & Gatti (1995) en considérant l'indépendance sous l'optique du cycle politico-économique⁴³. Si la politique monétaire soumise à une logique politicienne orientée vers la réélection ou les préférences idéologiques engendre un cycle économique (inflation et emploi), l'indépendance peut contribuer à réduire cette variabilité. L'idée est de différencier l'instabilité économique dont les causes sont économiques (chocs exogènes) et la variabilité dont les origines sont politiques. Ces auteurs démontrent théoriquement que

⁴¹ Cukierman (1992 - pp. 349-364), Schaling (1995 - pp. 109-122), Eijffinger & De Haan (1996 - pp. 4-15).

⁴² Les développements théoriques récents cherchent à faire la distinction entre ces deux notions. L'indépendance est alors assimilée à la possibilité de conduire une politique monétaire sans influences de la part du gouvernement (cf. Berger & De Haan & Eijffinger, 2001).

⁴³ Lohmann (1998) considère le cas d'une banque centrale décentralisée (fédéralisme monétaire) pour réduire les perturbations sur la politique monétaire des échéances électorales: dans ce cas les membres de la banque centrale ne constituent pas une entité politiquement homogène.

l'indépendance conservatrice bien qu'elle ne réduise pas la variabilité d'origine économique, réduit celle d'origine politique.

"In summary, by isolating the Central Bank from direct political pressure from each current government, three goals can be achieved: 1) reduction of the inflation bias; 2) reduction of partisan variability in monetary policy; 3) reduction of pre-electoral manipulation of monetary policy."

(Alesina, 1988 - p. 40)

On voit là les apports de l'indépendance par rapport au biais inflationniste issu d'un défaut de crédibilité et par rapport à l'instabilité économique décrite par les cycles politico-économiques.

D'après Sargent & Wallace (1981), en cas de domination de la politique fiscale sur la politique monétaire, on tombe nécessairement dans une politique monétaire inflationniste pour permettre le financement du déficit. On peut alors soutenir, comme le fait Alesina (1988 - pp. 43-45), qu'une politique monétaire dominante, réalisée par l'indépendance, permet de contrôler et contribuer à réduire le déficit budgétaire en imposant une politique fiscale plus rigoureuse: on sait par avance que le déficit ne pourra pas être financé par l'inflation ou la création monétaire. On en déduit ainsi une responsabilisation fiscale à travers l'indépendance monétaire. La rigueur monétaire favorise la rigueur fiscale, d'où un possible lien négatif entre indépendance et déficit budgétaire ou dette publique.

ii) Les indices de l'indépendance

Plusieurs auteurs ont analysé les relations empiriques entre indépendance et variables économiques. On part généralement de la construction d'un indice de l'indépendance et on cherche ensuite l'existence d'une corrélation statistique avec chaque variable. L'idée est de tester les suppositions théoriques.

En général, on admet qu'il existe deux groupes principaux d'indices de l'indépendance⁴⁴: les indices qui considèrent les aspects légaux inscrits dans la constitution ou dans la loi de la banque centrale, et les indices qui retiennent la pratique effective au moment de la réalisation de la politique monétaire. Cela reflète la distinction entre l'indépendance légale et l'indépendance réelle.

Les indices légaux quantifient et interprètent en termes d'indépendance les éléments constitutifs de la banque centrale définis dans la loi⁴⁵. Pour l'élaboration de ces indices, on attribue un poids numérique aux différents aspects (qui sont ensuite additionnés) et qui touchent les éléments suivants: (1) les modalités de nomination des membres exécutifs de la banque centrale et la durée du mandat, (2) la façon dont les conflits entre banque centrale et gouvernement sont résolus et le degré de participation des membres de la banque centrale à la formulation de la politique monétaire et de la politique budgétaire, (3) l'objectif final de la banque centrale, (4) les restrictions dans le financement public par le prêt de la banque centrale. On admet que plus la durée du mandat est longue et moins le gouvernement intervient dans la nomination de l'exécutif de la banque centrale, plus celle-ci est indépendante. On admet un degré d'indépendance plus élevé en cas de formulation directe de la politique monétaire par la banque centrale et en cas de fortes restrictions au financement public. Pour ce qui concerne l'objectif, on admet que plus celui-ci est clair et accentue la stabilité des prix, plus la banque centrale est indépendante.

"Ceteris paribus, a bank whose charter specifies explicitly that the bank's first priority should be price stability is more independent than a bank whose charter mentions price stability along with several other objectives without specifying which objective is more important."

(Cukierman, 1992 - p. 370)

Cette idée dérive de l'assimilation entre indépendance et conservatisme: une banque centrale est indépendante si elle doit poursuivre la stabilité des prix, étant donné que les intérêts du gouvernement sont différents de cette stabilité.

⁴⁴ Cukierman & Webb & Neyapti (1992), Cukierman & Webb (1995), Eijffinger & De Haan (1996 - pp. 22-28), Cukierman (1992 - pp. 369-414; 1996 - pp. 8-13), Schaling (1995 - 73-83).

⁴⁵ De tels indices ont été retenus entre autres par Cukierman (1992 - pp. 371-382), Cukierman & Webb & Neyapti (1992), Schaling (1995 - pp. 84-90), Grilli & Masciandaro & Tabellini (1991 - pp. 365-370), Eijffinger & Schaling (1993).

Cependant, le cadre légal de l'indépendance ne signifie pas que la banque centrale puisse conduire dans les faits une politique monétaire indépendante. L'indépendance légale, bien qu'elle constitue un élément de l'indépendance réelle, ne constitue pas une garantie suffisante pour celle-ci. Pour cette raison, on a réalisé des indices qui prennent en considération l'indépendance réelle. Ceux-ci sont évalués soit par des questionnaires⁴⁶ aux membres de la banque centrale, soit par l'analyse de la rotation effective des membres⁴⁷. Dans le premier cas, on met en évidence l'impression subjective des membres de la banque centrale quant à son indépendance, alors que dans le deuxième cas, on suppose qu'une rotation élevée est un signe de dépendance au gouvernement. Cependant, comme Cukierman (1992 - p. 385) le souligne, une rotation réduite ne signifie pas nécessairement une indépendance majeure: le gouverneur de la banque centrale soumis aux gouvernements peut durer plus facilement. Dans un même esprit, on a considéré l'indépendance en termes de vulnérabilité politique⁴⁸ en analysant la fréquence de changement du gouverneur de la banque centrale juste après le renouvellement du gouvernement (probabilité de survie du gouverneur après les élections ou un changement de nature politique), autrement dit: l'instabilité politique peut réduire la stabilité de la banque centrale.

Les différents indices n'amènent pas à un même classement des banques centrales (la corrélation entre les différents indices n'est pas parfaite)⁴⁹, cela s'explique par la multiplicité des éléments constituant l'indépendance alors que chaque indice n'en retient qu'une partie. D'ailleurs, Eijffinger & Schaling (1993) soutiennent justement que des différences entre indices légaux dépendent des critères choisis pour juger le cadre légal de chaque banque, de l'évaluation (subjective) qu'on apporte à ces éléments et de la méthode utilisée pour effectuer l'agrégation numérique des différents critères. Tous ces facteurs contribuent à considérer une même banque centrale plus ou moins indépendante. Comme tout indice statistique, il y a une définition préalable et partiellement subjective de l'objet qu'on veut quantifier, définition qui influence le résultat apporté par l'indice lui-même.

iii) Les résultats empiriques

On a résumé dans le Tableau 1-1 les principales analyses empiriques sur les performances économiques de l'indépendance. Une représentation similaire est retenue par Eijffinger & De Haan (1996 - Table B2, Table B3, Table B4). Elle nous a servi de base, mais le tableau qui suit résulte d'une élaboration propre. Les indications "négative", "nulle" et "positive" indiquent le type de relation constaté entre l'indice de l'indépendance (indiqué dans la dernière colonne) et la variable économique correspondante. On a indiqué aussi le nombre de pays et la période temporelle retenus dans les analyses (dernière colonne).

L'inflation - La relation négative entre indépendance et taux d'inflation est largement admise, confirmant les attentes théoriques⁵⁰. Cette relation a déjà été remarquée dans un article précurseur par Banaian & Laney & Willett (1983 - p. 56). D'ailleurs, comme le montre Schaling (1995 - pp. 123-128), en appliquant différents indices de l'indépendance à une même série de donnée (12 pays occidentaux sur la période 1972-1991), presque toutes les indices indiquent une relation négative entre indépendance et inflation. Un problème se pose pour les pays en voie de développement, car - surtout d'après les travaux de Cukierman (1992) - on n'identifie pas cette relation en cas d'indices quantifiant l'indépendance légale.

⁴⁶ Ces indices ont été retenus par Cukierman (1992 - pp. 386-391), Cukierman & Webb (1995), Cukierman & Webb & Neyapti (1992).

⁴⁷ Ces indices ont été retenus par Cukierman (1992 - pp. 383-386), Cukierman & Webb (1995), Cukierman & Webb & Neyapti (1992).

⁴⁸ Ces indices ont été retenus par Cukierman & Webb (1995).

⁴⁹ Eijffinger & De Haan (1996 - pp. 24-25) montrent comment le classement d'une banque centrale change selon l'indice choisit. Forder (1999) dénonce la faiblesse des corrélations entre différents indices de l'indépendance.

⁵⁰ Parmi les auteurs les plus critiques vers ce résultat, se place Forder (1999), selon lequel on ne retient que les indices de l'indépendance qui ont une forte corrélation négative avec l'inflation, déterminant ainsi une circularité qui réduit la portée des résultats obtenus.

Tableau 1-1 Relations statistiques entre indépendance de la banque centrale et autres variables
liste non exhaustive

<i>Référence</i>	<i>Taux d'inflation</i>	<i>Variabilité inflation</i>	<i>Croissance</i>	<i>Variabilité croissance</i>	<i>Autres variables</i>	<i>Indice et données</i>
Grilli & Masciandaro & Tabellini (1991)	négative	-	nulle	nulle	Déficit du budget public: nulle ou pas significative ⁵¹	Indépendance légale 18 PI 1950-89
Cukierman & Webb & Neyapti (1992)	PI: nulle PVD: négative	PI: nulle PVD: négative	-	-	Crédit au secteur public: négative, mais pas si évidente	Indice de rotation 72 PI et PVD 1950-89
	PI: négative PVD: nulle	PI: négative PVD: nulle	-	-	-	Indépendance légale (mêmes données)
De Haan & Sturm (1992)	négative	négative	nulle	nulle	Déficit public: négative, pas très significative	Indépendance légale 18 PI 1961-87
Alesina & Summers (1993)	négative	négative	nulle	nulle	Taux d'intérêt: nulle Var. taux d'intérêt: négative	Indépendance légale 16 PI 1955-88
Cukierman & Kalaitzidakis & Summers & Webb (1993)	-	-	PVD: positive PI: nulle	négative	Taux d'intérêt: PVD: positive Var. taux d'intérêt: PVD: négative PI: nulle	Indice de rotation, vulnérabilité politique 55 PI et PVD 1960-89
	-	-	PI: nulle	-	Taux d'intérêt: PI: positive Var. taux d'intérêt: PVD: nulle PI: négative	Indépendance légale (mêmes données)
Cargill (1995)	nulle, très dépendante des pays considérés	-	-	-	-	Indépendance légale 20 PI 1962-1991
Cukierman & Webb (1995)	négative	négative	positive	-	Taux d'intérêt: positive Variabilité taux d'intérêt: négative	Indice de rotation, vulnérabilité politique 67 PI et PVD 1950-89

⁵¹ Eijffinger & De Haan (1996 - Tableau B4) indiquent pour ce texte, une relation négative mais pas significative. On a voulu mettre en évidence la relation nulle par la conclusion que les auteurs soutiennent: “*Monetary independence does not discourage budget deficits.*” (Grilli & Masciandaro & Tabellini, 1991 - p. 375).

Référence	Taux d'inflation	Variabilité inflation	Croissance	Variabilité croissance	Autres variables	Indice et données
Eijffinger & Van Keulen (1995)	nulle	nulle	-	-	-	Indépendance légale (4 indices) 8 PI et 3 pays de l'Est 1982-1993
Schaling (1995)	négative	nulle (négative pour 2 indices)	nulle	nulle	-	Indépendance légale (5 indices) 12 PI 1972-1991
Sikken & De Haan (1998)	-	-	-	-	Déficit public: nulle	Indépendance légale 30 PVD ⁵² 1950-1994
					Accommodation du déficit: négative	Indice de rotation (mêmes données)

PI = pays industrialisés

PVD = pays en voie de développement

La question semble justement être la nature de ces indices, car si on utilise des indices fondés sur l'indépendance réelle (notamment la rotation des chefs de la banque centrale), on retrouve la relation négative. Cela peut être expliqué par un écart entre l'indépendance légale et la pratique réelle. Le résultat obtenu par Eijffinger & Van Keulen (1995) s'inscrit dans la même direction. Ils ne constatent pas des relations négatives significatives entre taux d'inflation, variabilité de l'inflation et indépendance. Cela semble être marqué d'une part, par les types de pays choisis: 5 pays⁵³ ont changé le statut légal de la banque centrale après 1990, ils ont donc des banques indépendantes récentes; d'autre part, la période temporelle est assez courte par rapport à d'autres analyses. Si ce deuxième élément réduit la portée du résultat, le premier est intéressant, car si on ne considère que les pays ayant une loi plus ancienne que 1990, on retrouve la relation négative entre indépendance et taux d'inflation (celle avec la variabilité de l'inflation faisant toujours défaut). Cela peut au moins nous faire supposer, qu'au delà de l'indépendance légale, l'indépendance effective joue un rôle non négligeable. Autrement dit, que pour réduire l'inflation la modification du cadre légal n'est pas suffisant, il faut aussi du temps pour réaliser une politique non inflationniste.

“Legal independence of the central bank is a necessary but not a sufficient condition for actual independence, which also implies a tradition and culture of monetary stability with the policy makers.”
(Eijffinger & Schaling, 1993 - p. 64)

“More legal independence alone does not suffice. When actual practice is allowed to substantially depart from the written law, even a highly independent charter does not function as an effective commitment device.”
(Cukierman, 1993 - p. 288)

Cargill (1995) n'arrive pas à une relation forte entre indépendance légale et inflation. D'ailleurs, il met aussi en évidence que la Banque du Japon est très dépendante mais le taux d'inflation assez bas, alors que la Fed américaine beaucoup plus indépendante est associée à des taux plus élevés. Si cela met en évidence le rôle joué par des facteurs techniques (choix des pays et subdivision des périodes temporelles), il ne faut pas interpréter cette relation d'une façon stricte et inéluctable.

⁵² Bien que Sikken & De Haan (1998) parlent de *developing countries*, donc de pays en développement, on constate dans la liste des 30 pays la présence de la Grèce, du Portugal, d'Israël et de Malte. Bien que ces pays ne constituent pas la pointe des pays industriels, il nous semble inadéquat de les considérer en développement à côté du Ghana, de l'Éthiopie, du Népal et du Kenya (aussi présentes dans la liste).

⁵³ Pologne, Portugal, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Hongrie.

La relation entre variabilité de l'inflation et indépendance, bien que généralement négative, n'a pas été constatée avec force. Cependant, la relation normalement admise entre niveau d'inflation et variabilité d'inflation (plus le taux est élevé, plus celui-ci est variable), devrait confirmer la relation négative avec l'indépendance, conformément à la relation négative entre indépendance et taux d'inflation. Plusieurs analyses confirment cette relation, même si le résultat obtenu par Schaling (1995) devrait réduire leur portée, étant donnée l'utilisation faite par cet auteur de plusieurs indices. Ainsi, si une relation négative existe, elle est moins forte que celle entre indépendance et inflation.

Fischer (1997) n'identifie pas une relation négative entre vitesse de la désinflation et indice de l'indépendance. On pourrait, en effet, croire que par l'apport de crédibilité, les banques centrales arrivent à réduire l'inflation plus rapidement. D'après Fischer (1997), c'est le taux initial de l'inflation qui explique le mieux les différentes vitesses: plus le taux initial est élevé, plus la désinflation est rapide.

La croissance - Plusieurs auteurs soutiennent l'existence d'une relation nulle entre indépendance et taux de croissance, cela semble suivre le cadre théorique de la crédibilité selon lequel la réduction de l'inflation réalisée par l'indépendance, étant donné l'apport de crédibilité, ne provoque pas de coûts en termes de réduction de la croissance. Ce résultat semble confirmer l'idée du *free lunch* et de la neutralité de la monnaie, même si on peut se demander pourquoi la stabilité des prix, ou la faible inflation, ne favorise pas la croissance à travers la stimulation des investissements.

Les deux relations positives constatées ne semblent pas suffisantes pour confirmer cette dernière possibilité. Ces deux relations sont le résultat d'une relation positive entre dépendance et réduction de la croissance constatées surtout dans les pays en voie de développement. Cukierman & Kalaitzidakis & Summers & Webb (1993 - p. 113) expliquent cette relation par un possible rapport entre instabilité politique, faible croissance et rotation élevée. L'instabilité politique étant cause et conséquence de la faible croissance et, en même temps, raison d'un changement des gouverneurs de la banque centrale plus accentué (rotation accrue). Dans ce cas, l'indépendance et la croissance sont déterminées par un troisième facteur: l'instabilité politique, qui augmente la rotation et qui réduit la croissance en favorisant la fuite des capitaux. Toujours selon Cukierman & Kalaitzidakis & Summers & Webb (1993 - p. 136), la différence de résultat entre pays industriels et pays en voie de développement peut s'expliquer par le fait que l'indépendance influence négativement la croissance seulement à des niveaux très bas d'indépendance. Étant donné qu'en général le degré d'indépendance est plus élevé dans les pays industriels, cela les protège d'une telle influence. Autrement dit, s'il existe une relation positive entre indépendance et croissance, cela indique principalement les effets négatifs sur la croissance d'une faible indépendance, et non pas des apports positifs de l'indépendance.

Le même discours est valable pour la relation avec la variabilité de la production: les analyses soutiennent presque à l'unanimité la non relation avec l'indépendance. La seule relation négative constatée semble refléter, d'après les auteurs⁵⁴, plus une différence entre les groupes de pays qu'une véritable différence dans chaque pays explicable par l'indépendance. Autrement dit, la variance de la croissance est moins élevée dans les pays industriels que dans le pays en voie de développement, les mêmes pays industriels étant aussi ceux qui possède un taux de rotation des gouverneurs moins forte. Cela explique la relation négative constatée, mais ne permet pas de soutenir à un véritable rôle de l'indépendance.

Si les analyses économétriques qui mettent en relation l'indépendance et l'inflation peuvent être considérées comme un test de la validité de la théorie du biais inflationniste, les analyses qui portent sur la relation entre l'indépendance et la croissance ne peuvent pas l'être, car le problème posé est le biais inflationniste et non pas un défaut ou un excès de croissance. La théorie du biais inflationniste soutient le rôle désinflationniste de l'indépendance, dans un contexte où la monnaie est neutre par rapport à l'emploi. L'analyse du rapport entre indépendance et croissance, n'est qu'un élément supplémentaire, mais pas nécessaire.

Le taux d'intérêt - Plusieurs analyses soutiennent une relation positive entre taux d'intérêt réel et indépendance, et une relation négative entre variabilité du taux d'intérêt et indépendance. Cukierman & Kalaitzidakis & Summers & Webb (1993 - p. 133) donnent une explication à la relation positive avec le taux d'intérêt: en cas de

⁵⁴ Cukierman & Kalaitzidakis & Summers & Webb (1993 - p. 124).

dépendance, le gouvernement interfère plus facilement en faveur d'une réduction des taux. Cela suit l'idée que le gouvernement favorise l'inflation par des politiques expansives, d'où des taux réels plus faibles. D'ailleurs, la réduction de l'inflation apportée par l'indépendance favorise aussi l'augmentation des taux réels. Cette augmentation est cependant accompagnée d'une réduction dans la variabilité, qu'on peut lire par l'adoption d'une politique monétaire plus constante dans le temps en cas d'indépendance, confirmant l'idée que l'indépendance réduit les revirements discrétionnaires à la suite d'intérêts politiques. En plus, la réduction de la variabilité de l'inflation peut aussi se traduire par une réduction de la variabilité du taux d'intérêt.

Le financement public - Les analyses concernant la relation entre indépendance et financement du secteur public (concession de crédits ou relation avec la dette ou le déficit public), n'apportent pas des conclusions très fortes: généralement la corrélation n'est pas significative. Ce résultat ne doit pas nous surprendre: le déficit public dépend d'une part, du comportement du gouvernement en termes de dépenses et de politique fiscale, et d'autre part, il dépend de la conjoncture économique. Étant donné que la politique monétaire apparaît neutre sur le niveau de la croissance, et qu'il n'y a pas de relation forte entre indépendance et croissance, il semble logique qu'il n'y ait pas une relation entre indépendance et déficit public.

Les cycles politico-économiques - Alesina (1988 - pp. 38-43) considère l'apport empirique de l'indépendance sur la réduction du cycle politico-économique. De façon assez simple, on confronte l'Angleterre, les États-Unis et l'Allemagne. L'Angleterre étant marquée par une banque centrale dépendante⁵⁵ et étant assez proche du modèle partisan, l'Allemagne ayant une banque centrale très indépendante et étant moins marquée par des revirement partisans, les États-Unis étant dans une situation intermédiaire soit pour le degré d'indépendance soit pour l'instabilité politique (au moins pour Alesina, 1988). Or, en considérant ces trois pays, on retrouve la relation négative entre indépendance et taux d'inflation, ainsi qu'entre indépendance et variabilité de l'inflation. Ce qui permet de soutenir que l'indépendance, surtout pour ce qui concerne la variabilité de l'inflation, peut avoir joué un rôle en éliminant la variabilité politique. À vrai dire, il s'agit d'une analyse assez simple et trop restreinte: pour avoir un résultat empirique plus fort, il faudrait à notre avis avoir un échantillon de pays plus large. Cependant, l'interprétation de la réduction du cycle politico-économique par la réduction de la variabilité de l'inflation nous permet de reprendre les analyses précédentes, analyses qui semblent confirmer la relation entre indépendance et variabilité de l'inflation: ce qui pourrait confirmer le rôle de l'indépendance dans la réduction du cycle politico-économique. Aucune confirmation évidente concerne la relation entre indépendance et variabilité de la croissance. Retenons encore que Alesina & Roubini (1992 - p. 680) ont remarqué la possible existence d'un cycle politico-économique même pour l'Allemagne, normalement considérée comme le pays ayant la banque centrale la plus indépendante. Pour avoir des résultats plus convaincants, il faudrait des analyses explicitement orientées sur la relation entre indépendance et cycle politico-économique.

Ces résultats confirment les attentes théoriques, allant même à réduire les craintes de possibles effets négatifs sur la croissance. Les résultats les plus évidents restent la relation négative entre indépendance et taux d'inflation, ainsi que la relation nulle avec la croissance.

2.3. Les formes de l'indépendance

2.3.1. L'indépendance entre la règle et la réputation

Les remèdes envisagés au biais inflationniste sont nombreux: de la règle à la réputation, du conservatisme au contrat. Quels est le rapport entre ces notions et celle d'indépendance?

⁵⁵ Depuis 1998, même la Bank of England a obtenu plus d'indépendance.

i) L'indépendance et la règle

Friedman (1962) considère la règle comme une solution aux maux de l'indépendance. L'indépendance est vue non pas comme la possibilité de neutraliser les influences politiques sur l'action monétaire, mais au contraire de multiplier ces influences. L'indépendance permet de mieux cacher l'utilisation partisane de la politique monétaire, car le secret dont elle est entourée permet de tout voiler face aux individus. L'indépendance est une institution qui permet la réalisation d'un comportement négatif. La règle devient dès lors la garantie d'une politique monétaire effectivement isolée des influences politiques et orientée vers la juste direction: le comportement étant prédéfini, on ne peut plus déraiper; il s'agit en plus d'un comportement clair et évident. Dans la vision de Friedman, la monnaie ne doit pas être gérée de façon discrétionnaire par un gouvernement, celui-ci étant attiré par des politiques qui à la fin ne font que déstabiliser l'économie. Il faut une règle de comportement définie selon les logiques monétaires, de telle sorte à assurer la bonne conduite. La règle est le meilleur moyen pour écarter de la politique monétaire les influences politiques.

Cependant, on peut mieux préciser le rapport entre règle et indépendance: la règle monétaire est une norme de comportement, elle dit ce que la banque centrale doit faire, et le dit dans les détails opérationnels: il faut augmenter la masse monétaire de 1% chaque année, il faut augmenter le taux d'intérêt en cas d'un écart entre inflation attendue et inflation réalisée. La règle définit la façon dont la banque centrale doit se comporter, afin de mettre en œuvre une bonne politique monétaire: elle définit une action monétaire. Au contraire, l'indépendance implique une dimension institutionnelle: la banque centrale est une entité distincte du gouvernement et garde son autonomie. Une entité ayant son directeur et ses membres, distincts du chef du gouvernement et des ministres qui le composent. L'indépendance définit un cadre institutionnel, dans lequel l'action monétaire sera réalisée. L'indépendance ne définit pas un comportement, mais elle met en place un cadre dans lequel le comportement pourra être réalisé. Même si elle peuvent résoudre le biais inflationniste, règle et indépendance ne sont pas assimilables. L'action n'est pas une institution, l'institution n'est pas un comportement.

Étant donné que la règle concerne l'action et que l'indépendance implique une institution, les deux aspects peuvent coexister: l'institution permet la réalisation d'un comportement. Si la bonne politique monétaire est celle qui est définie dans une règle, on peut alors imaginer de rendre indépendante l'autorité monétaire du gouvernement afin de permettre la réalisation de la règle: l'indépendance comme garantie de continuité dans l'application de la règle. Néanmoins il existe un autre rapport entre indépendance et règle, qui n'est pas à négliger car il dévoile la racine du biais inflationniste. La règle détermine par avance l'action monétaire correcte. Cette détermination est réalisée sur des principes techniques, comme l'est la théorie quantitative de la monnaie. Il y a une sorte d'indépendance technique (isolement) implicite à la règle. Si la politique monétaire est préfixée par une règle, règle universelle et indiscutable, alors le gouvernement ne peut plus intervenir pour définir l'orientation de la politique monétaire. L'exactitude et l'équité de celle-ci étant déjà inscrite dans les principes techniques sur lesquels la règle est fondée. La règle permet la suppression de la dimension politique dans l'action monétaire. Celle-ci n'étant qu'une réalisation prédéterminée des principes techniques. Autrement dit, la politique monétaire ne revient pas au gouvernement, mais aux lois monétaires: c'est la raison même qui permet de résoudre le biais inflationniste, celui-ci étant provoqué par une orientation vers des objectifs politiques qui s'écartent de l'objectif monétaire. L'élimination des tentations politiques par une prédétermination du comportement monétaire est la garantie de la crédibilité, la suppression de la dimension politique est la clé de la solution. Cela c'est aussi l'élément que le conservatisme veut atteindre par l'indépendance: l'isolement du gouvernement comme garantie de crédibilité, afin de résoudre le biais inflationniste. Règle et conservatisme ont en commun le désir d'écarter de la conduite monétaire les influences déstabilisantes de la politique, car on admet que la logique monétaire n'a pas de dimension politique: les lois naturelles de l'économie étant mécaniquement connues. L'action est prédéterminée, il ne reste qu'à l'appliquer, et dans cette application la politique ne doit pas interférer.

Malgré cet élément commun, la logique est différente: l'indépendance admet le rôle régulateur des institutions, alors que la règle n'est qu'une norme extérieure au marché. La banque centrale indépendante est une institution qui forme le cadre à l'intérieur duquel le marché se met en place. Pour cette raison, en adoptant la règle monétaire, on pourrait même se passer de la banque centrale: il suffit simplement d'assurer la continuité

mécanique de la règle. Au contraire, en adoptant l'indépendance, la banque centrale prend plus de poids: elle assume le rôle d'institution régulatrice. La banque centrale ne se place pas sur un plan d'égalité avec les autres acteurs du marché, elle atteint une dimension collective. Avec la règle, on adopte une démarche positiviste et instrumentale où tout est connu par avance: tout est prédéfini et déterminé par les lois naturelles (le rôle des institutions n'étant ainsi pas nécessaire); alors qu'avec l'indépendance on retient le rôle des institutions pour faire face aux événements imprévisibles. Pour cela, comme le fait le conservatisme, on donne plus d'importance aux objectifs qu'aux instruments.

Entre la règle et l'indépendance on retrouve ainsi les deux principaux courants libéraux: celui qui croit dans les forces naturelles, et celui qui retient la dimension des institutions comme facteur régulateur.

ii) L'indépendance et la réputation

La réputation permet de garder une conduite discrétionnaire, tout en assurant un niveau d'inflation inférieur au biais inflationniste, en raison de différentes forces qui poussent l'autorité monétaire à considérer les effets négatifs de la politique inflationniste. La solution ne dérive pas du fait de contrôler de façon exogène l'autorité, comme sous le régime de la règle, mais d'une conviction endogène à l'autorité elle-même. Par sa quête de réputation, l'autorité monétaire ne vas pas conduire une politique inflationniste, dont les effets économiques ne sont que négatifs.

Dans le cas extrême, la réputation semble soutenir que le biais inflationniste n'existe même pas, car il n'y a pas d'intérêt pour le réaliser: le réescompte temporel et la quête de réputation étant des facteurs qui réduisent les comportements inflationnistes. Si le biais inflationniste n'existe plus, alors même l'indépendance n'est plus justifiée. On peut tout de même se demander si le mécanisme de la réputation peut se réaliser plus facilement en cas d'indépendance qu'en cas de politique monétaire gérée par le gouvernement. Les modèles de la réputation n'admettent pas la nécessité d'une banque centrale distincte du gouvernement: n'importe quelle autorité monétaire qui poursuit la fonction d'objectif sur plusieurs périodes, sera soumise aux mêmes contraintes, d'où un résultat unique. De même, les modèles qui admettent l'existence de deux formes d'autorité monétaire (l'une conservatrice assimilable à une banque centrale indépendante et l'autre moins conservatrice assimilable au gouvernement), montrent que même l'autorité moins conservatrice tend à assumer un comportement conservateur. Si le biais inflationniste est un résultat négatif, l'autorité monétaire cherche à garder sa réputation en l'évitant. Cela est valable même en cas où l'autorité monétaire est le gouvernement lui-même.

Cependant, l'indépendance peut apporter du soutien à la réputation. En effet, l'introduction du temps dans les modèles, soulève une question pratique. S'il faut un horizon infini pour assurer une politique non inflationniste, alors l'indépendance peut jouer un rôle important. En effet, les échéances électorales réduisent l'horizon temporel du gouvernement, d'où une possible orientation plus sur le court terme que sur le long terme, comme la théorie du cycle politico-économique le démontre. Par sa nature instable et par son orientation vers le court terme, le gouvernement sera difficilement soumis au mécanisme décrit par les modèles de la réputation. Au contraire, l'indépendance peut être une garantie de continuité, ce qui permet de prendre en compte les effets négatifs futurs.

"To the extent that the central bank has a longer horizon than one period - and this may be one reason that the law attempts to isolate central bank management from political pressures - it may be able to establish a reputation that serves the same purpose as a monetary rule."

(Fischer, 1990 - p. 1180)

2.3.2. L'indépendance entre le conservatisme et le contrat

Le conservatisme et le contrat présentent des aspects communs. Le biais inflationniste est provoqué par un défaut de crédibilité à cause d'une distorsion au niveau des objectifs. En particulier, la poursuite d'objectifs autres que la stabilité des prix détournent la politique monétaire de son objectif principal. En effet, la politique monétaire semble impuissante à réaliser durablement les objectifs non monétaires. L'objectif "naturel" de la politique monétaire est la stabilité des prix, les autres objectifs n'étant pas réalisables sans conséquences négatives. Cela

explique l'accentuation de l'objectif de la stabilité monétaire soutenue par le conservatisme. L'esprit du contrat est le même, seule le mécanisme diffère.

La solution passe par l'isolement de la politique monétaire des interférences qui la détournent de son objectif essentiel. L'indépendance est l'institution qui permet cet isolement, soit en raison du caractère conservateur du banquier central, soit en raison d'un système d'incitations qui ne permet plus le reniement. L'idée d'indépendance comme facteur d'isolement des tentations politiques est présente aussi dans le cas de la justification par la réduction du cycle politico-économique: les désirs électoraux et les préférences partisans étant la cause du cycle, l'isolement de la politique monétaire assure la disparition du cycle.

L'indépendance se fonde ainsi sur la nécessité de réorienter la politique monétaire vers la stabilité des prix, et sur la nécessité d'écarter toutes les autres interférences, car elles sont la cause d'une politique monétaire inflationniste. Il s'agit de trouver des solutions qui puissent assurer le respect de la stabilité des prix: si le conservatisme fait confiance à l'engagement du banquier central, par le contrat on cherche à mettre en place un système d'incitations qui oriente le comportement de ce dernier dans la juste direction.

Cependant, le contrat n'est pas entièrement assimilable au conservatisme.

La principale distinction entre indépendance conservatrice et indépendance par le contrat est que la première concerne les objectifs et les instruments, alors que la dernière ne concerne que les instruments.

"In the Rogoff (1985) approach, the central banker is given control over monetary policy and the independence to maximize his or her own utility function: he thus has both goal and instrument independence. [...] The central banker in the principal-agent approach has no goal independence but does have instrument independence."
(Fischer, S., 1995 - p. 202)

Le conservatisme correspond à l'indépendance des objectifs, car il comporte une distinction nette entre objectif du gouvernement et objectif de la banque centrale: vu que le premier conduit au biais inflationniste, le conservatisme propose de donner un objectif différent à la banque centrale, ce qui passe par une plus forte opposition à l'inflation. Les préférences du gouvernement sont les mêmes que les préférences des individus, alors que celles de la banque centrale s'en écartent, d'où l'indépendance des objectifs. L'indépendance qui en sort suit le principe de l'isolement: la banque centrale doit conduire la politique monétaire sans aucune interférence de la part du gouvernement, car celui-ci tend à orienter la politique monétaire vers un mauvais côté. La banque centrale conservatrice possède un objectif propre, distinct de celui du gouvernement et de la société.

L'approche par le contrat comporte une indépendance instrumentale sans l'indépendance des objectifs. Le gouvernement définit l'objectif que la banque centrale doit réaliser, et évalue si elle l'a atteint ou pas, d'où le sens de l'incitation ou de la punition. L'objectif est décidé par le principal, alors que l'agent doit seulement le réaliser. Le transfert n'est pas signe d'indépendance complète au sens qu'on peut se donner l'objectif qu'on veut, mais il signifie qu'on doit rendre compte à quelqu'un, ce qui entraîne la non indépendance au niveau des objectifs. Cependant, cette démarche implique nécessairement l'indépendance instrumentale: une fois fixé l'objectif, il faut donner les moyens à la banque centrale de le réaliser, faute de quoi la définition de l'objectif n'a plus de sens. La tâche du principal consiste à s'assurer que l'objectif soit atteint, laissant liberté à l'agent dans le choix des instruments.

Cette différence implique un argument assez important. Il est vrai qu'on peut interpréter le conservatisme comme un contrat, car la délégation monétaire à un banquier central sous la condition que celui-ci adopte un comportement conservateur, signifie lui imposer l'objectif de la stabilité des prix. Autrement dit, le banquier central conservateur ne doit pas poursuivre des objectifs autres que la stabilité des prix. Sa mission est justement la stabilité monétaire. Ce banquier central n'est donc pas libre de choisir un objectif différent, cependant ce qui lui reste et qui constitue la différence principale avec l'approche du contrat, est la liberté qui lui est accordée pour définir la stabilité des prix. Sous le conservatisme, le choix opérationnel de la stabilité des prix est délégué à la banque centrale, ce qui explique son indépendance au niveau de l'objectif face au gouvernement. Au contraire, le contrat implique que la définition opérationnelle de la stabilité des prix revienne au gouvernement. La banque centrale n'a pas la possibilité d'effectuer ce choix, comme c'est au contraire le cas sous le conservatisme. Cela suppose que la stabilité des prix n'a pas une seule définition opérationnelle. Du reste, les

indices de l'inflation sont multiples (différents paniers possibles, différents façon de les mettre à jour) et la stabilité peut être considérée soit pour le taux de variation soit pour le niveau de l'indice des prix.

2.4. Les critiques à l'indépendance

Les critiques principales envers l'indépendance se fondent soit par la prise en considération de nouveaux concepts, soit à la suite de nouvelles analyses empiriques.

2.4.1. L'ambiguïté et la transparence

Certains auteurs⁵⁶ ont soutenu que l'indépendance sert de voile pour cacher la politique monétaire. Il en résulte un déficit démocratique peu souhaitable. C'est d'ailleurs l'argument soutenu par Friedman (1962) pour critiquer l'indépendance. Cela ne prend pas en considération le fait que, même en cas d'indépendance, on peut garder un système de responsabilité, ce qui est notamment le cas avec le contrat.

Cependant, d'après Cukierman & Meltzer (1986a), un certain degré d'ambiguïté peut être utile. L'argument est le suivant⁵⁷: supposons que la banque centrale ne possède pas un contrôle parfait sur l'inflation. Dans une telle situation, les individus ne peuvent pas savoir avec certitude si la banque centrale est en train de se comporter correctement (lutte contre l'inflation) ou si elle est en train de tricher (surprise inflationniste). Cela a un double effet: d'une part, le processus de formation de la crédibilité se réalise plus lentement, de telle sorte que la désinflation est plus coûteuse (l'ajustement des anticipations étant plus lent); d'autre part, la politique inflationniste intègre en soi une partie d'inflation qui surprend les individus (les anticipations étant partiellement fausses), de telle façon que le chômage se réduit. Ces deux effets sont opposés: le premier négatif, le deuxième positif. On peut ainsi déterminer un degré optimal d'ambiguïté où le désavantage marginal du premier correspond à l'avantage marginal du deuxième effet.

"Finally the purely politico-bureaucratic and the politico-economic explanations for secrecy need not to be mutually exclusive. To sometimes satisfy the wishes of politicians, the central bank may need to possess the ability to influence the real economy. Since only unanticipated money has real effect, this requires some policy ambiguity."
(Cukierman, 1992 - p. 221)

Une fois que ce mécanisme est compris par les individus, on peut imaginer les effets sur la crédibilité de la politique monétaire. L'ambiguïté est tout de même en partie implicite à l'activité de la banque centrale, notamment en raison d'efficacité de ses actions (effet surprise). Cela est particulièrement le cas lors des interventions pour soutenir un certain taux de change.

Plusieurs auteurs⁵⁸ considèrent la transparence comme un facteur permettant de crédibiliser la politique monétaire, même en alternative à l'indépendance. Par transparence, on entend le fait d'annoncer des objectifs, mais aussi le fait de publier les procès-verbaux des séances du conseil de la banque ou de publier des rapports, ainsi que le fait de soutenir des discours publics, notamment par le gouverneur. L'idée est que, par la transparence, on peut mieux convaincre les individus de l'engagement pris vers la stabilité des prix. Autrement dit, le banquier central soumis à un système de transparence modifie son comportement et, étant engagé vers la stabilité des prix, il cherchera à la réaliser, entraînant un apport de crédibilité.

La transparence ne peut cependant pas se substituer à l'indépendance. D'un côté, elle peut être complémentaire à l'indépendance (c'est notamment le cas du contrat, mais on peut la retrouver aussi dans le cas du conservatisme), et parfois elle peut être un facteur négatif pour la crédibilité. Si un minimum de transparence existe toujours (l'inflation effective est un fait réel qui affecte chaque individu), la transparence ne peut pas être complète. Si on peut l'avoir au niveau des résultats (annonce des objectifs), difficilement on aura une transparence du processus (mise en œuvre de la politique monétaire). Enfin, la transparence ne concerne que le système de communication de la banque centrale et celui-ci ne peut pas avoir une influence certaine sur l'efficacité de la politique monétaire.

⁵⁶ Havrilesky (1987), Kane (1980).

⁵⁷ voir aussi Cukierman (1992 - pp. 213-221).

⁵⁸ Briault & Haldane & King (1996).

En d'autres termes, le simple fait de devoir annoncer un objectif, n'est pas la condition nécessaire et suffisante pour que cet objectif soit atteint: il faut encore qu'il soit réalisé dans les faits.

2.4.2. Les autres analyses empiriques

i) Le ratio de sacrifice

D'après plusieurs analyses empiriques⁵⁹, on a identifié une relation positive entre indépendance et le ratio de sacrifice (*sacrifice ratio*), indice qui met en relation la variation de la croissance avec la réduction de l'inflation:

"The denominator of the sacrifice ratio is the change in trend inflation over an episode - the difference between inflation at the peak and at the trough. The numerator is the sum of output losses - the deviations between actual output and its 'full employment' or trend level."

(Ball, 1994 - p. 160)

Le ratio de sacrifice évalue le coût d'une désinflation en termes de croissance économique. Ce coût serait plus élevé en cas d'indépendance. Cette conclusion est toutefois contestée par Fischer & Zurlinden (1997). Ils considèrent que cette relation dépend largement de l'échantillon des pays choisis.

Si on se place dans la théorie du biais inflationniste, donc si on accepte la validité de la formule de Lucas, tout coût d'un processus désinflationniste revient, dans l'absence de chocs perturbateurs, à un écart entre taux d'inflation anticipé et taux d'inflation réalisé. Le coût de la désinflation s'élève si la politique monétaire n'est pas crédible: le taux d'inflation anticipé étant plus élevé que le taux effectivement réalisé. À la suite des analyses empiriques, il faudrait alors conclure que l'indépendance n'est pas un facteur certain de crédibilité. Cependant, cela n'a rien d'absolu, car des rigidités nominales peuvent retarder l'ajustement des anticipations, de telle sorte que le coût de la désinflation ne serait pas provoqué par un déficit de crédibilité.

Si, au contraire, on se place en dehors de la formule de Lucas, la question concerne plus la neutralité de la monnaie que l'indépendance elle-même. La relation entre indépendance et ratio de sacrifice, étant le résultat d'une politique menée pour réduire l'inflation. Dans ce cas, la question est mal posée car on s'écarte des bases qui justifient l'indépendance. Il faudrait vérifier directement l'hypothèse de la neutralité de la monnaie, et considérer les canaux de transmission monétaire. On pourrait alors vérifier dans quelle mesure l'indépendance change cet état de choses.

ii) Un facteur tiers: le secteur financier

Posen (1995) part d'une analyse empirique différente pour critiquer la théorie du biais inflationniste. Son argument repose sur l'existence d'un troisième facteur entre indépendance et inflation⁶⁰. Ce facteur est le secteur financier qui d'une part, soutient la stabilité des prix et d'autre part, exige l'indépendance pour pouvoir s'assurer que cet objectif soit réalisé. Il y aurait ainsi un groupe d'intérêt politiquement puissant, le secteur financier, qui fait pression sur le gouvernement pour rendre indépendante la banque centrale, de telle sorte que la stabilité monétaire puisse être réalisée.

L'aversion du secteur financier à l'inflation peut être expliquée ainsi: d'une part, l'inflation réduit le taux d'intérêt réel, ce qui réduit les gains des investissements financiers et d'autre part, l'adoption d'une politique monétaire restrictive nécessaire pour limiter une inflation excessive comporte la hausse des intérêts réels, ce qui freine à la fois l'activité économique et les gains financiers, d'où la préférence du secteur financier pour la stabilité des prix.

⁵⁹ Debelle & Fischer (1994), Walsh (1998), Fischer (1996), Gärtner (1995, 1997), Jordan (1997) et Posen (1998).

⁶⁰ À côté du secteur financier, d'autres éléments ont été considérés comme jouant le troisième facteur: l'aversion publique à l'inflation, la modalité de la contractation salariale, la persistance du taux de chômage et le degré d'ouverture de l'économie (cf. Schich & Seitz, 2000 - p. 9).

Les analyses empiriques de Posen (1995) semblent confirmer son idée: en reprenant les indices de l'indépendance et en adoptant un indice (FOI) qui définit le degré d'aversion à l'inflation du secteur financier, il obtient le résultat suivant:

“There is clear statistical evidence to support drawing a causal link (rather than a mere association) between more effective FOI on the one side and greater CBI and lower inflation rates on the other.”

(Posen, 1995 - pp. 262-263)

On pourrait facilement conclure, que l'inflation n'est pas réduite par le bonus de crédibilité apporté par l'indépendance, mais qu'elle est le résultat des préférences du secteur financier. Celle-ci ne serait pas la cause de la disparition du biais inflationniste, mais seulement le moyen qui permet au secteur financier de réaliser la stabilité des prix. On retrouve l'idée d'une indépendance isolée du gouvernement à la merci d'un groupe d'intérêt. Avec cet argument, on pourrait douter de la nécessité d'une banque centrale indépendante.

Toutefois, l'argument de Posen n'est pas entièrement convainquant. Premièrement, on ne comprend pas pourquoi un groupe d'intérêt influent aurait besoin de l'indépendance pour réaliser une politique de stabilité des prix. Comme celui-ci parviendrait à obtenir l'indépendance, il pourrait aussi obtenir la stabilité des prix sans passer par l'indépendance. Deuxièmement, Posen établit une relation entre secteur financier et indépendance, alors que rien est dit sur la relation entre indépendance et inflation. Autrement dit, on ne touche pas à la question de la théorie du biais inflationniste, car celle-ci concerne précisément cette dernière relation. Troisièmement, le secteur financier nécessite tout de même de l'indépendance pour obtenir la stabilité des prix. Cela nous amène à considérer l'argument suivant.

La relation entre secteur financier et indépendance peut s'expliquer par la libéralisation financière récente. En effet, dans un contexte de libéralisation, il apparaît nécessaire d'avoir une institution assez forte et indépendante, qui puisse assurer la régulation du système. Historiquement, la libéralisation du marché financier, qui est effectivement favorable à l'absence d'inflation comme Posen le soutient, a été accompagnée d'une ample diffusion de l'indépendance des banques centrales. La création de la Banque Centrale Européenne, autorité indépendante, arrive dans un contexte de libéralisation financière des pays européens. De même, l'indépendance de la Reserve Bank of New Zealand a été adoptée après la libéralisation du marché financier. L'indépendance récente de la Bank of England est aussi une réponse, après la sortie de la livre sterling du SME, à un contexte de taux de change flexibles et de libre circulation des capitaux. La libéralisation augmente la nécessité d'une autorité de régulation financière, en raison aussi du poids mineur des banques commerciales comme facteur de stabilisation (l'intermédiation étant passée au marché financier). Cet affaiblissement doit être contrebalancé par une autorité, d'où le rôle de la banque centrale et la nécessité qu'elle soit indépendante. Le rapport entre libéralisation et indépendance, peut aussi être vu comme signe de réduction de l'intervention étatique en économie: on rend indépendante la banque centrale, car le gouvernement ne doit pas intervenir dans un contexte de libéralisation. La banque centrale indépendante, étant un élément qui constitue et assure la stabilité du système libéralisé. L'idée de Posen d'une banque centrale soumise au monde financier ne prend pas en compte le rapport entre libéralisation financière et indépendance, ce qui réduit la portée de son argument. La théorie du biais inflationniste n'est ainsi pas mise en doute: il est bien possible que la crédibilité et l'indépendance soient des facteurs nécessaires pour assurer la stabilité monétaire et financière.

2.4.3. *Les critiques à la logique interne au modèle du biais inflationniste*

Le modèle du biais inflationniste suppose plusieurs éléments qui sont discutables: ils concernent le cadre théorique et la notion de crédibilité.

i) Le cadre théorique et monétaire

Dans le modèle de base, à la suite de la théorie quantitative, on admet implicitement les éléments suivants: (a) l'inflation n'est qu'un phénomène monétaire, c'est-à-dire que la cause de toute inflation est une offre excessive de monnaie, (b) la banque centrale contrôle l'inflation, car elle garde la maîtrise de la quantité de monnaie, (c) le phénomène de l'inflation est réversible, c'est-à-dire que le retour à la stabilité des prix peut être rapide et sans dommages particuliers. Or, ces hypothèses peuvent être critiquées.

D'abord, l'inflation n'est pas seulement un phénomène monétaire. Le taux de change et le niveau des prix internationaux jouent un rôle important, surtout pour des économies ouvertes. Toute dévaluation rend les prix des biens importés plus élevés, de même que la hausse du prix du pétrole peut favoriser l'importation de l'inflation. La source de l'inflation n'est donc pas seulement monétaire.

Ensuite, l'hypothèse que la banque centrale maîtrise la quantité de monnaie doit être précisée. Dans un régime de changes fixes, Mundell (1963) démontre l'impossibilité d'avoir une politique monétaire autonome dans le contexte d'une libéralisation des mouvements de capitaux. Le fait que le modèle de base de la théorie du biais inflationniste raisonne en termes d'économie fermée, ne permet pas de prendre en compte cette situation. Ainsi, il n'est pas certain, que la banque centrale puisse contrôler la quantité de monnaie, ce qui pourrait limiter la validité des résultats du modèle. Dans un régime de changes flexibles, le contrôle sur la quantité de monnaie peut être limité d'une part, à cause du déficit public (notamment si celui-ci est monétisé), et d'autre part, à cause de la libéralisation financière. Dans cette dernière situation, la banque centrale doit utiliser le taux d'intérêt comme instrument de la gestion monétaire.

Enfin, l'inflation n'est pas nécessairement réversible. Autrement dit, le modèle de base admet que les conséquences de l'inflation, après la solution du biais inflationniste, vont disparaître. Cela n'est pas vrai. En effet, bien que le taux d'inflation soit diminué, le niveau des prix reste élevé à la suite de la hausse qui s'est vérifiée pendant le biais inflationniste. Ainsi, le rapport avec les devises étrangères n'est pas revenu à la situation antérieure à la période inflationniste. Si, par exemple, le taux de change passe de 1 à 2 à la suite du biais inflationniste, avec la solution de celui-ci, le taux de change reste à 2 (stabilité), sans retourner à 1 (non-réversibilité). La perte de valeur sur le marché international, n'est pas effacée par la réalisation de la stabilité des prix. De même, les effets de redistribution provoqué par l'inflation, ne sont pas effacés avec la stabilité monétaire: ils cessent simplement de se propager. La stabilité d'avant le biais inflationniste, ne correspond pas à la stabilité qui se réalise après la solution du biais inflationniste, comme l'admet le modèle de base.

Un autre argument est le fait que le modèle de base raisonne en termes d'économie interne: la contrainte extérieure n'ayant pas d'influence. Cela est notamment valable pour l'économie des États-Unis, pour laquelle le commerce international est moins important que l'économie interne. Cependant, une telle approche écarte le facteur externe qui peut influencer la politique monétaire. Le taux de change peut en effet influencer l'inflation, de même, le régime de changes détermine l'efficacité de l'instrument monétaire. L'existence d'une contrainte externe réduit la portée du modèle de base: face à un biais inflationniste qui provient de l'extérieur (par exemple par la hausse des prix des matières premières) ou d'une sortie de capitaux qui favorise la dévaluation de la monnaie (par exemple par l'attraction d'un marché financier extérieur), l'indépendance de la banque centrale et son apport de crédibilité sera inefficace pour résoudre la question. De même, sous un régime de changes fixes, la banque centrale ne pourra pas mettre en œuvre tous les instruments monétaires, car l'autonomie monétaire n'est pas donnée. Cette autonomie par rapport à l'extérieur est assurée seulement sous un régime de changes flexibles. Laskar (1989) et Desquilbet & Villieu (1998) retiennent un modèle d'économie ouverte, et ils démontrent que l'adoption unilatérale du conservatisme peut empirer la situation. En effet, il est souhaitable de garder une politique discrétionnaire afin de répondre aux attaques des pays tiers qui cherchent à exporter leurs récessions chez les autres pays par une dépréciation compétitive. Dans un contexte où la coopération internationale est

difficile à réaliser, le préengagement unilatéral rend plus fragile l'économie interne à ces attaques. La solution conservatrice n'est préférable qu'en cas de coordination internationale. Eijffinger & Schaling (1995b) admettent l'existence d'une relation négative entre le degré optimal de conservatisme et l'ouverture au commerce international. Étant donné que, l'inflation et l'emploi sont plus vulnérables aux influences externes, il apparaît nécessaire d'avoir une politique monétaire plus flexible qui, à cause du trade-off entre flexibilité et crédibilité, se traduit par moins de conservatisme.

Un dernier argument résulte du fait que, par l'hypothèse des anticipations rationnelles, le modèle de base admet que les ajustements sont immédiats: dès que la crédibilité est établie, le biais inflationniste disparaît. Le retour à la stabilité des prix, se fait instantanément. Cela fait oublier que le processus désinflationniste peut prendre du temps, ce qui a des conséquences sur le rôle de la crédibilité et de l'indépendance. Dans un contexte d'ajustements immédiats, la crédibilité peut être le facteur qui résout le biais inflationniste, car elle ne nécessite pas de temps pour être adoptée: il suffit de rendre indépendante la banque centrale. Cependant, si le processus désinflationniste prend du temps, alors la crédibilité n'est plus suffisante, car le biais inflationniste ne disparaît pas immédiatement après l'adoption de l'indépendance. À côté de la dimension institutionnelle, il faut donc considérer la dimension instrumentale (réalisation de la politique monétaire). L'inflation doit ainsi être vaincue non seulement par un changement institutionnel, mais aussi par la conduite monétaire. Si d'après le conservatisme, l'orientation de la lutte contre l'inflation suscitée dans l'indépendance se transmet aussi à la politique monétaire, l'oubli de la dimension instrumentale réduit la solution du biais inflationniste à une simple mécanique: l'indépendance étant la roue nécessaire et suffisante pour réduire l'inflation, la conduite monétaire n'étant qu'une réalisation technique de l'esprit conservateur. Cependant, l'oubli de la dimension instrumentale, fait oublier l'existence de possibles choix à effectuer qui sont implicites à la politique monétaire, car sa réalisation doit tenir en compte du contexte économique et social. Ainsi, faut-il augmenter fortement le taux d'intérêt pour freiner rapidement la hausse des prix, et cela malgré les possibles effets de la hausse du taux d'intérêt sur d'autres variables (taux de change, croissance)? La conduite monétaire n'est pas univoque et prédéterminée, mais elle s'inscrit dans le temps et dans un contexte. L'ajustement immédiat élimine ces questions, en écartant ainsi la dimension politique qu'elles soulèvent. Cela a des conséquences sur le rôle de l'indépendance: si l'inflation peut être résolue instantanément et de façon mécanique, alors l'indépendance peut être entendue comme simple isolement du facteur politique, mais si la conduite monétaire implique des choix, alors l'indépendance ne peut plus être seulement l'élément qui isole du monde. Elle est la condition d'une politique durable dans le temps. La mécanique implicite à l'ajustement instantané, déjà présente sous la règle, simplifie la question et écarte des éléments importants.

ii) Le rôle et les limites de la crédibilité

La crédibilité est l'élément essentiel qui résout le biais inflationniste: l'indépendance n'est que le moyen qui permet d'atteindre la crédibilité. L'apport de crédibilité dérive de l'isolement de la politique monétaire des tentations inflationnistes. On a donc un rapport entre indépendance, objectif monétaire et crédibilité.

"[...] the provision of a constitutional status of independence to the central bank is an effective device for government to precommit to price stability over an infinite time horizon."

(Neumann, 1991 - p. 99)

"By specifying the objectives of an institution more or less tightly and by giving it broader or narrower powers, politicians determine the extent of commitment to a policy rule. The wider the set of contingencies over which the rule is binding, the stronger the commitment. This set is wider and an institution is more independent the more politically costly it is, for the political principals, to override the decisions of the institution. Hence a public institution with broader power in a particular area of policy corresponds to a stronger commitment to given restrictions on policy in this area."

(Cukierman, 1994b - p. 55)

La théorie du biais inflationniste admet implicitement que l'indépendance assure l'isolement de toute tentation inflationniste, de même qu'elle associe la crédibilité à l'incohérence temporelle. Or, ces arguments sont contestables.

D'une part, les membres d'une banque centrale peuvent se comporter de façon bureaucratique; et d'autre part, même en cas d'indépendance, il existe toujours des influences politiques ou autres, plus ou moins cachées. L'indépendance n'assure donc pas la disparition de toute tentation inflationniste.

D'après les théories bureaucratiques, toute organisation publique cherche à assurer sa propre survie et à suivre des objectifs privés. Ainsi, lorsque l'échéance du mandat s'approche, les membres de la banque centrale peuvent être poussés à satisfaire le gouvernement afin d'assurer le renouvellement. Cela reste indépendant de la durée du mandat: pour l'éliminer entièrement il faudrait une durée infinie ou ne pas attribuer la nomination au gouvernement, ce qui apparaît difficile à soutenir. Plusieurs auteurs⁶¹ ont cherché à mettre en évidence l'existence d'influences politiques même en cas d'indépendance. En plus, en cas de banque centrale qui garde le rôle de superviseur du système bancaire⁶², se pose un conflit d'objectif entre stabilité des prix et stabilité financière. Ce conflit oppose les deux objectifs: la banque centrale peut être poussée à conduire une politique monétaire expansive (taux d'intérêt bas) afin d'aider des éventuelles banques en difficultés. On pourrait ainsi sacrifier la stabilité monétaire pour sauvegarder la stabilité financière. Le même dilemme peut se poser à cause de la dualité entre stabilité monétaire interne (niveau des prix) et stabilité externe (taux de change).

L'indépendance par rapport au gouvernement à elle seule peut ne pas être une garantie certaine de crédibilité. L'indépendance légale doit encore se traduire en indépendance pratique (cf. supra l'exemple des PVD). L'idée de pouvoir isolé complètement la politique monétaire des tentations inflationnistes par l'indépendance, peut se révéler illusoire. Cukierman (1993), à la suite des résultats empiriques, semble même en être convaincu:

"More legal independence alone does not suffice. When actual practice is allowed to substantially depart from the written law, even a highly independent charter does not function as an effective commitment device."
(Cukierman, 1993 - p. 288)

Dans un cas limite, on peut arriver à soutenir, comme le fait McCallum (1995a), que le comportement est plus important que l'institution, de telle sorte que si on veut réaliser une politique non inflationniste il suffit de la mettre en œuvre, dépassant toute considération concernant le préengagement. En réalité, institution et comportement sont mutuellement nécessaires pour assurer la crédibilité.

D'ailleurs, la crédibilité est réalisée si la banque centrale dit ce qu'elle fait et fait ce qu'elle dit, ce qui implique que l'indépendance légale doit être suivie de l'indépendance effective (réalisation de l'objectif). L'indépendance légale est une condition nécessaire à la crédibilité, elle n'est pas une condition suffisante. Pour tester la validité de l'indépendance effective, il faut du temps, il faut faire le constat d'une expérience.

"Credibility means that your pronouncements are believed - even though you are bound by no rule and may even have a short-run incentive to renege. In the real world, such credibility is not normally created by incentive-compatible compensation schemes nor by rigid precommitment. Rather it is painstakingly built up by a history of matching deeds to words. A central bank that consistently does what it says will acquire credibility by this definition almost regardless of the institutional structure."
(Blinder, 1996 - pp. 64-65)

La crédibilité se gagne ainsi par la réalisation de l'objectif. La crédibilité se compose d'un élément institutionnel (l'indépendance) et d'un élément comportemental (la réalisation de la politique monétaire): les deux étant nécessaires à l'établissement de la crédibilité. Malheureusement, le modèle de la crédibilité ne tient pas en compte la dimension temporelle, d'où l'assimilation de la crédibilité à la seule dimension légale de l'indépendance. D'ailleurs, la prise en compte de la dimension temporelle peut changer la nature du jeu stratégique, comme les modèles de la réputation le démontrent.

Enfin, dans la théorie, la crédibilité est associée avec l'incohérence temporelle: une politique est crédible si elle n'est pas temporellement incohérente. Par politique crédible, on entend le fait qu'on croit que cette politique sera effectivement réalisée.

⁶¹ Havrilesky (1990), Weintraub (1978).

⁶² voir entre autres De Beaufort Wijnholds & Hoogduin (1994 - pp. 76-79).

“Perhaps the most general interpretation [of credibility] is the extent to which beliefs about the current and future course of economic policy are consistent with the program originally announced by policy makers.”
(Blackburn & Christensen, 1989 - p. 2)

D’après Blackburn & Christensen (1989 - pp. 2-4), la notion de crédibilité, bien qu’elle comporte la cohérence temporelle, est plus ample que celle-ci. En effet, plusieurs facteurs déterminent la crédibilité d’une politique: éléments techniques, administratifs et stratégiques. L’incohérence temporelle reflète seulement le dernier aspect: l’interaction stratégique entre autorité monétaire et individus. S’arrêter à ce seul aspect signifie oublier les autres éléments. Les éléments techniques indiquent tout ce qui revient à la réalisation effective de la politique (aspect instrumental): la qualité des données statistiques, la possibilité de contrôler les instruments monétaires, la vraisemblance des objectifs opérationnels, ainsi que la validité de la théorie économique sous-jacente. Les éléments administratifs comprennent l’habilité de l’autorité à terminer le mandat législatif, le temps à disposition pour réaliser la politique, la tentation de changer le programme préétabli sous pressions internes ou externes. Les éléments techniques et administratifs, touchent directement l’indépendance. D’ailleurs, on retient les éléments administratifs dans la construction des indices de l’indépendance. L’assimilation de la crédibilité à une simple question d’incohérence temporelle est trop restrictive. L’indépendance en tant que telle n’assure pas la crédibilité monétaire car elle ne couvre pas l’ensemble des facteurs: le modèle ne retient qu’une vision de la crédibilité trop restrictive. Cela n’empêche cependant pas de soutenir que l’indépendance est un facteur utile à l’établissement de la crédibilité, notamment par l’orientation au long terme qu’elle permet et qui est nécessaire pour former la crédibilité.

La crédibilité n’est pas donnée une fois pour toutes, elle peut même être perdue, et elle ne se forme que grâce à différents éléments.

3. Conclusion: l'indépendance et la responsabilité

Après avoir présenté la théorie du biais inflationniste et avoir retenu les différentes formes de l'indépendance, il nous apparaît nécessaire de conclure cette première partie en considérant la responsabilité, car elle permet de mieux préciser la différence entre le conservatisme et le contrat.

L'indépendance implique la prise en compte de la responsabilité. Si la banque centrale est indépendante, cela ne signifie pas qu'elle puisse être irresponsable.

“Central banks are not made independent so that they can do whatever they like, but to enable them to pursue an objective free from political interference.” (Briault & Haldane & King, 1996 - p. 42)

L'indépendance renforce même la nécessité de la responsabilité⁶³. Responsable signifie être dans l'obligation de rendre compte de ses propres actes à quelqu'un. Une banque centrale est responsable si elle doit réaliser la politique monétaire pour le compte des citoyens et non pas pour elle-même. Cela suppose la définition d'un objectif à poursuivre et la présence d'une entité de contrôle qui puisse évaluer les résultats obtenus, et qui puisse prendre des mesures afin de donner une signification réelle à son contrôle. Ces conditions, dont la modalité peut varier, sont nécessaires afin d'assurer que l'autorité monétaire ne soit pas juge d'elle-même.

Il faut tout de même différencier entre responsabilité et obligation. La responsabilité implique la possibilité d'un choix qu'il faut ensuite soutenir face à l'entité de contrôle, alors que l'obligation ne comporte que l'exécution d'un objectif imposé par une autre entité. Dans ce cas, l'autorité monétaire ne fait que mettre en œuvre une politique définie ailleurs. Sa responsabilité n'est que de nature instrumentale, aucun choix sur l'objectif à réaliser étant effectué par elle-même, ce qui en réalité réduit son indépendance.

Le conservatisme et le contrat vont résoudre la question de la responsabilité différemment.

On sait que le conservatisme est caractérisée par l'indépendance des objectifs conjuguée à l'indépendance instrumentale. De même, on sait que l'objectif fondamental de la stabilité diffère de la définition opérationnelle de celle-ci. Si le banquier central conservateur, par sa propre nature, poursuit la stabilité des prix (c'est la définition même de conservatisme), il est tout de même obligé à effectuer un choix au niveau opérationnel: est-ce que l'objectif doit être un taux d'inflation compris entre 0% et 2% ou entre 0% et 3%? La banque conservatrice est responsable de ce choix face au public, ou face au parlement dans le cas où le gouverneur doit se présenter devant cette institution. Tel est le cas de la Federal Reserve, dont le gouverneur doit rendre compte régulièrement aux pouvoirs législatifs, notamment à la commission du Congrès.

Dans le cas d'un simple système d'incitations, la banque centrale est indépendante par rapport aux instruments, mais pas par rapport aux objectifs. Ainsi, la responsabilité se résume à un devoir exécutif. Autrement dit, il ne s'agit pas d'une responsabilité, mais d'une simple obligation. La banque centrale doit réaliser un objectif qui a été fixé par le gouvernement, ce qui résulte de la relation entre l'agent et le principal. Dans le cas extrême, la seule indépendance instrumentale transforme la banque centrale dans une autorité qui exécute simplement des ordres: le système d'incitations étant l'élément principal de ce résultat. Cela pourrait réduire la portée au niveau de la crédibilité, car la politique monétaire reste dictée par le gouvernement, d'où un possible avantage du conservatisme. Au contraire, dans le cas du contrat au sens plus large, la responsabilité apparaît plus riche. Il est vrai que la banque centrale reste obligée de réaliser l'objectif tel qu'il a été fixé, mais il faut retenir le fait qu'elle intervient aussi dans la définition de celui-ci. Autrement dit, la première étape consiste à définir l'objectif opérationnel à poursuivre. Cela ne se résume pas par une simple décision du gouvernement (contrat au sens strict), mais, comme il est le cas pour la *Reserve Bank of New Zealand*, par un accord commun entre gouvernement et banque centrale. Cette solution permet de garder la responsabilité du gouvernement dans le choix effectué. C'est lui qui assumera la responsabilité face au parlement. Le rôle de la banque centrale n'est

⁶³ Le rapport entre indépendance et responsabilité a été retenu notamment par Roll et al. (1993) et par Briault & Haldane & King (1996).

plus simplement celui d'exécuter des ordres. Elle assure que la stabilité des prix soit respectée au niveau opérationnel, pour ensuite se charger de le réaliser en pratique.

Cela permet de nuancer l'indépendance. Si, avec le conservatisme, on pourrait plus facilement s'orienter vers l'isolement de la banque centrale, avec le contrat, on s'aperçoit que la banque centrale peut être une autorité qui dialogue avec les autres organismes de l'État, tout en gardant son indépendance.

DEUXIÈME PARTIE

L'INDÉPENDANCE CONTRACTUELLE EN NOUVELLE-ZÉLANDE

La théorie du biais inflationniste, telle qu'on l'a décrite dans la première partie, a largement inspiré et justifié l'évolution survenue pendant les années 90 vers l'indépendance de la banque centrale dans nombreux pays, notamment au niveau européen (à la suite de la création de la Banque Centrale Européenne), mais aussi dans d'autres régions (Nouvelle-Zélande, Angleterre et Japon). A côté de ces cas, il faut encore ajouter les pays qui ont adopté l'indépendance avant les années 90 (Allemagne, Suisse et Etats-Unis), et retenir que la question se pose aussi pour les pays de l'est européen (dans le cadre des réformes vers l'adoption de l'économie de marché) et pour les pays émergents.

Après la présentation théorique, il est nécessaire de traiter un cas pratique d'indépendance pour évaluer la pertinence de l'approche suivie. On a choisi la réforme adoptée en 1990 par la Reserve Bank of New Zealand. Ce choix est justifié pour trois raisons.

L'intérêt de l'approche contractuelle - Malgré l'orientation diffuse vers l'indépendance, celle-ci se fait par des modalités différentes. L'identification de l'indépendance à l'unicité de l'objectif monétaire (stabilité des prix) peut se traduire soit par une véritable réforme institutionnelle (adoption effective de l'indépendance), soit par une réforme qui ne concerne que le comportement monétaire (c'est par exemple le cas du Canada qui a adopté la cible-inflation, sans changer radicalement le cadre institutionnel). En raison de l'intérêt de l'indépendance en tant que réforme institutionnelle, on a écarté cette deuxième solution. Si le cas néo-zélandaise est parfois assimilé à la cible-inflation (*inflation targeting*)¹, cette interprétation néglige les changements au niveau institutionnel que la réforme de 1990 a introduit et qui sont, au contraire, retenus dans une interprétation en termes d'incitations². Deuxièmement, l'indépendance a été inspirée soit par le conservatisme (Banque Centrale Européenne), soit par l'approche contractuelle (Nouvelle-Zélande et Angleterre³). Or, l'approche contractuelle permet de mieux différencier entre principe d'indépendance et principe d'isolement. Cela conduit à poser différemment la question de la responsabilité monétaire et de la coordination interne à la politique économique. Le cas néo-zélandais, qui n'est pas entièrement assimilable au système d'incitations, a contribué à définir cette approche.

¹ Bernanke & Laubach & Mishkin & Posen, 1999, chapitre 5.

² Walsh (1995b et 1995c).

³ Roll et al. (1993).

Particularités du cas néo-zélandais par rapport au cas européen - Pourquoi n'a-t-on pas choisi le cas européen? Certes, l'indépendance est liée à la création de l'euro, nouvelle monnaie destinée à remplacer les monnaies nationales. Mais cela pose non seulement la question de l'indépendance, mais aussi celle du système monétaire au niveau européen (choix d'un régime de changes fixes ou variables, monnaie unique ou étalon commun). Il s'ensuit la prise en compte du niveau supranational, ce qui rend plus difficile l'analyse de l'indépendance à elle seule. En second lieu, le cadre institutionnel européen ne prévoit pas encore un contre-pouvoir politique comparable à celui d'un gouvernement national, ce qui pose différemment la question de l'indépendance et de ses modalités. Celle-ci n'a du sens que face à une entité politique qui possède des pleins pouvoirs. Autrement dit, l'indépendance de la Banque Centrale Européenne est un cas d'espèce, en l'absence d'un gouvernement au niveau européen.

L'expérience d'une décennie - L'introduction de l'indépendance en Nouvelle-Zélande remonte à 1990, alors que la création de la Banque Centrale Européenne (1999) et la réforme de la Banque d'Angleterre (1997) sont beaucoup plus récentes. Cela permet d'établir un premier bilan sur la base d'une période qui couvre une décennie. Enfin, si les cas d'indépendance de la Banque Nationale Suisse et de la Federal Reserve couvrent une période bien plus longue, ils ont existé bien avant l'apparition de la théorie du biais inflationniste et de la crédibilité. La nécessité d'évaluer cette théorie, nous a fait écarter ces cas.

En résumé, le cas de la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) regroupe plusieurs aspects qui sont favorables pour évaluer la théorie du biais inflationniste et pour analyser l'indépendance.

Dans le chapitre III, on présente les éléments principaux de l'indépendance néo-zélandaise, alors que dans le chapitre IV, on analyse les résultats de cette réforme, en les comparant aux prédictions théoriques.

CHAPITRE III

CADRE LÉGAL ET INSTITUTIONNEL: RAISONS ET PRINCIPES

Avec l'entrée en vigueur le 1. février 1990 du nouveau *Reserve Bank of New Zealand Act (RBNZ Act, 1989)* la banque centrale devient indépendante du gouvernement. Avant cette date, la politique monétaire était dictée et menée par le ministre des finances, en conformité avec le *RBNZ Act* de 1964. Ce changement est un élément d'une réforme économique plus ample commencée en 1984 avec l'arrivée au pouvoir du *Labour Party* qui fait face à une situation économique dégradée⁴: taux de chômage orienté à la hausse depuis 1978 même si il reste inférieur à la moyenne OCDE, croissance du PIB total et du PIB par habitant inférieure à la moyenne OCDE, balance des paiements courants en constant déficit, déficits publics élevés et dette publique à la hausse, taux d'inflation supérieur à la moyenne OCDE depuis de nombreuses années malgré un redressement dès 1982 provoqué artificiellement par le blocage des prix et des salaires. A cela s'ajoute la crise monétaire de 1984 survenue juste pendant les élections qui ont conduit à une dévaluation de 20% du dollar néo-zélandais (NZD). Comme l'indique le rapport OCDE (1989 - p. 11), le pays souffre de graves déséquilibres économiques, dont la cause principale est le degré élevé d'intervention étatique. L'économie néo-zélandaise a été négativement marquée par l'entrée du Royaume-Uni dans la Communauté Européenne en 1973, survenue en même temps que la crise pétrolière; ces deux facteurs, auxquels il faut ajouter la dégradation des termes de l'échange et la situation internationale peu favorable à la libéralisation du commerce agricole (un secteur-clé des exportations néo-zélandaises), ont aggravé la situation de l'économie interne du pays. L'État a répondu à la situation avec une politique interventionniste fondée sur la réglementation économique (contrôle des intérêts et du crédit, réserves obligatoires, contrôle des mouvements des capitaux et régime de changes fixes, incitations aux exportations, licences et droits de douane sur les importations, aides aux secteurs internes substitutifs aux importations - par la stratégie *Think Big*⁵, freins à la concurrence,...), accompagnée par une politique budgétaire et monétaire expansionniste. Depuis juillet 1984, après la victoire aux élections du *Labour Party*, le nouveau gouvernement est intervenu de façon radicale afin de changer tout le cours de la politique suivie. On a abandonné le principe de régulation étatique, pour mettre en place une économie plus flexible, ouverte à la concurrence interne et externe, dominée par les règles de marché dans le but d'augmenter l'efficacité et de rétablir la stabilité macroéconomique. Ceci a entraîné une large série de réformes de libéralisation touchant l'ensemble de l'économie: du secteur financier au régime fiscal, de la politique industrielle au secteur public, du commerce international au marché du travail, aboutissant dans le temps à une véritable réforme économique globale⁶. Le secteur financier et la politique monétaire ont été les premiers secteurs à être réformés: le secteur financier a été libéralisé et rendu flexible, alors que la politique monétaire a été orientée vers la stabilité des prix, premier pas vers l'indépendance de la RBNZ. Etant donné l'importance de ces réformes, on retient l'année 1984 comme point de retournement. On retiendra aussi l'année 1990, date à laquelle la RBNZ a été rendue indépendante. Après une description de la situation monétaire d'avant 1990 (section 1), on illustrera les éléments principaux introduits par le nouveau *RBNZ Act* (section 2).

⁴ OCDE (1987, 1989) et Dalziel & Lattimore (1996).

⁵ Cette stratégie a été lancée après le deuxième choc pétrolier de 1979. Son but était d'atteindre un degré d'autonomie de 60% dans le domaine énergétique.

⁶ Pour une vision complète de ces réformes voir Dalziel & Lattimore (1996), Silverstone & Bollard & Lattimore (1996) et Evans & Grimes & Wilkinson & Teece (1996), ainsi que les études économiques de OCDE sur la Nouvelle-Zélande. On tend à considérer le passage réalisé en 1996 par vote populaire d'un système électoral majoritaire à un système proportionnel, comme le ralentissement, voir l'arrêt des réformes. Ce changement a été interprété comme une réaction aux virements brusques que la réforme de 1984 avait enclenché, d'où le désir d'un contexte politique plus stable.

1. Situation monétaire d'avant 1990

1.1. Dégradation monétaire depuis les années 60

Pour illustrer la dégradation monétaire dont a souffert la Nouvelle-Zélande avant les réformes, on doit premièrement retenir l'évolution du niveau des prix et deuxièmement illustrer la crise du dollar néo-zélandais (NZD) survenue pendant les élections politiques de 1984.

Le Graphique 2-1 présente la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (*Consumer Price Index*). On peut retenir les périodes suivantes⁷:

- De 1920 à 1933 - Le niveau des prix change brutalement passant d'une inflation très élevée à des déflations pas moins importantes. Pendant cette période, la Nouvelle-Zélande était soumise à un taux de change fixe avec la livre sterling dans le cadre, jusqu'en 1931, du *gold exchange standard*. Des fortes variations, dont la moyenne sur l'ensemble de la période approche probablement zéro⁸.
- De 1934 à 1960 - Depuis la création de la RBNZ en 1934 (relativement indépendante avant 1936 mais qui servira ensuite à financer le gouvernement) jusqu'aux premières années 60, on constate une variabilité moins accentuée et des taux d'inflation relativement faibles, hormis pour les années 1948 et 1951. C'est le début de la période de réglementation: le gouvernement intervient en contrôlant les changes, l'intérêt et les crédits. L'évolution néo-zélandaise ne semble pas se dissocier de celle des autres pays, Royaume-Uni inclus avec lequel la Nouvelle-Zélande garde encore un taux de change fixe.
- De 1960 à 1982 - Depuis 1960 l'inflation tend à une croissance presque continue, malgré des années de réduction qui ne sont cependant pas un point de retournement: l'inflation reprend à la hausse, sans véritable frein jusqu'à atteindre même des taux supérieurs à 15%. C'est la dégradation monétaire qui s'accompagne de fréquentes dévaluations du taux de change.
- De 1982 à 1989 - C'est le début du redressement monétaire, initialement caractérisé par le blocage des prix et des salaires (1982-84), et puis par un ensemble de réformes monétaires et financières qui, après l'importante dévaluation de 1984, conduisent à bouleverser le système de réglementation économique et à l'introduction de l'indépendance de la banque centrale.
- Depuis 1990 - L'indépendance de la banque centrale poursuit la stabilité monétaire qui s'esquisse à la fin des années 80.

Considérons tout d'abord la période de la dégradation, car elle permet de comprendre les réformes.

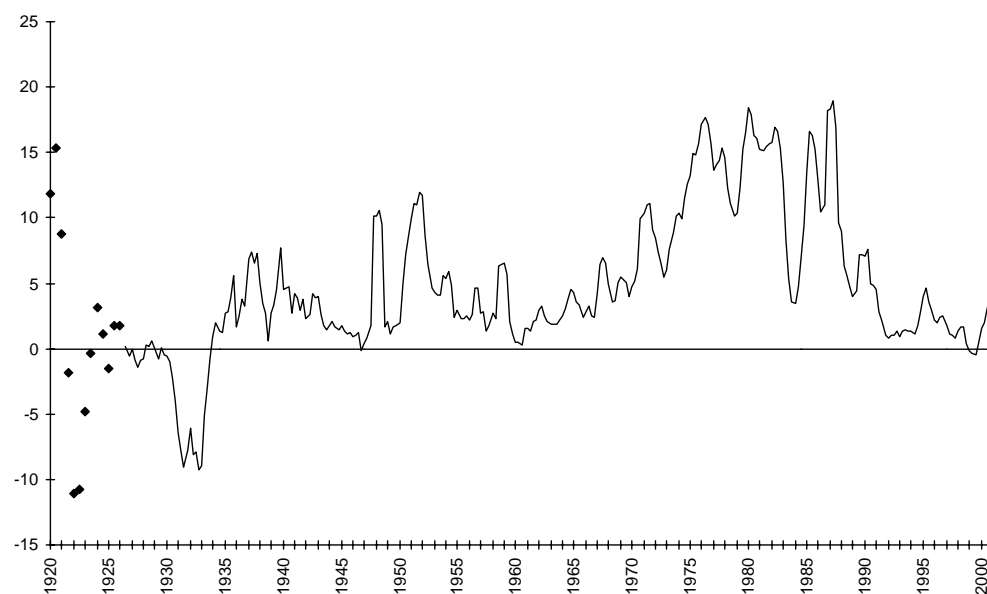
1.1.1. Niveau de l'inflation

La période 1971-82 a été marquée par une inflation particulièrement élevée: la dégradation depuis les années 60 est très évidente (cf. Tableau 2-1), mais la même observation est valable en considérant l'ensemble de la période: (1) le taux le plus élevé jamais atteint est réalisé en 1976 avec 17,19%; (2) plus important, entre 1916 et 1970 seule 3 périodes ont eu un taux d'inflation supérieur à 10% (en 1918, 1920 - suivi d'une forte déflation en 1922 - et 1951), alors que pendant la période 1971-84, ce taux a été dépassé pendant 10 périodes, en particulier pendant toute la période 1974-82. Cette dégradation est facilement visible sur le Graphique 2-1, et elle est confirmée par les données de l'OCDE (cf. Tableau 2-2): la moyenne de l'inflation pendant les années 1973-79 et pendant les années 1979-89 est supérieure aux valeurs de la période 1960-73. La situation s'est ensuite améliorée, mais aux prix d'un contrôle des prix et des salaires imposé par l'État depuis 1982, ce qui a d'ailleurs contribué à aggraver les déséquilibres dans les autres secteurs. De plus, le taux de 7,01% atteint en 1984 n'est pas encore une situation de stabilité des prix.

⁷ Grimes (1996 - pp. 248-251).

⁸ Cela est encore plus vrai si on remonte jusqu'en 1871 (Grimes, 1996 - p. 249).

Graphique 2-1 Prix à la consommation, 1920-2000
variation annuelle du CPI en %, données trimestrielles



Source: RBNZ

Si l'évolution temporelle démontre une dégradation depuis les années 70, la comparaison internationale ne fait qu'apporter des arguments supplémentaires pour un jugement négatif de la situation d'avant 1984. D'après le Tableau 2-2, on voit que l'inflation de chaque pays et donc aussi l'inflation de l'ensemble des Pays OCDE a été en moyenne supérieure pendant la période 1973-79 par rapport à la période 1960-73; cela réduit partiellement la vision négative relative à la Nouvelle-Zélande, car elle ne fait que suivre une tendance inflationniste au niveau international. Cependant, d'une part, le taux de la Nouvelle-Zélande est supérieur aux taux moyen des Pays OCDE pour toutes les périodes retenues, et d'autre part, pendant les années 1979-89, la Nouvelle-Zélande atteint encore une moyenne supérieure à 10%, seul cas avec l'Italie dont on connaît la caractéristique de pays inflationniste. Si, pendant les années 1973-79, la moyenne de la Nouvelle-Zélande dépasse les 10%, elle n'est pas le pays à plus haute moyenne (Italie et Royaume-Uni ayant une moyenne plus élevée), alors que pour la période 1979-89 c'est la Nouvelle-Zélande qui a la moyenne la plus élevée, dépassant même l'Italie⁹. Autrement dit, si pendant la période inflationniste internationale, la Nouvelle-Zélande a suivi la hausse, pendant la période suivante caractérisée par un relatif redressement, la Nouvelle-Zélande n'a suivi la baisse que faiblement. Il y a donc pour ce pays une tendance à la dégradation même dans une optique internationale, et cela surtout depuis 1979.

⁹ Pour être complet, retenons que d'après les données de l'OCDE (Statistiques rétrospectives 1960-1994, 1996), seuls les pays suivant ont une moyenne supérieure à celle de la Nouvelle-Zélande pendant 1979-89: Grèce (19.4%), Islande (37.8%), Mexique (65.0%), Portugal (17.5%) et Turquie (49.8%).

Tableau 2-1		Prix à la consommation, 1960-84			
		variation annuelle du CPI en %, fin septembre, données annuelles			
<i>année</i>	<i>CPI</i>	<i>année</i>	<i>CPI</i>	<i>année</i>	<i>CPI</i>
1960	0,26	1970	6,08	1980	16,34
1961	2,07	1971	11,15	1981	15,43
1962	2,46	1972	6,50	1982	16,61
1963	1,90	1973	8,89	1983	5,39
1964	3,81	1974	11,51	1984	7,01
1965	3,36	1975	14,80		
1966	2,55	1976	17,19		
1967	6,98	1977	14,44		
1968	3,63	1978	11,12		
1969	5,07	1979	15,18		

Source: RBNZ

Tableau 2-2		Comparaison internationale de l'inflation, 1960-89		
		variation moyenne en % de l'indice des prix à la consommation		
		moyennes annuelle sur la période		
		<i>1960-73</i>	<i>1973-79</i>	<i>1979-89</i>
<i>Nouvelle-Zélande</i>		4,8	13,8	11,8
Australie		3,5	12,1	8,4
Etats-Unis		3,2	8,5	5,5
Japon		6,2	9,9	2,5
Allemagne		3,4	4,7	2,9
Italie		3,9	16,7	11,2
Royaume-Uni		5,1	15,6	7,4
France		4,6	10,7	7,3
Suisse		4,2	4,0	3,3
Pays OCDE		4,1	10,8	8,9

Source: OCDE (Statistiques rétrospectives 1960-1994, 1996)

1.1.2. Variabilité de l'inflation

La dégradation monétaire ne s'est pas vérifiée seulement dans le niveau de l'inflation, mais aussi dans sa variabilité. On a calculé, pour certaines périodes, l'écart-type sur la variation annuelle du CPI (fin septembre) en obtenant les résultats suivants: 7,24 (1916-33), 2,65 (1934-60), 5,64 (1960-84). En considérant la période 1950-85, on obtient: 3,09 (1950-60), 3,01 (1960-73), 3,96 (1974-84), confirmant à nouveau la tendance à une plus forte instabilité. Cela semble soutenir l'idée d'une corrélation positive entre variabilité et niveau de l'inflation.

1.1.3. Situation externe et crise monétaire de 1984

La Nouvelle-Zélande a été soumise à un régime de changes fixes depuis les années 30. Jusqu'en 1971, la parité était fixée avec la livre sterling, alors que pendant une courte période (1971-73) la parité était définie par rapport au dollar, et depuis 1973 avec un panier de devises. Depuis 1979, la parité est fixe, mais soumise à des ajustements réguliers (système à crémaillère ou *crawling peg*). Depuis 1982, avec la politique de blocage des prix et des salaires, on est retourné à une parité fixe, toujours par rapport à un panier de devises. Depuis les

années 70, les dévaluations se sont enchaînées: septembre 1974 (-6%), août 1975 (-15%), novembre 1976 (-3%), juin 1979 (-5%), mars 1983 (-6%). Le dollar néo-zélandais s'est apprécié seulement en septembre 1973 (+10%), en raison d'une évolution négative du dollar américain sans contrepartie en Nouvelle-Zélande, et en décembre 1976 (+2%). Si la perte de pouvoir d'achat de la devise néo-zélandaise est évidente en termes nominaux, elle l'est beaucoup moins en terme réels (cf. infra Graphique 2-13).

L'aggravation du déficit extérieur et la hausse de la dette publique externe (cf. Tableau 2-3), sont le signe de la dégradation envers l'extérieur et conduisent à douter de la validité du taux de change fixé. Cette situation devient insoutenable en 1984: à l'annonce des élections en juin, les craintes d'une possible dévaluation ont favorisé la fuite spéculative des capitaux. Cela s'est accompagné par l'érosion massive des réserves en devises de la RBNZ. D'après l'OCDE (1987 - p. 21), on estime que les achats de devises sur le marché au comptant ont atteint 1,4 milliards de dollars néo-zélandais, alors que la RBNZ a passé des contrats de vente à terme de devises pour 1,2 milliards supplémentaire, le tout entre juin et juillet 1984:

“The Reserve Bank sold as much foreign exchange as it would normally have expected to sell in a full year, and despite extensive borrowing abroad and the official writing of a large volume of forward exchange contracts to help absorb some of the pressures at that time, external reserves dropped to an uncomfortably low level. Firm and decisive action was clearly called for.” (Deane, 1986 - p. 13)

La suite des événements a été la suivante: 14 juillet, élections gagnées par le *Labour Party* qui était dans l'opposition; 15 juillet, suppression de la convertibilité en devises du dollar néo-zélandais (NZD); 18 juillet, dévaluation de 20% du NZD. La crise sur le taux de change, qui a comporté aussi une crise institutionnelle (l'ancien ministre en place encore pendant la période de transition ne voulant pas s'aligner sur la volonté du parti vainqueur de dévaluer), a rendu visible la dégradation monétaire et économique de la Nouvelle-Zélande qui pouvait entrer dans un cercle vicieux de dévaluation, d'inflation et d'endettement extérieur très dangereux, d'où la nécessité et la justification des réformes.

Tableau 2-3 **Déficit de la balance des paiements et de la dette publique externe, 1960-84**
en % du PIB, les chiffres négatifs indiquent le déficit
données annuelles

<i>Année</i>	<i>Déficit externe (1)</i>	<i>Dette publique externe (2)</i>
1960	3,3	11,1
1965	-1,0	9,2
1970	0,2	10,6
1975	-14,0	8,8
1980	-4,2	18,0
1981	-3,6	18,4
1982	-5,8	19,8
1983	-6,1	24,6
1984	-5,5	23,5

Notes (1) solde de la balance des transactions courantes

(2) dette brute du gouvernement en devises étrangères

Source: Dalziel & Lattimore (1996)

1.2. Les réformes monétaires et financières pendant la période 1984-89

Les explications données à la dégradation monétaire sont le point de départ des réformes financières. Après la présentation des principales mesures adoptées, on retient les résultats en termes d'inflation.

1.2.1. Raisons de la dégradation

Les raisons de la dégradation monétaire ont été identifiées d'une part¹⁰, au système de régulation, cause principale de l'inefficacité de la politique monétaire qui permettait son dérapage; d'autre part¹¹, à la multiplicité des objectifs monétaires (promotion de la croissance, du plein-emploi et du bien-être social), sacrifiant ainsi la stabilité des prix.

Quigley (1992) retient plusieurs éléments qui ont caractérisé le contexte monétaire entre 1945 et 1984: les réserves obligatoires (notamment en titres d'État) et les limites à la concession des crédits; les taux d'intérêt administrés sur la dette du gouvernement et le contrôle des taux d'intérêt sur les autres activités; la politique d'escompte de la RBNZ qui acceptait sans restrictions particulières tout titre de la dette du gouvernement; le contrôle des changes sous un régime de changes fixes. Tous ces éléments ont réduit l'efficacité instrumentale de la politique monétaire, de la façon suivante.

Premièrement, l'interférence de la politique budgétaire a été une cause principale de la dégradation monétaire. Les déficits publics étaient à la hausse à la suite de la volonté de favoriser le plein emploi: pour la période 1960-69, le déficit public en % du PIB atteint en moyenne 3,1%, pendant la période 1970-79, il atteint 3,9%, alors que pendant la période 1980-84, il passe à 6,9%¹². La dégradation budgétaire a favorisé la dégradation monétaire: l'autorité fiscale imposait des taux d'intérêt très faibles sur les titres d'État pour financer les déficits à des coûts relativement bas, d'ailleurs les réserves obligatoires imposées aux institutions financières ont favorisé la captation des capitaux à des taux inférieurs aux conditions de marché. Le tout accompagné par la politique d'escompte de la RBNZ qui facilitait l'acquisition de liquidités en contrepartie des titres d'État. Ce mécanisme (*discount window*) a détourné l'épargne vers le secteur public et l'a réduit pour les autres activités: l'allocation des ressources n'était plus fondée sur un principe d'efficacité. Cette situation d'interférence de la politique budgétaire sur la quantité de monnaie et sur les taux d'intérêt, a réduit l'efficacité de l'instrument monétaire. La politique monétaire était inefficace: ni la liquidité, ni le taux d'intérêt n'étaient sous le contrôle direct de la RBNZ.

Deuxièmement, le régime de changes fixes comporte un mécanisme similaire (*foreign exchange window*): l'entrée et la sortie de devises ont pour conséquences l'augmentation ou la réduction de la masse monétaire nationale, la banque centrale étant obligée de convertir les devises étrangères à un taux fixe. De même, si la banque centrale veut augmenter le taux d'intérêt, il y a une entrée de capitaux qui doivent nécessairement être convertis à un taux fixe en NZD, ce qui provoque une augmentation de la quantité de monnaie. Il s'ensuit une diminution du taux d'intérêt: l'instrument monétaire est ainsi inefficace. La volonté d'augmenter le taux d'intérêt met en marche un mécanisme qui favorise sa diminution. De plus, quand le taux de change est fixe, la politique monétaire interne ne peut pas s'écarter de la politique internationale: tout écart entre inflation interne et inflation internationale se traduit par des pressions spéculatives et ensuite par un réalignement du taux de change. Tout écart d'inflation positif (négatif) entre le taux interne et le taux international conduit à une dévaluation (appréciation) rééquilibrante. Dans ces conditions, la politique monétaire ne peut pas être indépendante: le taux de change fixe lui impose la direction à suivre, afin de sauvegarder la parité, en supprimant l'autonomie monétaire. Ce problème a été mis en évidence par Mundell (1963), selon lequel la combinaison d'un régime de changes fixes avec la mobilité des capitaux rend inefficace la politique monétaire car d'une part la politique monétaire ne peut pas agir sur le taux de change, et d'autre part, le taux d'intérêt est déterminé par le contexte international en raison de l'intégration internationale que la mobilité des capitaux provoque. Ainsi, toute

¹⁰ Tweedie (1986), RBNZ (1985), Grimes (1996), Deane (1986).

¹¹ Mishkin & Posen (1997 - p. 36).

¹² Calcul d'après les données de Dalziel & Lattimore (1996 - p. 120).

opération d'open market censée réduire le taux d'intérêt favorise la fuite des capitaux, ce qui augmente le déficit de la balance des paiements et enclenche des pressions à la baisse sur le taux de change que la banque centrale doit contrecarrer en vendant les devises étrangères et en reprenant la monnaie nationale initialement injectée. Cela traduit l'impossibilité de garder l'autonomie monétaire dans le contexte d'une intégration financière sous un régime de changes fixes.

Troisièmement, le maintien des intérêts à des taux faibles, le contrôle des crédits et des changes ainsi que l'établissement de réserves obligatoires ont conduit vers une désintermédiation financière: le secteur parabancaire se développe dans la poursuite d'activités plus rentables et moins contrôlées. Il échappe ainsi aux contrôles directs. Ce phénomène a été favorisé par l'inégalité des contrôles entre les différents secteurs et par l'innovation financière. La politique monétaire devient inefficace car la dimension du champ sous son contrôle se réduit. Le désir de contrôle étant une cause directe de la perte d'un contrôle effectif.

Des instruments principaux de la gestion monétaire, aucun n'est sous le contrôle direct de la banque centrale (taux d'intérêt, taux de change, quantité de monnaie) ou ne possède une réelle efficacité (contrôle du crédit et des changes). Cela rendait difficile le contrôle de l'inflation. D'autre part, les dévaluations qui se sont suivies ont elles aussi favorisé l'inflation. De même, le contrôle des intérêts a contribué à la dégradation de la balance commerciale par le fait de favoriser la consommation en lieu de l'épargne, ce qui a conduit à augmenter les importations. Tout cela a conduit au cercle vicieux suivant:

“For the entire period from 1967 to 1982, New Zealand had effectively been on an inflation treadmill. Strong domestic inflationary pressures, in large part driven by fiscal policy and an accommodating monetary policy, caused Government to devalue the exchange rate to maintain international competitiveness, but the devaluations then fed back into domestic inflationary pressures, so causing further devaluations and further inflation.”
(Grimes, 1996 - p. 251)

La multiplicité des objectifs monétaires n'est pas moins importante que l'inefficacité monétaire, et il est aussi un élément de celle-ci, car les déficits budgétaires étaient liés au désir de favoriser le plein emploi. Cela a contribué à sacrifier la stabilité des prix.

“Throughout the period, monetary policy faced multiple and varying objectives that were seldom clearly specified, and only rarely consistent with achievement of inflation reduction.”
(Brash, 1998a - p. 221)

1.2.2. Contenu des réformes

À la suite de la dégradation monétaire qui ne pouvait plus être gérée par le système de régulation en place, le nouveau gouvernement a entrepris depuis 1984 des réformes sur deux niveaux¹³:

- “1. At a macroeconomic level, a desire to put in place a framework for monetary policy which gives the authorities effective control over domestic monetary conditions.*
- 2. At a microeconomic level, a concern that government intervention in the area of monetary policy should be implemented in a way which encourages the development of an efficient financial sector.”*
(Tweedie, 1986 - p. 53)

L'objectif principal était de redonner une efficacité à la politique monétaire en supprimant le système de régulation et de réduire l'interférence de la politique budgétaire, afin de sauvegarder la stabilité des prix. Tout le système de réglementation a ainsi été rapidement démonté.

¹³ OCDE (1987 - pp. 42-49; 1998 - chapitre 4), RBNZ (1986), Hansen & Margaritis (1993), Evans & Grimes & Wilkinson & Teece (1996), Dalziel & Lattimore (1996).

“Policymakers chose to abolish almost all financial sector regulations. Within a period of nine month after the July 1984 election, all interest rate controls, foreign exchange controls, ratio requirements on banks and other financial institutions and credit ceilings were abolished and the exchange rate was floated. Simultaneously, government embarked on other liberalisation policies which indirectly impacted on inflation and hence monetary policy. These included the removal of export assistance and other subsidies and incentives, reduction of import protection, direct and indirect tax reforms, public sector expenditure reviews, introduction of the ‘user-pay’ for government services and the lifting of the wage freeze.”
(Grimes, 1996 - p. 254)

Sur le plan microéconomique, le gouvernement a cherché à atteindre plus d'efficacité par la libéralisation et la mise en concurrence des activités; il a aussi favorisé la flexibilité en supprimant le système de régulation (réserves obligatoires, contrôle du taux d'intérêt et des crédits, libéralisation des mouvements des capitaux). En même temps, pour éviter de possibles dérapages dans la période de réforme, mais aussi pour assurer la stabilité du secteur dans le temps, on a réformé la supervision bancaire et financière en mettant l'accent sur des critères qualitatifs (niveau des fonds propres, expérience et réputation des dirigeants) et des critères de transparence.

Sur le plan macroéconomique, après la dévaluation de 20% (juillet 1984), le gouvernement a fait flotter le dollar néo-zélandais (mars 1985). D'ailleurs, la RBNZ a restreint les modalités d'escompte des titres d'État auprès d'elle. Les déficits budgétaires sont dès lors financés à des taux d'intérêt selon les conditions du marché. Autrement dit, on a fermé le *discount window* et le *foreign exchange window*, de telle sorte que la politique monétaire puisse reprendre force. La politique monétaire a été orientée vers la réduction de l'inflation, alors que la politique budgétaire a été dirigée vers la réduction des déficits.

1.2.3. Evolution monétaire pendant 1984-89: les premiers résultats

Un premier résultat des réformes monétaires a été le regain de puissance de la politique monétaire. Les contraintes du système de régulation et l'ingérence budgétaire ont été levées, de telle sorte que la banque centrale a pu reprendre le contrôle effectif de l'instrument monétaire. Les intentions des réformateurs étaient d'inspiration monétariste. On voulait, en effet, contrôler l'inflation en contrôlant l'offre de monnaie¹⁴. Cependant, depuis les réformes, il n'y a pas eu un contrôle majeur sur la quantité de monnaie, car l'innovation financière, la réintermédiation et surtout la déréglementation dans le secteur financier ont déstabilisé la relation entre quantité monétaire et niveau des prix. Consciente de ces faits, la RBNZ n'a pas publié des objectifs en termes de masse monétaire, s'orientant vers le taux de change et le taux d'intérêt. Ces variables se sont ainsi substituées à la quantité de monnaie¹⁵ comme indicateurs monétaires¹⁶. Les réformes monétaires ont permis de rétablir un contrôle sur l'instrument monétaire, sans passer par un contrôle plus direct sur la masse monétaire. Le véritable contrôle a été obtenu sur le taux d'intérêt et le taux de change. Le premier n'était plus déterminé par les exigences de politique budgétaires alors que le deuxième n'était plus soumis à un régime de changes fixes.

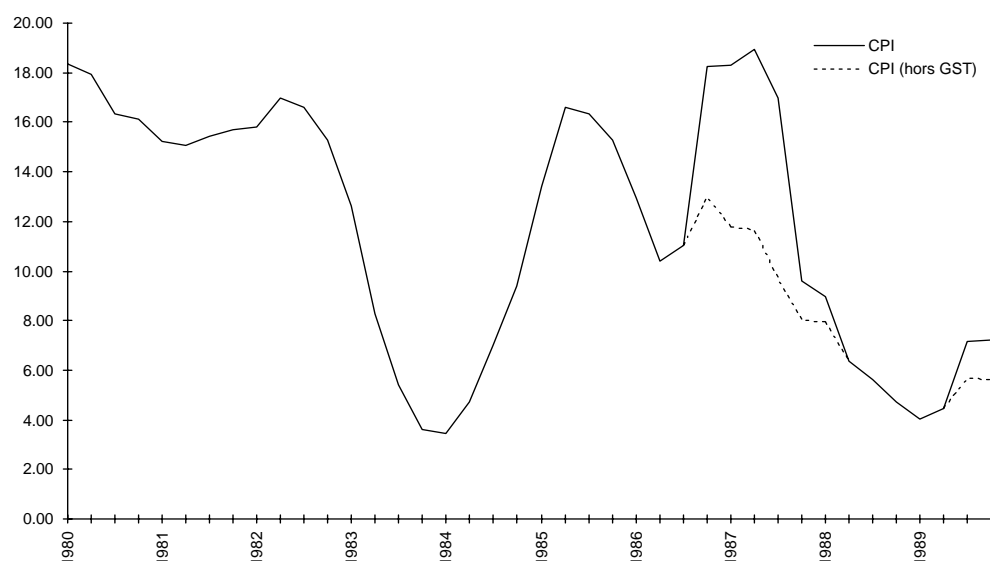
Ce retour en puissance de l'instrument monétaire, a donné la possibilité de poursuivre l'objectif de la stabilité des prix qui est devenue désormais le principal objectif monétaire. Les premiers résultats sont cependant négatifs (cf. Graphique 2-2): la levée des contrôles sur les prix et les salaires fait remonter l'inflation à des taux peu inférieurs à 20%. Mais cette hausse est aussi le résultat de la dévaluation du NZD et de l'introduction en octobre 1986 de la GST (*Goods and Services Tax*, sorte de TVA).

¹⁴ Deane (1986), Tweedie (1986).

¹⁵ cf. l'étude de Grimes & Wong (1994) soutenant l'impossibilité d'une approche quantitative et la nécessité d'une approche par le taux de change. En effet, la RBNZ a suivi depuis 1990 le taux de change comme indicateur de l'évolution monétaire, en s'orientant ensuite vers les taux d'intérêt, cf. Orr & Scott & White (1998).

¹⁶ Comme le souligne Spencer (1992 - p. 122), l'approche est du type *check-list* d'après lequel on retient plusieurs variables en tant qu'indicateurs monétaires, notamment le taux de change, les taux d'intérêt, la croissance des crédits, les anticipations inflationnistes, la croissance économique.

Graphique 2-2 Prix à la consommation, 1980-89
variation annuelle du CPI en %, données trimestrielles



Source: RBNZ

Tableau 2-4 Comparaison internationale de l'inflation, 1987-89
variation annuelle en % de l'indice des prix à la consommation

	1987	1988	1989
Nouvelle-Zélande	15,7	6,4	5,7
Australie	8,5	7,3	7,5
Etats-Unis	3,7	4,1	4,8
Japon	0,1	0,7	2,3
Allemagne	0,2	1,3	2,8
Italie	4,6	5,0	6,6
Royaume-Uni	4,1	4,9	7,8
France	3,3	2,7	3,5
Suisse	1,4	1,9	3,2
Pays OCDE	8,1	8,4	6,3

Source: OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin, 1999)

Un véritable redressement ne débute que vers la moitié de 1987, mais le résultat est dès lors remarquable (cf. Tableau 2-4): si en 1987 l'inflation néo-zélandaise est encore à double chiffre dépassant largement celle des autres pays, en 1988-89 au delà de la forte réduction, on constate aussi un retour vers des taux similaires aux autres pays, arrivant en 1989 même à un taux inférieur au taux moyen OCDE. Ce redressement a été déterminé aussi par la disparition après 1988, des effets inflationnistes de la GST, la réévaluation du taux de change et la réduction des coûts unitaires de production¹⁷. Malgré la baisse de l'inflation pendant les dernières années, deux points restent encore ouverts: le taux en 1989 est relativement élevé et même orienté à la hausse, et on peut se demander si le redressement sera durable. C'est dans cette situation qu'intervient la réforme de la RBNZ¹⁸.

¹⁷ Hodgetts & Clements (1989).

¹⁸ Pour une présentation plus détaillée de la période 1985-90 voir Spencer (1992).

2. Le *Reserve Bank of New Zealand Act* de 1989

2.1. Objectifs et origines théoriques du *RBNZ Act*

La nouvelle loi sur la RBNZ (*Reserve Bank of New Zealand Act 1989*) s'inscrit dans les réformes initiées en 1984. Le *RBNZ Act* de 1989 n'est pas un virage ou un reniement de la politique suivie depuis 1984, mais un pas suivant qui va dans la même direction. Il s'agit de s'assurer que les principes adoptés (notamment l'orientation de la politique monétaire vers la stabilité des prix) ne soient pas perdus dans le futur: d'où la volonté d'inscrire ces principes dans la législation.

"The Minister asked the Bank to suggest ways in which it might be possible to change the legislative framework in order to prevent the cynical manipulation of monetary policy for short-term political objectives by any future government. So we set about studying the literature on central banking, and examining the relationship between governments and central banks in other part of the world."

(Brash, 1999 - p. 37)

Si la pratique monétaire a changé depuis 1984, le cadre légal était encore celui qui avait contribué au dérapage monétaire. Etant donné les signes d'un redressement, le gouvernement voulait enraciner les nouveaux principes dans la législation afin d'éviter, ou au moins de rendre plus difficile, tout retour en arrière. En Nouvelle-Zélande, l'indépendance est ainsi le résultat d'une politique visant la stabilité.

Les racines théoriques qui ont amené à l'indépendance sont: (1) la théorie du biais inflationniste spécifique au domaine monétaire¹⁹, (2) la théorie du choix public (*public choice theory*) et la théorie de l'agence (*principal-agent theory*), qui ont été considérées pour la réforme du secteur public en général²⁰.

"In broad terms, the new framework draws heavily on the recent literature on time-inconsistency in monetary policy, but with many detailed features designed to be consistent with New Zealand's existing division of constitutional responsibilities. Chief among these is that the Government has the ultimate right to make trade-offs by choosing between alternative economic policies. [...] The new arrangements are also broadly consistent with reforms introduced across a wide spectrum of the public sector. These reforms included establishing clearer objectives for public sector organisations, clearer accountability for the attainment (or otherwise) of these objectives, individual performance-based contracts for chief executives, and more management and financial autonomy within agreed policies and budgets."

(Hansen & Margaritis, 1993 - p. 32)

D'après la théorie du biais inflationniste, on a retenu la stabilité des prix comme objectif monétaire fondamental, le rôle des anticipations individuelles dans la formation de l'inflation (d'où l'intérêt à identifier statistiquement les anticipations inflationnistes), l'importance de la crédibilité monétaire et le fait que celle-ci peut être favorisée par l'indépendance de la banque centrale. Fischer, A. M. (1995 - pp. 36-37) signale aussi l'influence exercée par la théorie du cycle politico-économique. Nordhaus (1975 - p. 186) et Alesina & Roubini (1992 - p. 679) incluent la Nouvelle-Zélande dans les pays où les analyses empiriques semblent confirmer l'existence d'un cycle politico-économique. Cela ne fait que renforcer l'idée d'indépendance. D'après la théorie du principal-agent, découle l'idée d'un contrat dans lequel le principal détermine l'objectif de l'agent, et celle d'un système d'incitations pour responsabiliser l'agent. Une fois l'objectif fixé, l'agent doit être libre d'agir afin de réaliser l'objectif. Le contrat règle le rapport entre le principal et l'agent: le gouvernement définit l'objectif, alors que la banque centrale est chargée de le réaliser. Cette distinction conduit à l'indépendance instrumentale de la banque centrale et à la notion de responsabilité. Ces idées ont été considérées pour réformer aussi d'autres domaines au sein de l'État, notamment en faveur des mandats de présentation.

¹⁹ cf. par exemple Buckle & Stemp (1991).

²⁰ Easton (1994), Brash (1994b).

2.2. Contenu du *RBNZ Act*

Les éléments principaux inscrits dans le *RBNZ Act* 1989²¹ concernent l'objectif et la responsabilité monétaire. On retiendra aussi le rapport avec la politique de change, le financement public et l'organisation de la RBNZ. On ne présentera que ce qui concerne l'indépendance, en laissant de côté les autres éléments notamment tout ce qui concerne la supervision bancaire.

2.2.1. Objectif monétaire

L'objectif monétaire de la RBNZ comporte trois niveaux: l'objectif fondamental de la stabilité des prix, l'objectif opérationnel déterminé dans le *Policy Target Agreement* (PTA), et la possibilité de dévier de ces objectifs (*override*).

A) Stabilité des prix

D'après le *RBNZ Act*, l'objectif monétaire fondamental et unique est la stabilité des prix.

"The primary function of the Bank is to formulate and implement monetary policy directed to the economic objective of achieving and maintaining stability in the general level of prices."

(*RBNZ Act* 1989, art. 8)

Premièrement, la stabilité des prix dérive de l'idée que la politique monétaire est la cause principale de toute variation des prix. Dans l'optique d'une répartition des rôles, l'objectif économique de la politique monétaire est donc la stabilité des prix. À cet argument s'ajoutent les coûts et les désavantages de l'inflation. Depuis l'analyse de la courbe de Phillips, on accepte facilement que toute inflation ne peut pas augmenter la croissance et l'emploi de façon durable. Au contraire, la stabilité monétaire est un facteur qui contribue à un cadre macroéconomique stable favorisant la croissance (cf. supra). D'ailleurs, la déflation n'est pas moins dangereuse que l'inflation. La stabilité monétaire est ainsi un objectif souhaitable, qu'on peut atteindre par les instruments à disposition de la politique monétaire.

Deuxièmement, le fait que la stabilité des prix soit le principal et unique objectif diffère de la législation précédente, selon laquelle la politique monétaire devait poursuivre plusieurs objectifs:

"For the purpose of this Act, the Minister may from time to time communicate to the Bank the monetary policy of the Government, which shall be directed to the maintenance and promotion of economic and social welfare in New Zealand, having regard to the desirability of promoting the highest level of production and trade and full employment, and of maintaining a stable internal price level."

(*RBNZ Act* 1964, art. 8)

Le principe de l'unicité de l'objectif est partiellement limité par l'exigence de ne pas déstabiliser le système financier, sans qu'on donne une interprétation plus précise de ce concept.

"In formulating and implementing monetary policy the Bank shall [...] have regard to the efficiency and soundness of the financial system."

(*RBNZ Act* 1989, art. 10, par. a)

La RBNZ ne doit pas seulement réaliser la politique monétaire. Elle est responsable aussi de la supervision du système bancaire et financier. C'est dans cet esprit qu'il faut placer cet article.

Le principe de l'unicité de l'objectif est justifié avec plusieurs arguments²². Premier argument: l'inefficacité de la politique monétaire sur les variables réelles, celle-ci ne pouvant qu'affecter les variables nominales. Cet argument est reconnu explicitement par Brash (1999), gouverneur de la RBNZ depuis 1990: la politique monétaire n'arrive pas à influencer dans le long terme des objectifs autres que la stabilité des prix. D'après l'idée de la courbe de Phillips verticale, toute politique monétaire expansionniste influence la production et l'emploi seulement dans le court terme, en provoquant dans le long terme une inflation (neutralité monétaire). Il est alors inutile et même dangereux, étant donné les effets inflationnistes, d'utiliser la politique monétaire pour des

²¹ Dawe (1990), Wood (1994), Nicholl & Archer (1993), Brash (1999).

²² Mishkin & Posen (1997 - p. 39) et Archer (1994).

objectifs réels. Cela suppose un objectif orienté dans le long terme, qui par les apports de la stabilité, n'est pas nécessairement incompatible avec la croissance et le plein emploi. Dans cette optique, l'unicité de l'objectif ne signifie pas que l'on sous-estime les autres objectifs. Bien au contraire, c'est par la stabilité des prix qu'on pense le mieux les favoriser:

"Keeping inflation low is the best contribution monetary policy can make to achieving lasting increases in employment and lasting reductions in unemployment." (Brash, 1994a - p. 10)

Deuxième argument: la multiplicité des objectifs peut être source d'un biais inflationniste en raison de l'incohérence temporelle. Cette multiplicité peut facilement conduire à oublier la stabilité des prix en provoquant ainsi un dérapage monétaire, ce qui a été justement le cas en Nouvelle-Zélande depuis les années 60. Troisième argument: en vue d'une responsabilité accrue de la RBNZ à la suite de l'indépendance et pour mieux en contrôler le comportement, il est nécessaire d'avoir un objectif clair et tout objectif multiple rend floue la responsabilité et difficile le jugement externe. L'unicité de l'objectif est donc un facteur qui contribue à augmenter la transparence et la crédibilité. Quatrième argument: étant donné que la politique monétaire constitue un seul instrument, elle ne peut qu'atteindre un seul objectif. Cinquième argument: si l'objectif monétaire était multiple, il se poserait de façon plus forte la nécessité d'une coordination avec les autres instruments économiques, d'où un possible frein à l'indépendance.

B) Policy Target Agreement

Si l'Act de 1964 prévoyait un rôle dirigiste du ministre des finances au nom du gouvernement au niveau des objectifs à atteindre, la banque n'étant qu'une exécutrice d'ordres (cf. supra art. 8), l'Act de 1989 exige un accord, en forme de contrat, entre gouverneur et ministre des finances sur l'objectif opérationnel à atteindre pour une durée déterminée:

"The Minister shall, before appointing, or reappointing, any person as Governor, fix, in agreement with that person, policy targets for the carrying out by the Bank of its primary function during that person's term of office, or next term of office, as Governor. [...] Policy targets may be fixed for the term of office of the Governor, or for specified periods during the term of office of the Governor, or for both." (RBNZ Act 1989, art. 9, par. 1, 3)

Cela comporte deux aspects. (1) Etant donné que l'article 8 ne donne pas une définition opérationnelle de la stabilité des prix, on admet que celle-ci doit être déterminé par un accord entre gouverneur et ministre des finances. Cette définition implique le choix d'un indice, la délimitation d'une fourchette ou d'un point ainsi que du temps durant lequel l'indice doit satisfaire l'objectif. Ainsi, dans le premier PTA signé le 2 mars 1990, on définit la stabilité monétaire comme la variation du *Consumer Price Index* (CPI) entre 0% et 2% à réaliser avant décembre 1992 et à garder jusqu'au 31 décembre 1993. Autrement dit, si l'objectif fondamental de la RBNZ est établi sur une base législative, l'objectif opérationnel doit encore être précisé. (2) La définition de l'objectif opérationnel passe par une entente entre gouverneur et ministre des finances. Cela s'écarte des législations de plusieurs banques centrales indépendantes (Banque Centrale Européenne, Banque Nationale Suisse, Federal Reserve), qui tout en définissant l'objectif monétaire (unique ou multiple), n'exigent aucun accord ou définition commune de l'objectif opérationnel. Il s'agit donc d'une particularité de la RBNZ, ayant - comme on le verra encore par la suite - des conséquences au niveau de la forme d'indépendance choisie. Cette entente dérive de l'idée que la politique monétaire tout étant neutre à long terme, comporte des effets réels à court terme, effets qu'on ne veut pas laisser à la discrétion de la banque centrale. S'il y a un choix, il faut que la décision revienne au gouvernement démocratiquement élu.

"In a domestic society, it is appropriate that the elected government have an explicit role in defining what 'price stability' means, and the speed at which it should be achieved. This seemed to follow from the fact that, while there is no long-term trade-off between inflation and growth, there is clearly a trade-off in the short term. Hence, the 1989 Act required there to be a written agreement, a Policy Target Agreement, between the Minister of Finance and the Governor of the Bank, signed on the appointment or re-appointment of the Governor, giving specific content to 'stability in the general level of prices'." (Brash, 1999 - p. 37)

Il ne s'agit pas d'un ordre que le ministre donne au gouverneur, mais d'une véritable entente à deux: le gouverneur étant garant de l'objectif fondamental (ce qui devrait éviter tout dérapage inflationniste du gouvernement), et le gouvernement étant le garant du choix opérationnel (ce qui devrait éviter tout dérapage en terme de coûts réels du côté de la RBNZ). Le PTA doit aussi être présenté au comité de direction et au parlement, ainsi qu'être publié sur la *New Zealand Gazette*²³.

C) *Déviations de l'objectif*

L'objectif de la stabilité des prix n'est pas absolu: la loi prévoit la possibilité, en cas de situations particulières et sous obligation de publication, de s'en écarter temporairement. Cela permet d'assurer une certaine flexibilité, nécessaire dans un contexte changeant et imprévisible, sans tout de même endommager la stabilité monétaire.

"The Governor-General may, from time to time, by Order in Council, on the advice of the Minister, direct the Bank to formulate and implement monetary policy for any economic objective, other than the economic objective specified in section 8 of this Act, for such period not exceeding 12 months as shall be specified in the order."
(RBNZ Act 1989, art. 12, par. 1)

Il faut donc un acte public (*Order in Council*)²⁴, soumis au parlement et publiée dans la *New Zealand Gazette*, du gouverneur-général²⁵ sur indication du ministre des finances. Cet acte, qui dans les faits est une décision du gouvernement, ne s'applique que pour une durée de 12 mois, renouvelable²⁶. Pendant ce temps, l'obligation d'atteindre l'objectif opérationnel décrit dans le PTA est supprimée, mais dans le délai de 30 jours, il faut que le gouverneur et le ministre des finances s'accordent sur un nouveau PTA²⁷. Jusqu'à aujourd'hui, le gouvernement n'a pas fait usage de cette possibilité. Aucune indication plus précise n'est donnée ni sur la nature des objectifs (au delà du fait qu'ils doivent être économiques: tout objectif politico-électoral étant implicitement exclu), ni sur les situations auxquelles on peut s'appuyer pour changer l'objectif fondamental. Cependant, l'obligation de rendre cette décision publique, pousse le gouvernement à utiliser cette possibilité seulement dans un cas exceptionnel (événements naturels, conditions économiques internationales ou situations politiques graves), au risque de perdre sa crédibilité.

Le nouveau *RBNZ Act* prévoit aussi la possibilité de s'écarter de l'objectif opérationnel décrit dans le PTA, en raison de possibles chocs externes indépendants de la politique monétaire, mais exigeant de celle-ci une orientation trop restrictive pour atteindre l'objectif PTA. Tel est l'exemple d'une hausse du prix du pétrole, qui pourrait exiger une politique monétaire restrictive ayant des coûts économiques trop élevés. À tout moment, mais après accord entre gouverneur et ministre des finances, on peut s'écarter de l'objectif PTA par émission d'un nouveau PTA²⁸. En plus, on définit préalablement dans le PTA les situations (*caveats*) qui peuvent amener à le substituer. À titre d'exemple, les facteurs retenus dans le PTA signé en 1990 qui permettent une renégociation du contrat sont²⁹: divergence d'au moins un point et demi entre CPI et indice des prix fondé sur les principes internationaux (le CPI néo-zélandais contient les charges pour intérêts, normalement exclues des indices à la consommation), variation significative dans la GST (*Goods and Services Tax*) ou dans toute autre impôt indirect (dans ce cas la banque centrale ne devra pas chercher à réduire le premier effet sur les prix, mais seulement limiter les effets secondaires qui suivent le premier impact), variation significative dans les termes de l'échange (tel par exemple un choc des prix du pétrole), situation de crise économique majeure (désastres naturels) ayant des effets importants sur les prix.

²³ *RBNZ Act* 1989, art. 9 par. (5). La *New Zealand Gazette* est la revue officielle de l'État, dans laquelle toutes les lois doivent être publiées avant d'entrer en vigueur.

²⁴ L'*Order in Council* est un acte législatif approuvé par le Cabinet et par le Conseil des ministres.

²⁵ Le *Governor-General*, nommé par la Reine d'Angleterre, représente formellement l'État néo-zélandais. Sa tâche principale consiste à charger le leader de la majorité de former le gouvernement.

²⁶ *RBNZ Act* 1989, art. 12 par. (3).

²⁷ *RBNZ Act* 1989, art. 12 par. (7) pt. (a, b).

²⁸ *RBNZ Act* 1989, art. 9 par. (4).

²⁹ PTA du 2 mars 1990, par. 3, pt. B.

Les déviations de la stabilité des prix (fondamentale ou opérationnelle), ne mettent pas en cause l'unicité de l'objectif monétaire: elles ne sont qu'une exception pour éviter de suivre aveuglément un objectif devenu temporairement dangereux et caduque:

“Except as provided in sections 9 to 12 of this Act, nothing in this Act or in any other Act whether passed before or after the commencement of this Act limits or affects the obligation of the Bank to carry out its primary function.”
(RBNZ Act 1989, art. 13)

Par *primary function*, on entend évidemment la stabilité des prix établie dans l'article 8.

2.2.2. Instruments et responsabilité

Si la définition de l'objectif monétaire est établie en accord avec le ministre des finances, l'exécution ou la mise en œuvre de la politique monétaire est déléguée entièrement à la banque centrale. Cela nous amène à considérer la responsabilité de la RBNZ et de son gouverneur.

A) Indépendance instrumentale

Le ministre des finances n'a aucune possibilité d'influencer directement l'instrument monétaire. Le changement de rôle du gouvernement est évident. Si l'Act de 1964 déclarait:

“The Bank shall, as directed by the Minister, regulate and control on behalf of the Government (a) money, banking, banking transactions, any class of transactions of financial institutions, credit, currency, and the borrowing and lending of money; (b) rates of interest [...]; (c) overseas exchange, and overseas exchange transactions.”
(RBNZ Act 1964, art. 8, par. 3)

Bien que l'article 10 de l'Act de 1989 donne la possibilité d'une consultation entre banque et différents entités (gouvernement et organisations diverses), à la RBNZ revient entièrement l'exécution de la politique monétaire: une fois fixé l'objectif, il faut nécessairement donner la liberté instrumentale pour sa réalisation. D'ailleurs, cette consultation n'implique pas un accord avec la contrepartie. L'interprétation donnée par l'actuel gouverneur, Donald T. Brash, est explicite:

“Once the Policy Targets Agreement between Minister and Governor has been signed, the Governor should be entirely independent in the formulation and implementation of monetary policy. The Governor has absolutely no obligation to consult with the Minister, with the Treasury, or indeed with the Board of the Bank.”
(Brash, 1999 - p. 38)

B) Responsabilité et transparence

Dans l'esprit d'assurer un certain degré de transparence, et afin de convaincre les individus que la banque centrale est crédible, il est prévu la publication de plusieurs documents. Ainsi le PTA et tous les *Order in Council* qui définissent la déviation de l'objectif fondamental doivent être publiés sur la *New Zealand Gazette* et présentés au parlement³⁰. En outre, éventuellement tous les 3 mois, mais régulièrement tous les 6 mois, le gouverneur doit rédiger à l'adresse du ministre des finances un *Monetary Policy Statement*³¹ qui doit être publié et disponible au parlement. Ce document, accessible librement à tous³², doit présenter l'évolution monétaire passée et donner des indications et des justifications sur les moyens monétaires que la RBNZ entend adopter afin d'atteindre l'objectif fixé dans le PTA. Il doit aussi indiquer l'évolution attendue en donnant, pour les 5 années suivantes, la direction que la politique monétaire devrait suivre. Il s'agit donc de faire le point de la situation et d'anticiper l'évolution future. Cela dans l'esprit de responsabiliser la mise en œuvre de la politique monétaire face au ministre et de donner de la crédibilité face aux individus.

³⁰ RBNZ Act 1989, art. 9 par. (5) pt. (c); art. 12 par. (6).

³¹ RBNZ Act 1989, art. 15.

³² On peut le télécharger du site internet de la RBNZ (<http://www.rbnz.govt.nz>).

La responsabilité monétaire est de nature personnelle, car elle est entièrement sur les épaules du gouverneur:

“It is the duty of the Governor to ensure that the actions of the Bank in implementing monetary policy are consistent with the policy targets fixed under section 9 of this Act.” (RBNZ Act 1989, art. 11)

C'est au gouverneur que revient la tâche de réaliser l'objectif fixé dans le PTA. La responsabilité personnelle est telle, que le gouverneur peut être limogé par le gouverneur-général sur indication du ministre des finances dans le cas où l'objectif n'a pas été atteint³³. Cela ne signifie pas que de façon automatique le gouverneur sera remplacé dès le premier dépassement des limites du taux d'inflation. Ainsi, bien qu'entre 1995 et 1996, l'inflation ait dépassé à plusieurs reprises la limite supérieure de 2%, le gouverneur Donald T. Brash est resté en place. Le comité de direction assume le rôle de contrôle, étant obligé d'informer le ministre en cas de déviation de l'objectif fondamental ou de l'objectif fixé dans le PTA³⁴. Cependant il n'est pas nécessaire d'avoir un préavis favorable du comité de direction pour limoger le gouverneur³⁵, et cet avis ne semble pas pouvoir remplacer celui du ministre.

La responsabilité se partage entre ministre des finances et gouverneur. Pour mieux comprendre cet argument, il faut retenir la distinction entre objectif fondamental et objectif fixé dans le PTA, ainsi qu'entre la responsabilité au niveau de la définition de l'objectif et celle au niveau de la réalisation de celui-ci.

Considérons l'objectif fondamental de la stabilité des prix. D'après l'article 8 de l'Act, la responsabilité de sauvegarder cet objectif revient à la RBNZ. Ce n'est donc pas au ministre des finances qui revient la défense de la stabilité monétaire. C'est le gouverneur qui doit assurer la réalisation de la stabilité des prix, celle-ci étant le mandat principal établi dans la législation. Dans le cas particulier de la politique de change, cette défense face aux possibles déviations du ministre des finances est même explicite. D'après l'article 20 de l'Act, dans les cas où le ministre des finances veut orienter la politique de change de façon à endommager la stabilité des prix, le gouverneur doit dénoncer cette violation et se refuser à mettre en œuvre les indications du ministre. Dans ce cas ou bien le ministre renonce à ses intentions, ou bien il doit faire approuver un *Order in Council* dans lequel on déclare explicitement la nécessité d'adopter un objectif monétaire différent de la stabilité des prix. On s'aperçoit ainsi que si la réalisation de la stabilité des prix, et donc aussi sa défense, revient au gouverneur, la définition en tant qu'objectif est inscrite dans la loi. Cet objectif ne peut être modifiée par le ministre des finances que dans des cas particuliers et après déclaration publique.

La définition de l'objectif opérationnel revient au ministre des finances en commun accord avec le gouverneur dans le cadre de la signature du PTA. Chacun ayant un droit de veto, ce qui implique d'une part, la responsabilité politique de l'objectif choisi (assumée par le ministre) et d'autre part, le respect de la stabilité des prix (assurée par le gouverneur). D'après l'article 49 (par. 2, pt. e), si on n'arrive pas à trouver un accord sur l'objectif à inscrire dans le PTA, le ministre peut limoger le gouverneur. Cela réduit la portée du droit de veto du gouverneur, mais cette possibilité n'est permise que dans des cas particuliers (notamment lors d'une publication d'un *Order in Council*, permettant la poursuite temporaire d'un objectif fondamental différent de la stabilité des prix). Ainsi, si la responsabilité de la définition de l'objectif opérationnel se partage entre ministre et gouverneur la réalisation revient entièrement au gouverneur.

Cette solution diffère de la relation principal-agent pure. Dans cette approche théorique, l'objectif est défini par le principal et s'impose à l'agent. L'agent n'est qu'une entité qui doit réaliser des objectifs fixés par autrui. Une telle application aurait la conséquence que la stabilité des prix serait définie et défendue par le ministre des finances: la banque centrale étant chargée simplement de réaliser l'objectif n'ayant aucun droit de parole sur la définition de celui-ci. Dans une telle situation, la banque centrale devient dépendante du gouvernement: elle n'est qu'un simple organe d'exécution. Cela diffère de la solution retenue pour la RBNZ, où la défense de la stabilité des prix revient non pas au ministre des finances, mais au gouverneur en raison de l'article 8 du *RBNZ Act*. C'est le gouverneur qui doit assurer le respect de la stabilité des prix lors de la définition de l'objectif opérationnel (signature du PTA), limitant ainsi toute tentation inflationniste provenant du côté politique. Ce mandat lui est directement donné par la législation, dépassant la volonté du ministre des finances. Retenons tout

³³ *RBNZ Act* 1989, art. 49 par. (2), pt. (d) (f).

³⁴ *RBNZ Act* 1989, art. 53 par. (1), pt. (c) (d).

³⁵ *RBNZ Act* 1989, art. 49 par (3).

de même, que dans le cas où on n'arrive pas à s'accorder sur un PTA, le ministre des finances peut limoger le gouverneur, ce qui peut réduire sa force contractuelle. Cependant, cela doit se faire publiquement, ce qui à son tour réduit le pouvoir discrétionnaire du ministre des finances. La relation principal-agent pure ne réapparaît qu'après la détermination du PTA: le ministre des finances ayant le droit de remplacer le gouverneur dans le cas où l'objectif n'est pas atteint. La séparation entre objectif fondamental et objectif opérationnel ne permet pas l'assimilation du *RBNZ Act* à une relation principal-agent pure entre ministre des finances et gouverneur, celle-ci n'étant valable qu'une fois l'objectif opérationnel fixé. Pendant la définition de cet objectif, le gouverneur se place sur un niveau d'égalité avec le ministre des finances: aucun objectif ne lui est imposé, d'où son indépendance.

Cet ensemble de relations doit permettre d'une part, de sauvegarder la stabilité des prix (notamment des tentations du ministre, ce qui devrait favoriser la crédibilité), et d'autre part, d'inciter le gouverneur à réaliser l'objectif monétaire défini en commun accord avec le ministre (système d'incitations pour éviter toute déviation opératoire, qui à nouveau devrait aider la crédibilité).

2.2.3. Politique de change, financement public et supervision financière

Le *RBNZ Act* retient aussi des indications concernant la politique de change, le financement public et le rôle de supervision financière.

A) Politique de change

La RBNZ a le droit d'intervenir sur le marché des changes (le commerce des devises étant libre depuis 1985), afin de pouvoir mettre en œuvre la politique monétaire³⁶. Ce pouvoir n'est pas illimité: le ministre des finances peut d'une part, donner des instructions (en forme de directives écrites obligatoires) à la RBNZ afin d'influencer l'évolution du taux de change, et d'autre part, il peut choisir le régime de changes et les éventuelles parités ou bandes d'oscillation³⁷. Si l'une de ces deux interventions mine l'objectif fixé dans le PTA (tout en respectant la stabilité des prix), le gouverneur doit informer le ministre et exiger la renégociation du PTA, l'ancien n'étant plus valable. Si, au contraire, ces interventions mettent en péril la stabilité des prix, alors le gouverneur, tout en informant le ministre, n'est pas obligé de suivre les ordres reçus. Seulement un *Order in Council* pourra permettre cette déviation³⁸.

La politique de change courante revient tout de même à la RBNZ, ce qui lui assure la possibilité de l'utiliser comme instrument monétaire. Toute déviation des objectifs monétaires se fera sous les yeux du public en passant soit par un nouveau PTA soit par un *Order in Council*.

B) Financement public

La RBNZ reste chargée de gérer les affaires économiques du gouvernement, même si une partie des affaires est assumée par le New Zealand Debt Management Office (NZDMO), bureau qui fait partie du Trésor.

"Subject to the Public Finance Act 1989, the Bank may, in accordance with an agreement with the Minister, undertake all or part of the banking business of the Government." (RBNZ Act 1989, art. 34, pt. 1)

D'après Spencer (1992 - pp. 129-130), la RBNZ garde tout de même un rôle: d'une part, la plupart des comptes de l'administration publique restent auprès de la RBNZ et d'autre part, la RBNZ reste impliquée dans la gestion de la dette à court terme et aussi dans la gestion des paiements du gouvernement. Il n'y a cependant aucun limite légale qui empêchent le financement au gouvernement par la RBNZ.

Cela peut apparaître surprenant, étant donné le rôle important de la politique budgétaire dans la dégradation monétaire des années 70 et 80. Malgré l'absence d'une telle limitation, la gestion de la dette publique est devenue désormais plus autonome. Premièrement, si le financement était assuré par les réserves obligatoires et facilité par le contrôle des intérêts, depuis les réformes économiques les titres de la dette publique sont vendus

³⁶ *RBNZ Act* 1989, art. 16.

³⁷ *RBNZ Act* 1989, art. 17, art. 18.

³⁸ *RBNZ Act* 1989, art. 19, art. 20.

sur le marché financier, en concurrence avec les titres des sociétés privées (*full funding*). Le prix dépend des conditions du marché et de la demande des épargnants. L'abolition du contrôle des taux d'intérêt, ne permet plus le financement public à des prix de faveur. Autrement dit, les emprunts de l'État doivent être prélevés sur l'épargne nationale aux conditions du marché. Deuxièmement, la RBNZ a réduit les types de titres d'État qu'elle escompte, en y substituant à partir de 1988 ses propres titres (*RBNZ Bills*)³⁹. Si les titres d'État sont émis par le NZDMO, les *RBNZ Bills* le sont directement par la RBNZ. La RBNZ utilise tout de même les titres d'État pour réaliser les opérations d'open market nécessaires à conduire la politique monétaire. La RBNZ détient en moyenne environ 10% de la dette publique interne⁴⁰. Troisièmement, malgré l'existence d'avances de la RBNZ au gouvernement⁴¹, celles-ci sont généralement couverts par les *RBNZ Bills*. Quatrièmement, le redressement budgétaire démarrée dès la moitié des années 80 a réduit le danger d'un financement inflationniste du déficit public. En effet, dès 1994 le budget est en équilibre: la question du financement ne se pose plus avec la même urgence qu'auparavant. Reste à savoir si cela va durer.

Le montant des charges opérationnelles de la RBNZ est déterminé dans le *Funding Agreement* qui est signé entre le gouverneur et le ministre des finances (*RBNZ Act*, art. 159). Dans cet accord on définit les ressources financières que la RBNZ peut utiliser pour une période de 5 années. De même, le profit de la RBNZ est reparti entre ses réserves et celles de la Couronne d'après une décision du ministre des finances qui doit préalablement consulter la RBNZ et respecter certains principes (*RBNZ Act*, art. 162).

C) *Supervision financière*

La RBNZ, à la différence d'autres banques centrales (notamment de la Banque Nationale Suisse, de la Bundesbank et aussi de la Banque Centrale Européenne⁴²), est chargée de gérer la supervision financière (tel est aussi le cas de l'Australie, et il était aussi le cas avant 1998 pour la Bank of England⁴³). En plus, la RBNZ doit œuvrer comme prêteur en dernier ressort (*lender of last resort*)⁴⁴. Le débat sur la nécessité pour banque centrale d'assumer le rôle de superviseur est ancien et enflammé⁴⁵. On peut simplement rappeler que d'une part, on parle de possible conflit d'intérêt entre cette fonction et la politique monétaire: afin d'aider des banques commerciales en difficulté et en leur accordant des crédits, la banque centrale risque de compromettre la stabilité des prix; d'autre part, on soutient que les informations sur la situation des banques commerciales acquises par la fonction de superviseur financier, peuvent aider à réaliser la politique monétaire. En plus, la banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort garde un rôle important dans la stabilité du système bancaire, d'où la nécessité d'un rôle actif dans ce domaine.

2.2.4. *Organisation de la RBNZ*

Les acteurs principaux de la RBNZ sont le gouverneur, ses adjoints et les membres non-exécutifs. Toutes ces fonctions, dont la structure est assez simple, se réunissent dans le comité de direction.

A) *Gouverneur et gouverneurs adjoints*

Le gouverneur (*Governor*)⁴⁶ est le directeur de la RBNZ (*Chief Executive of the Bank*). Il est nommé pour une durée de 5 années par le ministre des finances, sur indication du comité de direction. Le mandat peut être renouvelé toujours pour une durée de 5 années. Cela dépasse la durée du mandat du ministre des finances, car

³⁹ Les émissions de *RBNZ Bills* ont été arrêtées en 1999.

⁴⁰ RBNZ (série statistique D2).

⁴¹ Les anticipations de la RBNZ au gouvernement ont cessé seulement en 1999.

⁴² Au niveau des pays de la zone-euro, la supervision bancaire est décentralisée: chaque pays est responsable individuellement. Ainsi, si par exemple en Italie, au Luxembourg et aux Pays-Bas, c'est la banque nationale qui s'en occupe, dans d'autres pays cette activité est assumée séparément par d'autres institutions: notamment en Autriche (ministère des finances) et en Belgique (commission bancaire). Dans certains cas, une coopération est prévue entre la banque nationale et la commission bancaire (France, Allemagne) (cf. Goodhart & Schoemaker, 1995 - pp. 558-559; Schich & Seitz, 2000 - p. 7).

⁴³ Schich & Seitz (2000 - p. 7).

⁴⁴ *RBNZ Act* 1989, art. 31.

⁴⁵ cf. entre autres Goodhart (1995).

⁴⁶ *RBNZ Act* 1989, art. 40; 41 et 42.

des élections politiques ont lieu toutes les 3 années. En tant que directeur, le gouverneur a la responsabilité d'assurer que la banque centrale réalise les fonctions et les obligations légales. Comme on l'a vu, il est le seul responsable de la politique monétaire au point qu'il peut être limogé en cas de non réalisation de l'objectif fixé dans le PTA⁴⁷. Il peut être remplacé aussi dans les situations suivantes: absence d'un accord sur un nouveau PTA dans les délais légaux, rédaction matériellement incorrecte du *Monetary Policy Statement*, utilisation non appropriée des ressources budgétaires accordées à la RBNZ, ou - plus généralement - si la RBNZ ne réalise pas les fonctions légalement établies. La décision de le limoger revient au gouverneur-général (*Governor-General*), sur conseil du ministre des finances, qui dans les faits détient le pouvoir effectif de cette décision (le gouverneur-général n'a qu'un rôle formel). Le gouverneur actuel, Donald T. Brash, assume ce rôle depuis le premier septembre 1988, son mandat ayant été renouvelé plusieurs fois.

À côté du gouverneur, on trouve un ou deux gouverneurs adjoints (*Deputy Governor*)⁴⁸ nommés par le comité de direction sur indication du gouverneur. La durée de leur mandat est également de 5 années, avec possibilité de renouvellement pour des périodes de même durée. Le comité de direction peut limoger les gouverneurs adjoints, toujours sur indication du gouverneur. Cependant⁴⁹, même le gouverneur-général, par un ordre écrit (*Order in Council*) et sur indication du ministre des finances, peut limoger les gouverneurs adjoints au cas où la personne ne satisfait pas les exigences de base (incompétence professionnelle, comportement inadéquat, engagement dans d'autres activités lui apportant du profit, engagement dans une banque commerciale,...). La tâche des gouverneurs adjoints est, le cas échéant, de suppléer et d'aider dans ses fonctions le gouverneur; celui-ci peut leur déléguer certaines tâches particulières. La responsabilité reste cependant sur les épaules du gouverneur. Dans ce cas de deux gouverneurs adjoints, le comité désigne un *Deputy Chief Executive of the Board*, qu'on peut traduire par chef adjoint.

Enfin,⁵⁰ ni le gouverneur, ni les gouverneurs adjoints ne peuvent être membres du parlement ou employés dans une banque commerciale enregistrée auprès de la RBNZ.

B) Comité de direction

Le gouverneur et ses adjoints, chargés de mettre en œuvre la politique monétaire ainsi que de diriger la banque centrale, font aussi partie du comité de direction (*Board of directors*)⁵¹. Celui-ci se compose de 7 à 10 membres. Le ministre nomme régulièrement les membres non-exécutifs (entre 4 et 7) dont la durée du mandat est également de 5 années, toujours avec possibilité de renouvellement. Les mêmes exigences de bonne conduite ainsi que de non appartenance au parlement et aux banques commerciales, sont valables pour ses membres. En outre, les directeurs non-exécutifs ne peuvent pas être employés auprès de la banque centrale, au contraire du gouverneur et de ses adjoints (membres exécutifs). Les directeurs non-exécutifs peuvent démissionner par lettre au ministre des finances, mais ils peuvent aussi être limogés par le gouverneur-général, toujours sur indication du ministre. Le comité de direction doit se réunir au moins 10 fois par année, sous la présidence du gouverneur. Les décisions sont prises à la majorité des présents, le vote du président étant déterminant en cas de parité. Les tâches du comité sont le contrôle de l'activité de la banque ainsi que de celle du gouverneur et de ses adjoints d'une part (le comité nomme et peut limoger les gouverneurs adjoints ainsi qu'informer le ministre des finances sur les résultats du gouverneur, il doit aussi vérifier si le *Monetary Policy Statement* est conforme à l'objectif de la stabilité monétaire et au PTA), d'autre part, il peut conseiller le gouverneur dans la réalisation de ses tâches. Le comité de direction peut aussi désigner des commissions (*Committees*) composées par un ou plusieurs directeurs et leur déléguer des activités spécifiques tels par exemple l'audit de la gestion financière.

⁴⁷ *RBNZ Act* 1989, art. 11; art. 49 par. (2) pt. (d).

⁴⁸ *RBNZ Act* 1989, art. 43-51.

⁴⁹ *RBNZ Act* 1989, art. 50.

⁵⁰ *RBNZ Act* 1989, art. 46 par. (1).

⁵¹ *RBNZ Act* 1989, art. 52-63.

Bien que les membres exécutifs et non-exécutifs soient réunis dans seul même comité, leurs responsabilités sont nettement séparées: les membres exécutifs assument les tâches opérationnelles (la responsabilité ultime revenant au gouverneur), alors que les membres non-exécutifs (qui se réunissent aussi séparément sous leur propre président) assument le rôle de contrôle au service du ministre des finances.

Le cadre institutionnel de la RBNZ tel qu'on vient de décrire correspond à la situation en vigueur pendant les années 90. Cependant, toute institution est soumise tôt ou tard à des changements plus ou moins importants, afin de suivre ou anticiper la suite des événements. Après une décennie de fonctionnement, le gouvernement néo-zélandais a chargé en 2000 le Professeur Lars Svensson de l'Université de Stockholm d'analyser le cadre opérationnel de la politique monétaire de la RBNZ. Les principales recommandations retenues dans le rapport de Svensson (2001) sont: (1) l'objectif monétaire devrait être fixé non pas en termes de fourchette (0-3%), mais par un point de référence (1,5%), à réaliser dans le moyen terme; (2) le PTA devrait être signé au début du mandat du gouverneur et être valable pour toutes les 5 années de sa durée, ce qui devrait éviter les changements de PTA de gré à gré; (3) en lieu d'une responsabilité personnelle du gouverneur, la politique monétaire devrait être décidée par un comité à 5 (le gouverneur, les deux gouverneurs adjoints et deux membres internes à la banque), afin de réduire la pression sur le gouverneur et d'assurer une diversité d'opinion; (4) le comité de direction ne devrait pas être présidé par le gouverneur, mais par un membre non-exécutif élu par les membres du comité qui d'ailleurs devraient être seulement composé de membres non-exécutifs.

Malgré le fait que la première recommandation corresponde implicitement à la situation actuelle (la fourchette 0-3% est interprétée comme engagement à atteindre 1,5% avec une marge d'erreur de 1,5%) elle ne sera pas adoptée par crainte d'une interprétation trop stricte de l'objectif monétaire. Même la deuxième recommandation n'est pas été suivie. Comme l'a indiqué le gouverneur Brash (2001 - p. 14), le fait qu'un nouveau gouvernement politique puisse donner une définition de la stabilité monétaire dès son arrivée au pouvoir comporte des avantages concernant la responsabilité politique de la gestion monétaire. Cela ne fait que renforcer notre conviction que la politique monétaire, telle qu'elle est définie en Nouvelle-Zélande, est soutenue activement par le gouvernement. La troisième recommandation semble elle-aussi avoir peu de chances d'être adoptée, par crainte d'un affaiblissement de la prise de responsabilité et d'une moindre transparence dans les décisions. D'ailleurs, bien que la décision ultime revienne au gouverneur, celui-ci s'appuie sur un comité interne (*Monetary Policy Committee*) et sur des consultants externes (qui font partie du *OCR advisory group*). De plus, les contacts de la RBNZ avec les secteurs économiques sont assez fréquents. Enfin, la quatrième recommandation est soutenue par le gouverneur Brash et par le ministre des finances (mais refusée par les membres non-exécutifs). Il est possible que le parlement adopte cette proposition.

Ces remarques n'entament pas les fondements du cadre institutionnel tel qu'on vient de le décrire et tel qu'il a été adopté en 1990.

CHAPITRE IV

ÉVALUATION DE L'INDÉPENDANCE DE LA RESERVE BANK OF NEW ZEALAND

Quels sont les enseignements du cas néo-zélandais? Tel est le sujet de ce chapitre qui comporte l'évaluation de l'indépendance de la RBNZ en tant que mesure de politique économique, à l'aide des concepts suivants.

La cohérence - Est-ce que la mesure prévue est adaptée à l'objectif visé? Dans notre cas, il faut se demander si l'adoption de l'indépendance permet théoriquement de réaliser la stabilité des prix. Comme on l'a vu, cette idée est soutenue par la théorie du biais inflationniste, ce qui rend la réforme de la RBNZ cohérente: il s'agit bien d'atteindre la stabilité des prix par l'indépendance. On pourrait alors effectuer une évaluation en termes de pertinence (*relevance* en langue anglaise), en se demandant si les objectifs visés correspondent aux besoins effectifs, tout en considérant l'existence de voies alternatives. On peut difficilement douter de la nécessité d'atteindre la stabilité monétaire en Nouvelle-Zélande, étant donné le contexte d'instabilité dont les conséquences devenaient presque ingérables. L'économie néo-zélandaise souffrait, surtout avant les réformes de 1984, d'une instabilité monétaire certaine. Si l'objectif est justifié, est-ce que des voies alternatives à l'indépendance (*currency board*, union monétaire avec l'Australie,...) auraient pu être suivies? Cet argument nous conduirait trop loin, dépassant le cadre de notre travail qui est orienté vers l'évaluation de ce qui a été effectivement réalisé, et non pas sur la discussion plus théorique que réelle des autres solutions. On n'effectuera donc pas ce type d'évaluation.

La réalisation - Est-ce que la mesure réalisée correspond à la mesure prévue? On traitera cette question au début de la section 1, en se demandant si l'indépendance de la RBNZ est légale et réelle.

Les effets - Quels ont été les effets effectifs de cette mesure? Il s'agit d'établir un bilan des résultats réalisés par la politique mise en œuvre. Cette analyse aboutit à l'évaluation d'efficacité et d'efficience¹. Avec *l'évaluation d'efficacité*, il s'agit de vérifier si l'objectif visé a bien été réalisé. Dans notre cas particulier, on doit vérifier si l'inflation a été réduite, et si une des causes de l'éventuelle réduction de l'inflation a été l'apport de crédibilité par l'indépendance. Cela nous permet aussi de porter un jugement sur la théorie du biais inflationniste. En particulier, on peut vérifier si les prédictions théoriques (disparition du biais inflationniste via la crédibilité apportée par l'indépendance) se sont réalisées en Nouvelle-Zélande (section 1). Avec *l'évaluation d'efficience*, on met en relation les moyens (input) avec les résultats (output) dans une perspective de coûts et bénéfices. Cela comporte la prise en compte des résultats prévus, mais aussi des résultats imprévus. Autrement dit, est-ce que la réalisation de l'objectif visé a comporté des coûts ou des bénéfices supplémentaires? Dans notre cas, on va considérer le rapport entre la stabilité des prix et la politique budgétaire, de même que les résultats en termes de croissance et d'emploi (section 2). Dans ces évaluations, on doit retenir deux dates: 1984, en tant que début des réformes économiques (*rogernomics*²) visant à libéraliser les secteurs économiques et à réaliser une politique macroéconomique orientée vers la stabilité; 1990, année de l'indépendance de la RBNZ, mais prolongement de la politique précédente.

En conclusion, on retiendra les enseignements mis en évidence par le cas néo-zélandais pour la théorie du biais inflationniste (section 3).

¹ cf. Bussmann (1995 - p. 59).

² d'après le prénom du ministre des finances Roger Douglas.

1. L'évaluation d'efficacité: l'indépendance, la crédibilité et l'inflation

La démarche suivie dans ce paragraphe comporte trois étapes: (1) l'analyse de réalisation, pour vérifier la validité de l'indépendance de la RBNZ; (2) l'analyse d'efficacité, pour s'assurer de la disparition ou pas du biais inflationniste; (3) la vérification du possible rapport causal entre l'indépendance et la réduction de l'inflation à travers la crédibilité.

1.1. L'indépendance légale et réelle de la RBNZ

Afin de tester la validité de l'indépendance de la RBNZ, on doit répondre à deux questions: (1) est-ce que le cadre légal adopté est conforme à l'indépendance retenue par la théorie du biais inflationniste, en particulier par l'approche contractuelle; (2) est-ce que le cadre légal a comporté aussi une indépendance réelle?

1.1.1. Est-ce que l'indépendance est conforme à la théorie du biais inflationniste?

Dans la première partie (cf. supra), on a vu les différentes possibilités pour résoudre le biais inflationniste (règle, conservatisme et contrat). On peut considérer le *RBNZ Act* d'après ces aspects.

Tout d'abord, considérons la règle monétaire. Compte tenu des difficultés rencontrées par les cibles monétaires, des voies alternatives pour conduire la politique monétaire ont été cherchées. C'est dans ce contexte que la cible-inflation³ (ou objectif-inflation, en anglais: *inflation targeting*) a pris place: au lieu d'établir des objectifs intermédiaires sur la quantité de monnaie, on fixe - et généralement on rend public - un objectif en terme de taux d'inflation (variable finale) sans établir des objectifs intermédiaires précis. Pour atteindre l'objectif final, on fait dès lors appel à un ensemble de données (*check-list*) qui comprend les taux d'intérêt (notamment en termes de courbe des rendements ou *yield-curve*), le taux de change, l'état de la conjoncture, l'écart entre la production réelle et la production potentielle (*output-gap*)⁴, ainsi que l'évolution de la quantité de monnaie et du crédit. On retient les anticipations en termes d'inflation.

Plusieurs auteurs⁵ se réfèrent à la RBNZ comme exemple de cible-inflation. En effet, dans le PTA, on fixe un objectif en termes de CPI (*Consumer Price Index*), et pour l'atteindre la banque centrale se base sur les informations d'une *check-list*. Cependant, d'après le *RBNZ Act* (art. 9), aucune obligation n'est établie de fixer l'objectif monétaire en termes de cible-inflation ou de CPI: "*The Minister [...] fix, in agreement with [the Governor], policy targets for the carrying out by the Bank of its primary function*". On pourrait donc adopter une règle monétariste ou fixer un objectif de taux de change, pour autant que la stabilité monétaire soit respectée. Par ailleurs, malgré le fait que la cible-inflation amène à réduire les anticipations inflationnistes⁶, interpréter le *RBNZ Act* seulement en termes de cible-inflation nous semble trop restrictif. L'identification avec la cible-inflation implique d'admettre que la crédibilité découle seulement de l'aspect technique et instrumental. Cela conduit à réduire la portée de la réforme réalisée par le *RBNZ Act* de 1989: en mettant l'accent sur la cible-inflation, on oublie le cadre institutionnel, c'est-à-dire les relations entre le gouvernement et la banque centrale. La cible-inflation se pose en alternative avec les autres règles monétaires. Si elle garde un avantage par rapport aux autres règles, notamment celle de Friedman, cette approche présente les caractéristiques de toute règle par rapport à

³ Pour une introduction à cet argument cf. Haldane (1995), Leiderman & Svensson (1995) et Bernanke & Laubach & Mishkin & Posen (1999).

⁴ D'après Claus & Conway & Scott (2000), malgré les difficultés de mesure de l'*output-gap*, notamment par l'incertitude qui entoure la détermination de la production potentielle, cet indicateur garde un certain intérêt pour la politique monétaire néo-zélandaise: il permet en effet, d'établir un lien entre secteur réel et inflation. Cependant, il ne peut pas être considéré à lui seul: d'autres éléments influencent le niveau des prix.

⁵ Fischer, A. M. (1993, 1995), Mishkin & Posen (1997), Bernanke & Laubach & Mishkin & Posen (1999). Par ailleurs, les responsables de la RBNZ parlent explicitement de cible-inflation, cf. Brash (1999).

⁶ Fischer (1993 - p. 7).

l'indépendance: l'oubli de la dimension institutionnelle. On peut ainsi admettre une cible-inflation sans adopter l'indépendance institutionnelle, comme cela a été le cas pour la Banque du Canada et la Bank of England pendant les années 90⁷.

La réforme de la RBNZ a été cohérente (la cible-inflation permet de renforcer la crédibilité de la politique monétaire), mais se limiter à interpréter cette réforme en termes de cible-inflation conduit à réduire le champ d'observation. Le *RBNZ Act* de 1989, n'a pas été seulement l'abandon d'une règle monétaire vers une cible-inflation, mais l'introduction de l'indépendance. Bien que la cible-inflation garde un intérêt technique et instrumental, elle ne semble pas être au centre du rapport de nature institutionnelle entre le gouvernement et la banque centrale, typique au contraire, de l'indépendance. Interpréter le *RBNZ Act* de 1989 seulement en termes de cible-inflation est donc restrictif, bien qu'il s'agisse d'un élément supplémentaire de crédibilité.

Considérons maintenant le conservatisme. Par définition, une politique monétaire est conservatrice si elle garde une attention pour la lutte contre l'inflation plus forte que celle exprimée pour les préférences sociales des individus. Dans une interprétation moins stricte, la politique monétaire est conservatrice si elle se concentre sur la stabilité des prix. Cela est respecté par le *RBNZ Act*, car il considère la stabilité monétaire comme l'objectif fondamental. L'importance réduite des autres objectifs (ils ne sont pas éliminés, mais subordonnés à la stabilité des prix) contribue à supprimer les tentations à la base du biais inflationniste.

Si le *RBNZ Act* peut être lu d'après le conservatisme, les caractéristiques qui la rapprochent de la théorie du contrat sont cependant dominantes. D'après Walsh (1995c), le nouveau *RBNZ Act* est conforme à l'indépendance par le contrat, ce qui devrait lui donner la crédibilité nécessaire pour annuler le biais inflationniste. Comme on l'a vu, on peut lire le contrat comme une relation entre principal et agent: le premier indique l'objectif que le deuxième doit réaliser. Si l'objectif n'est pas atteint, le principal a le droit de limoger l'agent ou de lui infliger une autre sanction. La présence d'un tel mécanisme devrait assurer la disparition du biais inflationniste, car le principal ne peut pas déclarer un objectif de forte inflation, et l'agent a tout intérêt à réaliser l'objectif fixé. Par la transparence du contrat et par la prise de responsabilité de l'agent, le système gagne en crédibilité. Cette structure est fortement présente dans le *RBNZ Act*. Le PTA est le contrat qui détermine l'objectif que le gouverneur doit réaliser, faute de quoi il pourra être limogé par le ministre des finances. C'est à cette conclusion que Walsh lui-même (1995c - pp. 1187-1190) arrive, même si deux arguments limitent cette considération. Premièrement, le système d'incitations est optimal seulement si le gouverneur suit, pour le trade-off entre production et inflation, les préférences sociales (c'est d'ailleurs l'avantage du contrat par rapport au conservatisme). Autrement dit, la banque centrale ne doit pas être plus conservatrice que la société. Le fait que l'objectif fondamental inscrit dans l'article 8 indique seulement la stabilité des prix, peut selon Walsh (1995c - p. 1189) ne pas assurer le respect des préférences sociales, d'où la possibilité que le contrat réalisé par le PTA ne soit pas optimal. Cependant, dans la détermination de l'objectif intervient aussi le ministre des finances qui ne peut pas oublier les préférences des individus, même pour des simples raisons de popularité électorale. Par ailleurs, déjà d'après Walsh (1995c - p. 1188), des déclarations du gouverneur Brash semblent indiquer que l'accent mis sur la stabilité des prix ne doit pas être entendu comme oubli de la croissance ou de l'emploi. Autrement dit, les préférences sociales ne sont pas écartées, ce qui devrait permettre au PTA de représenter un contrat optimal. Deuxièmement, le contrat doit être à l'épreuve d'une nouvelle négociation. La possibilité de renégocier le contrat ne doit pas faire réapparaître le risque d'incohérence temporelle. Cela suppose que le contrat ne puisse plus être changé après la détermination des salaires nominaux, faute de quoi il tombe dans le mécanisme de reniement qui est à l'origine du biais inflationniste. Le fait que le PTA puisse être changé à la suite de chocs extérieurs du côté de l'offre, donne la possibilité - surtout si les salaires se fixent avant l'observation de ces chocs - du reniement. D'après Walsh (1995c - p. 1189), la flexibilité des salaires peut réduire cette tentation: la possibilité d'un ajustement après la détermination "définitive" du PTA limite les effets et l'intérêt du reniement. C'est d'ailleurs l'argument de McCallum (1995a): le problème a été plus déplacé que résolu. Ainsi, le *RBNZ Act* est compatible avec la théorie du contrat (cf. Walsh, 1995c).

⁷ La Bank of England n'a adopté l'indépendance qu'en 1998.

1.1.2. Est-ce que l'indépendance de la RBNZ est réelle?

L'indépendance n'est effective que si le cadre légal et suivi d'une indépendance réelle mais celle-ci concerne plusieurs aspects. Pour cette raison, on différencie entre l'indépendance instrumentale, l'indépendance fonctionnelle, l'indépendance personnelle et l'indépendance financière⁸.

A) L'indépendance instrumentale

Une indépendance sans la liberté instrumentale, c'est-à-dire sans la possibilité de mettre en œuvre la politique monétaire, ne peut pas être considérée comme réelle. Depuis 1999, la RBNZ fixe l'*Official Cash Rate* (OCR), alors qu'auparavant la RBNZ déterminait un objectif en termes du *Monetary Condition Index* (MCI) ou d'une variable quantitative. La RBNZ a effectué des opérations d'open market librement et elle a pu intervenir sur le marché des devises assez librement (abandon du régime de changes fixes), même si cette liberté n'est pas absolue (cf. supra). Les réformes au niveau de la politique budgétaire, en particulier l'engagement pris pour un financement non inflationniste du déficit public (*full funding*), de même que la non utilisation de la politique budgétaire pour influencer le taux d'intérêt, élargissent cette liberté d'action. Aucun élément majeur ne semble soutenir l'idée que la RBNZ n'a pas pu exercer son indépendance instrumentale pendant les années 90.

B) L'indépendance fonctionnelle

L'indépendance fonctionnelle comporte le respect, de la part du gouvernement et du ministre des finances, de l'objectif de stabilité monétaire. Considérons le Tableau 2-5 dans lequel on a indiqué les PTA signés depuis 1990. On a aussi retenu la date de l'élection politique nationale la plus proche, ainsi que le ministre signataire du PTA. Le but étant d'identifier des éventuels changements d'objectif et des possibles influences de nature politico-électorale.

L'évolution des PTA nous fait retenir plusieurs remarques.

(1) Plusieurs fois (PTA n. 2, n. 4, n. 6 et n. 7) un nouveau PTA a été signé juste après les élections. En 1990, après la victoire du *National Party* et avant l'échéance du PTA en vigueur, le ministre des finances et le gouverneur fixent un nouveau PTA. L'objectif est gardé mais les temps de réalisation sont allongés d'une année. En 1996 (changement du gouvernement au sein de la même coalition), en 1999 (changement du parti au pouvoir) et en 2002 (confirmation du parti au pouvoir et changement du gouverneur), un nouveau PTA a été adopté. Enfin, le troisième PTA a été signé une année avant les élections de 1993. On pourrait facilement soutenir que le *RBNZ Act* ne réduit pas les pressions politiques. La signature des nouveaux PTA a été effectuée surtout après les élections, ce qui pourrait conduire à des cycles selon l'orientation politique. D'après le *RBNZ Act* (art. 9, par. 3 et 4), le PTA doit déterminer un objectif valable pour la durée du mandat du gouverneur mais il laisse la possibilité de changer le contenu du contrat à tout moment à la seule condition qu'il y ait un accord entre ministre des finances et gouverneur. De même (art. 49), le ministre des finances peut limoger le gouverneur si une situation particulière l'exige, notamment dans le cas où on n'arrive pas à s'accorder dans les délais légaux pour la signature d'un nouveau PTA. Cela ne peut pas exclure à priori l'existence de pressions politiques contraire à la stabilité des prix. Cependant, si le PTA peut être renégocié sans difficulté, l'abandon de l'objectif de la stabilité des prix doit passer par un acte public et soumis pour connaissance au parlement.

(2) Malgré l'argument précédent et malgré la signature de plusieurs PTA, on doit constater que l'objectif fixé n'a pas été modifié d'une façon substantielle. S'il n'y a pas des contraintes rigides qui limitent la possibilité d'adopter un nouveau PTA, il apparaît plus difficile de modifier fondamentalement le contenu du contrat. Ainsi, malgré le fait que dans les PTA n. 6 et n. 7, le ministre et le gouverneur ont explicitement soutenu que la mise en œuvre de la politique monétaire ne doit pas conduire à une instabilité excessive de la production, du taux d'intérêt ou du taux de change - ce qui peut représenter une prise en compte d'objectifs supplémentaires - la réalisation d'un taux d'inflation compris entre 0-3% ou de 1-3% reste l'objectif principal. La possibilité de modifier le contenu du PTA n'a pas conduit au reniement de la stabilité des prix comme objectif fondamental mais il a permis d'interpréter cet objectif avec une certaine flexibilité. Par ailleurs, la procédure qui permet de

⁸ Cette différenciation est retenue aussi par Jeitziner (1999 - pp. 150-155) pour analyser l'indépendance de la Banque Nationale Suisse.

modifier l'objectif fondamental (*override*) ou d'accepter un dépassement de l'objectif fixé dans le PTA n'a pas été utilisée.

(3) Si l'objectif fixé dans le PTA a été constant, un problème s'est présenté, surtout au début, au sujet de l'indice des prix de référence. En effet, en 1990, le CPI incluait les charges pour intérêts, d'où un mécanisme pervers: en cas de politique monétaire restrictive, cet indice augmente simplement par la hausse du taux d'intérêt. Pour cette raison on a admis qu'il fallait entendre l'objectif en termes de *underlying inflation*. Or, cette indice était calculé par la RBNZ elle-même, ce qui pouvait réduire la crédibilité du système: le responsable étant capable de modifier secrètement les données avec lequel on devait le juger. Pour cette raison, on est passé au CPIX (CPI sans charges d'intérêts) et ensuite au nouveau CPI, introduit en octobre 1999, qui exclut cet effet et qui est calculé par le bureau de statistique, indépendant de la RBNZ.

Tableau 2-5 Les Policy Target Agreements et les élections

	<i>Date</i>	<i>Objectif</i>	<i>Gouverneur</i>	<i>Ministre</i>	<i>Elections</i>	
1)	2.3.1990	0-2% CPI, fin '92	D. T. Brash	D. Caygill	15.08.1987	(l)
2)	19.12.1990	0-2% CPI, fin '93	D. T. Brash	R. Richardson	29.10.1990	(n)
3)	16.12.1992	0-2% CPI	D. T. Brash	R. Richardson	06.11.1993	(n)
4)	10.12.1996	0-3% CPI	D. T. Brash	B. Birch	12.10.1996	(n)
5)	15.12.1997	0-3% CPIX, jusqu'en 2003	D. T. Brash	W. Peters	-.-	
6)	16.12.1999	0-3% CPI, jusqu'en 2003	D. T. Brash	M. Cullen	27.11.1999	(l)
7)	17.09.2002	1-3% CPI, à moyen terme	A. Bollard	M. Cullen	27.07.2002	(l)

Note: Le tableau présente les PTA signés entre 1990 et 1999, indiquant la date, l'objectif, l'indice des prix de référence, l'échéance éventuelle, le gouverneur et le ministre des finances qui ont apposé leurs signatures. À côté de ces données, est indiquée la date des élections politiques la plus proche de la signature du PTA, en mentionnant entre parenthèse le parti qui a remporté l'élection ("n" pour le National Party et "l" pour le Labour Party). Les élections ont lieu tous les trois ans.

Source: PTA

Si à ces remarques, on ajoute le fait que la possibilité de modifier l'objectif de la stabilité monétaire, prévue dans l'article 12 du *RBNZ Act* (*override*) n'a jamais été utilisée, on peut admettre que l'indépendance fonctionnelle a été respectée.

C) L'indépendance personnelle

L'indépendance personnelle concerne la durée du mandat des membres de la banque centrale, ainsi que la procédure de nomination et la possibilité de les remplacer. La durée du mandat du gouverneur et des autres membres de la RBNZ est de 5 années: elle est donc inférieure aux 8 années du mandat de gouverneur à la Banque Centrale Européenne, aux 6 années du président du directoire de la Banque Nationale Suisse, et aux 14 années des membres du FOMC de la Federal Reserve américaine (malgré la nomination tous les 4 années du gouverneur). Tout de même, les 5 années dépassent le rythme triennal des élections politiques.

Malgré le fait que le gouverneur est nommé directement par le ministre des finances, et malgré la possibilité de changer le gouverneur si le ministre des finances n'arrive pas à atteindre un accord sur le contenu du PTA, on doit remarquer (cf. supra Tableau 2-5), la présence continue de Donald T. Brash en tant que gouverneur. Alors que pendant ces 10 années, 5 ministres des finances se sont succédés. Élu le 14 juin 1988 comme successeur de Sir Spencer Russell, M. Brash a été confirmé plusieurs fois jusqu'à ses démissions du 26 avril 2002⁹, c'est-à-dire après 14 années. Si la durée n'est pas nécessairement un signe d'indépendance (un gouverneur complaisant, arrive à durer plus longtemps dans un contexte de pressions politiques), il apparaît difficile de soutenir que cela

⁹ Monsieur Brash a démissionné pour pouvoir participer en tant que candidat du *Parti National* aux élections politiques de 2002.

a été le cas en Nouvelle-Zélande. La présence continue du gouverneur Brash a plutôt été un élément supplémentaire de stabilité institutionnelle, favorable à l'indépendance et à la poursuite de la stabilité des prix.

D) L'indépendance financière

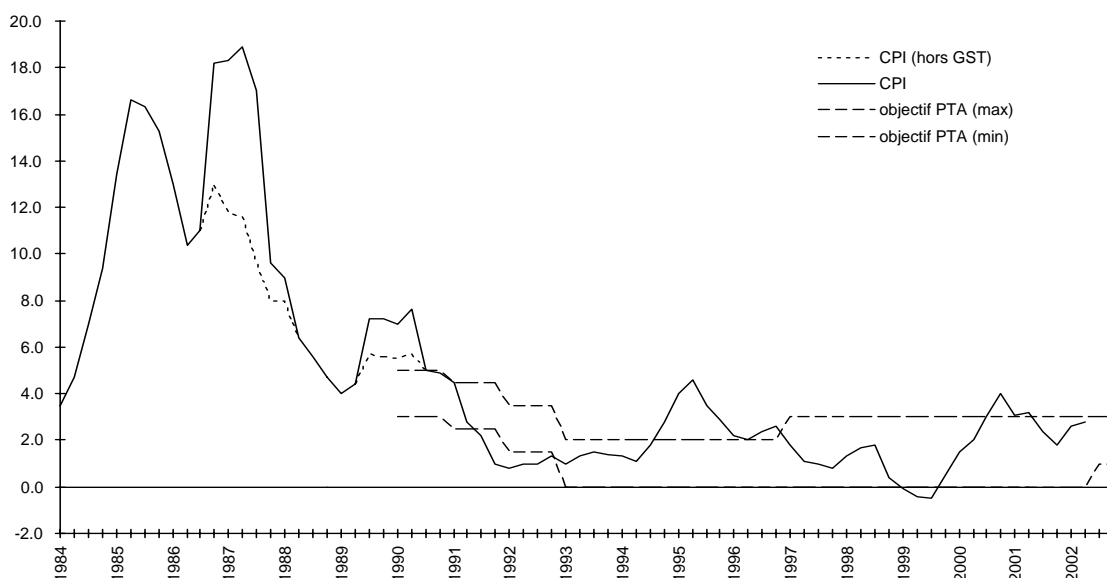
Par le canal du financement de l'activité opérationnelle de la banque centrale, peuvent passer des pressions cachées sur les membres de celle-ci. Le *Funding Agreement*, signé entre le gouverneur et le ministre des finances néo-zélandais, qui définit les ressources financières de la RBNZ pendant une période de 5 années, favorise en conséquence l'indépendance financière.

Ainsi, l'indépendance de la RBNZ apparaît crédible par l'identification de la stabilité des prix comme objectif unique, par le système d'incitations établi avec le contrat et par l'utilisation d'une cible-inflation. L'indépendance institutionnelle a été aussi réelle. Tout de même, le cadre institutionnel établi par le *RBNZ Act* de 1989, ne permet pas d'isoler totalement la banque centrale des influences politiques. Par ailleurs, c'est le sens même du contrat qui veut assurer une certaine responsabilité politique. Bien que le cadre institutionnel soit favorable, on ne peut pas exclure des interférences mettant en péril la stabilité des prix et l'indépendance elle-même. Cependant cela est valable pour toute solution adoptée: l'acte politique qui donne l'indépendance à la banque centrale, peut toujours lui enlever. Cependant, malgré la possibilité d'adopter assez facilement un nouveau PTA, malgré l'existence d'une procédure d'*override* et malgré la possibilité de renier l'indépendance, on n'a pas abandonné la politique de stabilité ou renié l'indépendance. Pour cette raison, on peut conclure que l'indépendance de la RBNZ a été à la fois légale et réelle.

1.2. Les résultats en termes d'inflation

Est-ce que l'introduction de l'indépendance a permis de réaliser des résultats positifs en termes d'inflation? Autrement dit, est-ce que le biais inflationniste a été réduit? Cela pose la question de la vérification de l'existence du biais inflationniste. En principe, on assimile le biais inflationniste au niveau d'inflation: plus celle-ci est élevée, plus le biais est important. Ainsi, toute réduction du rythme de hausse des prix est considérée comme une réduction du biais inflationniste. C'est l'approche adoptée par les analyses empiriques (cf. Première partie). Toutefois, cette idée suppose que le taux d'inflation hors biais inflationniste soit stable. Cette hypothèse est assez restrictive, notamment en raison de l'instabilité d'éléments qui ne sont pas assimilables au biais inflationniste, mais qui influencent tout de même l'inflation. C'est, par exemple, le cas des prix à l'importation qui dépendent du taux de change et du niveau des prix dans les pays d'origines ou du prix établi sur le marché mondial. Une variation de ces éléments modifie le taux d'inflation hors biais inflationniste, ce qui rend l'identification de celui-ci plus difficile. Deux remarques permettent toutefois de garder cette simplification: premièrement, il apparaît difficile d'admettre l'existence d'un biais inflationniste en cas de taux d'inflation très faible, et deuxièmement, sur le plan pratique ce qui compte le plus est le niveau d'inflation et non pas le biais inflationniste en tant que tel. On va donc retenir l'évolution du niveau des prix (cf. Graphique 2-3).

Graphique 2-3 Évolution du taux d'inflation, 1984-2002
CPI, variation annuelle en %, données trimestrielles



Source: RBNZ (série A3) et PTA

1.2.1. L'évolution de l'inflation depuis 1990

Depuis 1990, on peut retenir plusieurs périodes dans l'évolution des prix (cf. Graphique 2-4)¹⁰.

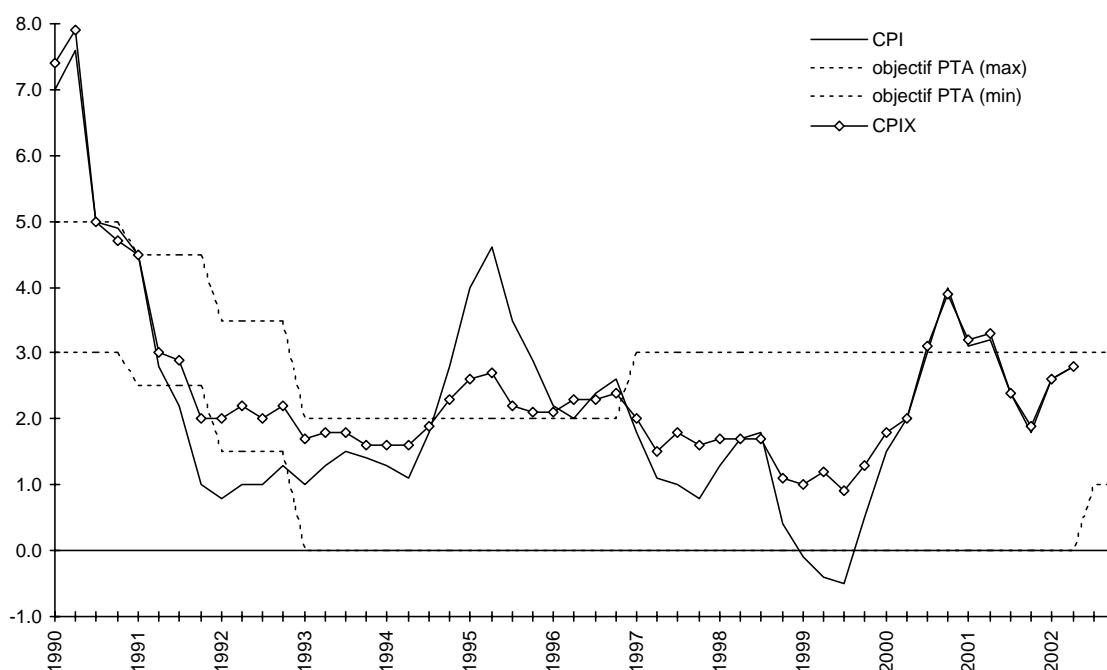
A) La désinflation entre 1990 et 1991

Entre 1990 et la fin de 1991, la désinflation des années précédentes se poursuit. La signature du premier PTA (2 mars 1990) intervient au début de cette période: on établit que pour la fin de décembre 1992 le taux d'inflation annuel (CPI) devra se placer entre 0 et 2%, ensuite il devra rester dans cette fourchette jusqu'à la fin de décembre 1993 (date à laquelle le mandat du gouverneur se termine). Dans le premier *Monetary Policy Statement* du 16 mars 1990, la RBNZ a défini les objectifs intermédiaires suivants: atteindre un taux d'inflation annuel selon le CPI dans la fourchette 3-5% pour décembre 1990, 1,5-3,5% pour décembre 1991 et enfin 0-2% pour décembre 1992. La volonté de conduire une politique désinflationniste est évidente: le CPI annuel (fin décembre 1989) étant encore à 7,20%. Avec la victoire du *National Party*, un nouveau PTA est signé qui réaffirme la volonté d'atteindre un taux d'inflation compris entre 0 et 2% pour la fin de décembre 1993 (les objectifs intermédiaires devenant: 2,5-4,5% à réaliser pour décembre 1991 et 1,5-3,5% pour décembre 1992). On accepte un horizon temporel moins pressant par crainte d'un coût désinflationniste trop élevé, tout en soutenant la stabilité des prix. Bien qu'il y ait eu une reprise de l'inflation en 1989-90, provoquée par l'augmentation de la *Goods and Services Tax* (GST)¹¹ et de la hausse du prix du pétrole à la suite de la guerre du Golfe, les résultats sur la période 1990-91 sont évidents: des taux d'environ 7% en début 1990, on passe à des taux de 4,5% en début 1991, pour tomber vers la fin de 1991 à 2% pour le CPIX (indice des prix à la consommation qui exclu les charges d'intérêt) et à 0,98% pour le CPI (inférieur donc à la limite inférieure opérationnelle de 1,5%). L'objectif 0-2% pour fin décembre 1993 a été atteint en décembre 1991, signe d'une désinflation rapide.

¹⁰ Des périodes similaires ont été retenues aussi par Mishkin & Posen (1997 - pp. 41-48).

¹¹ *Goods and Services Tax*, sorte de TVA qui a remplacé un système d'impôts indirects plus complexe et moins homogène; le taux de la GST s'applique uniformément à tous les produits et les services.

Graphique 2-4 Évolution du taux d'inflation et objectifs PTA, 1990-2002
CPI et CPIX, variation annuelle en %, données trimestrielles



Source: RBNZ (série A3) et PTA

B) La stabilité des prix entre 1992 et 1994

Le 16 décembre 1992, un troisième PTA est signé entre le gouverneur (qui vient d'être confirmé) et le ministre des finances: la stabilité monétaire est encore définie par la fourchette 0-2%. Après avoir atteint la stabilité monétaire par la désinflation de la période précédente, on exprime ainsi le désir de la garder dans le temps. La période 1992-94 est effectivement marquée par une stabilité monétaire: le CPIX dépasse légèrement la limite supérieure, à 2,2%, alors que le CPI reste bien en dessous de 2%.

C) Les pressions inflationnistes entre 1995 et 1996

Vers la fin de 1994, réapparaissent des pressions inflationnistes de nature interne (en particulier par la forte immigration qui a soutenu la demande interne et qui a favorisé la hausse des prix immobiliers): en décembre 1994, le CPIX monte à 2,3% et le CPI est déjà à 2,8%. Ce retour à la hausse ne s'arrête pas là: en juin 1995, le CPIX atteint 2,7%, alors que le CPI monte à 4,58% (taux qui n'était plus dépassé depuis mars 1991). L'inflation semble à nouveau se développer en dépassant la limite supérieure du PTA. Si, en 1995, on peut considérer le retour de l'inflation comme passager, plus le temps passe, plus il est évident que l'objectif PTA n'est plus respecté.

Une des principales causes du retour de l'inflation a été la hausse dans le secteur immobilier à la suite d'une très forte immigration. Afin de conduire le taux d'inflation en dessous du seuil supérieur, il aurait fallu une hausse prononcée du taux d'intérêt, ce qui aurait eu des conséquences négatives sur la croissance et sur l'emploi. En plus, le fait que le taux d'inflation était très proche du seuil, aurait pu conduire à une politique monétaire très instable: augmentation du taux d'intérêt lors de tout dépassement à la hausse et réduction du taux d'intérêt lors de tout retour en dessous du seuil. En bref, l'enjeu était le suivant: ou bien on accepte de réduire l'inflation en dessous du 2%, avec les conséquences négatives que cela comporte (et on exige le remplacement du gouverneur

Brash dans le cas où ce retour n'est pas rapide), ou bien on accepte que l'inflation dépasse cette limite en renégociant le PTA.

“While Governor Brash’s policies had contained trend inflation sufficiently to justify the government’s support, the differential effects of tight money on traded and non traded goods exacerbated the public political fallout of having to maintain high interest rates to achieve the required tight control. Simply meeting the contract was not enough when the contract itself came under fire, and even though rewriting the contract was the politicians’ responsibility and not the Bank’s, the Bank began to suffer the consequences. [...] When historically high real interest rates appeared to be insufficient to maintain inflation within the target range consistently, the feasibility of the target range was questioned more widely.”
(Mishkin & Posen, 1997 - p. 46)

Comme pour la crise en 1984, la coïncidence de la crise monétaire avec les élections (pour la première fois avec un système proportionnel) place le problème dans le débat politique. Avec le nouveau gouvernement de coalition (composé par le *National Party* et le *New Zealand First Party*, parti populiste en faveur d'une politique monétaire qui prend en compte l'emploi et la croissance), on décide de négocier un nouveau PTA: celui-ci est signé le 10 décembre 1996 et élargit la fourchette à 0-3%; le gouverneur Brash reste à sa place.

Si cette renégociation a permis de résoudre le problème, des craintes ont été soulevées au sujet de la crédibilité: l'élargissement de la fourchette pourrait contribuer à la réduire, d'où les fréquents appels réaffirmant que l'objectif fondamental restait la stabilité des prix.

D) Le retour à la stabilité depuis 1997 et les nouveaux dangers

Les craintes d'une possible perte de crédibilité ont été réduites avec l'évolution monétaire depuis 1996: en mars 1997 le CPI redescend à 1,79% et le CPIX s'établit à 2%. La baisse se poursuit bien en dessous du 3%, et aussi en dessous de la limite précédente de 2%: en décembre 1997 le CPI atteint 0,83% et le CPIX 1,6%. Enfin, les nouveaux dangers sont, en 1999, le dépassement de la limite inférieure et, en 2001, un nouveau dépassement de la limite supérieure en raison d'une hausse des prix énergétiques, de la faiblesse du taux de change et de l'augmentation d'une taxe sur les cigarettes et le tabac. Cependant, ces dépassements ne sont que temporaires. Le ralentissement économique au niveau international a à son tour contribué au retour encore en 2001 de l'inflation dans les marges fixées¹².

Le 15 décembre 1997, avec le cinquième PTA, on réaffirme l'objectif monétaire 0-3%, qui doit s'appliquer non plus au CPI, mais au CPIX. À la suite des élections de 1999, un nouveau PTA a été signé, sans changement particulier, si ce n'est l'introduction de la condition suivante: la mise en œuvre de la politique monétaire ne doit pas comporter une instabilité inutile de la production, du taux d'intérêt et du taux de change. Dans le dernier PTA, établi après les élections de 2002 et après la nomination du nouveau gouverneur, les modifications plus importantes concernent le changement de la fourchette à 1-3% et la mise en évidence que l'objectif du gouvernement est une croissance économique durable et équilibrée, à laquelle la stabilité des prix contribue.

1.2.2. Les résultats sur la période 1990-2001

En regardant la période dans sa globalité, après la réforme du *RBNZ Act* de 1989, on constate le résultat positif obtenu sur l'inflation, significativement différent de l'évolution dans la période précédente. Brook & Collins & Smith (1998 - pp. 271-272) résument dans les trois points suivants l'amélioration de la situation monétaire: le taux d'inflation a été fortement réduit restant bas pendant longtemps, il s'est aligné sur les taux des autres pays OCDE et sa variabilité a été réduite. Reprenons ces arguments en détail.

A) Le niveau de l'inflation

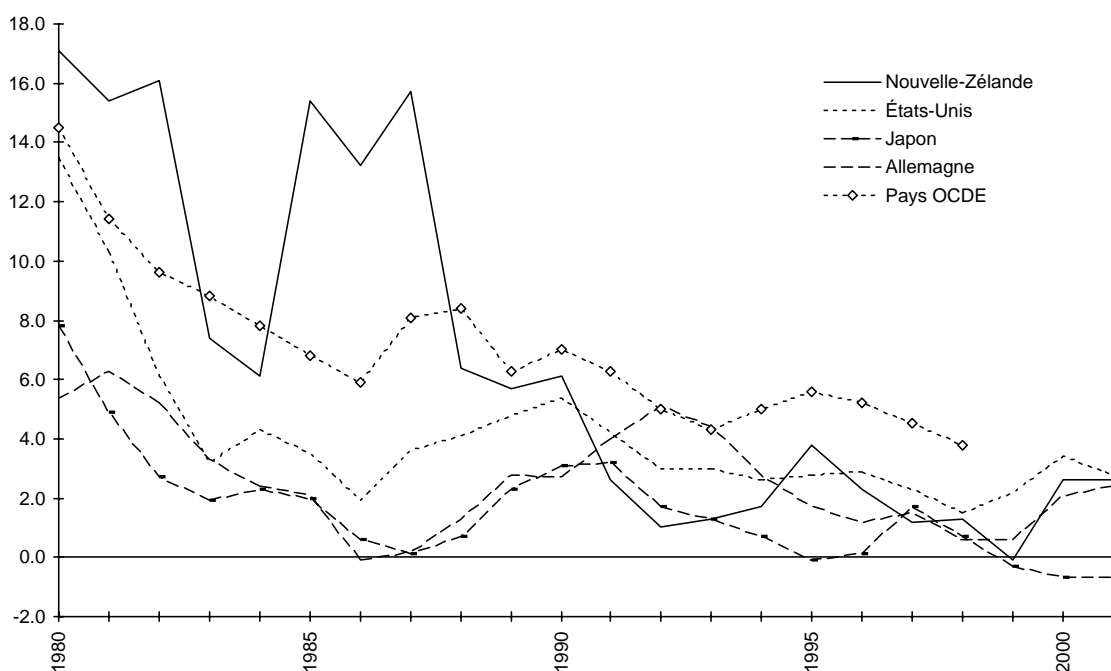
Personne ne doute que la Nouvelle-Zélande ait enfin retrouvé une stabilité monétaire qui lui faisait défaut depuis le début des années 70. Il suffit de regarder le Graphique 2-3 (cf. supra) pour s'en apercevoir. Si entre 1984-89, 2

¹² cf. *Monetary Policy Statement* (Mars 2001, mai 2001, août 2001 et décembre 2001).

années sur 6 indiquent encore un taux d'inflation supérieur à 10% et 5 années sur 6 ont un taux supérieur à 5%, depuis 1990, on ne constate plus des taux qui dépassent le 5% et cela pour dix années de suite. Si, pendant la période 1973-83, la hausse moyenne des prix avait atteint 13,4%, dans la période 1983-1997, elle n'est que 6,0% (cf. Tableau 2-6) et cela avec des taux annuels particulièrement élevés entre 1985-88. Depuis 1990, on ne constate que deux périodes inflationnistes (1995 et 2000): mais malgré la reprise de l'inflation, celle-ci ne dérape pas vers des taux à double chiffre, et elle est vite réduite. L'amélioration de la situation est très nette.

La comparaison avec les autres pays confirme l'amélioration de la situation néo-zélandaise. Comme on l'a vu, pendant les années 70 et 80 la Nouvelle-Zélande avait une inflation supérieure à la moyenne des pays OCDE. D'après le Graphique 2-5, on constate des taux élevés pendant les années 80, alors que depuis 1990, le taux de la Nouvelle-Zélande n'a plus dépassé la moyenne OCDE, se confondant ainsi avec les taux des autres pays et atteignant plusieurs fois des taux particulièrement bas: pendant la période 1991-98, à la seule exception de 1995, le taux de la Nouvelle-Zélande est constamment inférieur à la moyenne des pays OCDE et même à la moyenne des pays de l'Union Européenne¹³. En 1991, la Nouvelle-Zélande est, avec le Danemark, le pays à plus faible taux d'inflation. La même chose en 1992, en compagnie de l'Australie; et même en 1993 la Nouvelle-Zélande reste - avec le Japon, l'Irlande et à nouveau le Danemark - le pays à plus faible taux d'inflation¹⁴.

Graphique 2-5 Comparaison internationale de l'inflation, 1980-2001
variation annuelle en % de l'indice des prix à la consommation,
données annuelles



Source: OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 1999 et juin 2002)

¹³ OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 1999).

¹⁴ OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 1999).

Tableau 2-6 Comparaison internationale de l'inflation, 1963-2001
prix à la consommation, variation moyenne en % sur la période

	1963-73	1974-84	1985-89	1990-91	1992-2001
	(a)	(b)	(c)	(c)	(c)
Nouvelle-Zélande	5,3	13,3	11,3	4,4	1,8
Australie	4,0	10,2	7,8	5,3	2,4
États-Unis	3,6	7,7	3,6	4,8	2,7
Japon	n.a.	5,6	1,1	3,2	0,4
Allemagne	3,5	4,3	1,3	3,4	2,2
Italie	4,4	15,8	6,2	6,4	3,4
Royaume-Uni	5,3	13,3 (2)	4,6	7,5	2,8
France	4,6	10,7	3,6	3,5	1,6
Suisse	4,2 (1)	3,6	2,1	5,7	1,5
Pays de l'OCDE	4,1 (1)	10,8 (3)	7,1	6,7	4,8 (4)

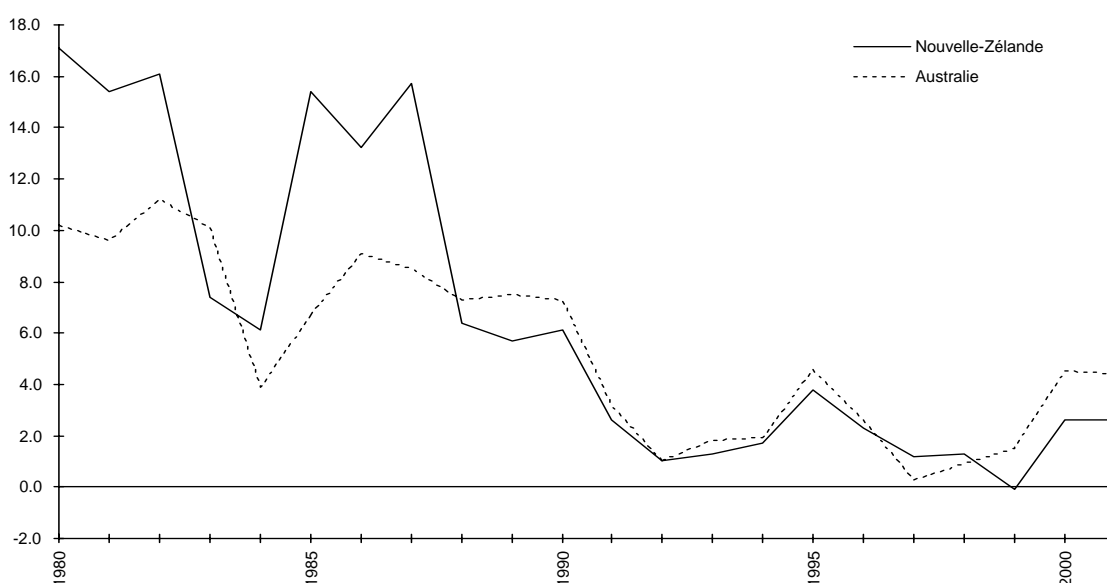
Notes: (1) période 1960-73, d'après l'OCDE (*Statistiques rétrospectives*, 1996); (2) période 1973-83;
(3) période 1973-79, d'après l'OCDE (*Statistiques rétrospectives*, 1996); (4) période 1992-98.

Sources: (a) OCDE (*Études économiques de l'OCDE*, Nouvelle-Zélande, 1999 - p. 77)

(b) OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 2002)

(c) élaboration personnelle d'après l'OCDE (*Perspectives économique de l'OCDE*, juin 2002)

Graphique 2-6 Comparaison de l'inflation avec l'Australie, 1980-2001
variation annuelle en % de l'indice des prix à la consommation



Source: OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 1999 et juin 2002)

D'après le Tableau 2-6, on remarque que l'amélioration n'est pas limitée à une seule année ou à une courte période. En effet, pendant les périodes précédant 1990 la Nouvelle-Zélande possède une moyenne d'inflation plus élevée que beaucoup d'autres pays et constamment supérieure à la moyenne des pays de l'OCDE. Au contraire, pendant les périodes 1990-91 et 1992-2001, le taux néo-zélandais est proche de celui des autres et, surtout, constamment inférieur au taux moyen des pays de l'OCDE. Si on compare la Nouvelle-Zélande avec l'Australie (cf. Graphique 2-6), le développement est assez frappant. Depuis 1988, elle a atteint des taux légèrement mais constamment inférieurs à celle-ci. Il est aussi remarquable de constater l'évaluation parallèle entre ces deux pays depuis 1988, alors qu'avant chaque pays semblait suivre sa propre voie.

B) La variabilité de l'inflation

Non seulement le niveau, mais aussi la variabilité de l'inflation a été réduite (cf. Tableau 2-7). Cette évolution est retenue aussi par Drew & Orr (1999 - pp. 19-20). L'amélioration se constate aussi par rapport aux autres pays: si pendant les périodes 1980-84, 1985-89 et 1990-91, la Nouvelle-Zélande possède une variabilité des plus élevées, pendant la période 1992-2001, la variabilité de l'inflation reste dans la moyenne des autres pays. L'écart-type reste plus élevé que la moyenne OCDE, bien que l'écart entre les deux chiffres se soit réduit.

Tableau 2-7		Variabilité de l'inflation, comparaison internationale, 1980-2001			
		écart-type ⁽¹⁾ de la variation des prix à la consommation			
		1980-84	1985-89	1990-91	1992-2001
<i>Nouvelle-Zélande</i>		5,2	4,9	2,5	1,1
Australie		2,9	1,0	2,9	1,3
États-Unis		4,3	1,1	0,8	0,5
Japon		2,5	1,0	0,1	0,9
Allemagne		1,6	1,2	0,9	1,5
Italie		4,1	1,8	0,2	1,5
Royaume-Uni		5,5	1,0	0,9	0,7
France		2,5	1,3	0,1	0,7
Suisse		1,6	1,1	0,4	1,4
Pays de l'OCDE		2,6	1,1	0,5	0,6 (2)
Notes: (1) Il mesure la dispersion des données. Une valeur faible indique une dispersion peu élevée.					
(2) période 1992-98					
Source: élaboration d'après l'OCDE (<i>Perspectives économiques de l'OCDE</i> , juin 1999 et juin 2002)					

1.3. Les anticipations individuelles et la politique monétaire

L'amélioration monétaire depuis 1990 est indiscutable et frappante. Sur la couverture des *Monetary Policy Statement* (MPS), on voit initialement pour une moitié une pièce de monnaie tremblante, et pour une autre moitié une pièce de monnaie ferme, alors que dans les MPS successifs, on ne voit que la pièce de monnaie ferme dans sa totalité représentant un bateau en plein mouvement avec l'indication "endeavour" (essayer). De même, les résultats obtenus satisfont la théorie de l'indépendance: avant la réforme, l'inflation était à double chiffres, après

elle est passée à une seule chiffre atteignant des taux très faibles. On peut facilement identifier une relation négative entre inflation et indépendance, confirmant les résultats empiriques cités dans la première partie.

Si le résultat en termes d'inflation est indéniable, il reste à déterminer si l'explication réside vraiment dans l'indépendance. Il faut alors répondre aux questions suivantes: (1) quel a été l'apport de l'indépendance en termes de crédibilité, et (2) quel a été le rôle de la crédibilité dans la réduction de l'inflation?

On doit donc considérer les anticipations individuelles. Comme on l'a vu, le mécanisme qui permet de réduire l'inflation, tel qu'il est décrit dans la théorie du biais inflationniste, passe par la réduction des anticipations. On devrait ainsi s'attendre à une réduction des anticipations en même temps ou avant la baisse de l'inflation. Seulement dans ce cas, la crédibilité peut être considérée comme une raison de la disparition du biais inflationniste.

1.3.1. La crédibilité et les anticipations

Est-ce que la réduction de l'inflation, a été anticipée par les individus? Est-ce que les anticipations inflationnistes se sont ajustées immédiatement avec l'adoption du nouveau *RBNZ Act*? Comme indicateur des anticipations on peut retenir les indices explicitement construits, le taux d'intérêt à long terme, la durée des contrats de travail et l'évolution des salaires.

A) Les anticipations inflationnistes

Depuis 1988, la RBNZ a effectué une enquête trimestrielle auprès du secteur économique (industrie, agriculture, monde du travail et domaine financier) concernant les anticipations inflationnistes. Celle-ci n'est pas la seule enquête auprès du public qui concerne l'inflation. La RBNZ publie aussi les résultats du *Marketscope Survey* réalisée par une autre entité (cf. Graphique 2-7 et Graphique 2-8). On peut remarquer les éléments suivants.

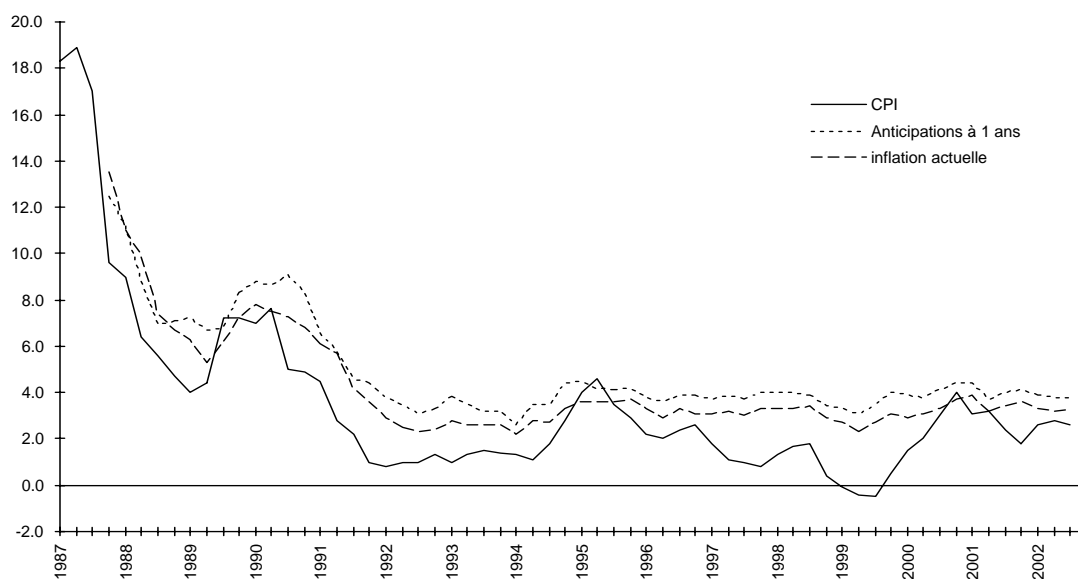
(1) Il est indéniable que les anticipations inflationnistes se sont réduites. Si, pendant la période précédant 1990, les anticipations se fixent à des taux qui dépassent facilement 6%, après cette date, ils dépassent très rarement 4%. La principale baisse a lieu pendant la période 1988-91, malgré une certaine reprise au moment de la hausse des prix de 1989 provoquée par la *Goods and Services Tax* (GST). Après cette baisse, les anticipations sont restées assez contenues et assez stables, malgré une légère reprise entre 1994 et 1995. Toutefois, la réduction des anticipations a eu lieu aussi avant l'adoption de l'indépendance.

(2) Très rarement, les individus anticipent un taux d'inflation qui ensuite se réalise. Les écarts sont parfois très élevés. Il est encore plus frappant de savoir que même le taux d'inflation actuel n'est pas connu avec précision. Dans le Graphique 2-7, l'inflation présente (qui correspond à la question "*Based on your own opinions and what you've seen and heard, what do you think the inflation figure is now?*") est pratiquement toujours au delà du taux qui résulte des analyses statistiques. En général, on remarque une surestimation lors d'une période orientée à la baisse du taux d'inflation, et une sous-estimation bien que moins prononcée pendant la hausse du taux d'inflation. Ces résultats se confirment avec le Graphique 2-8.

(3) Est-ce que la réduction des anticipations a précédé ou a suivi la désinflation? D'après les données, la baisse des anticipations n'a pas précédé la réduction de l'inflation. Cela est particulièrement évident pendant la période 1990-91: la rapide diminution de l'inflation a été même plus prononcée que la réduction des anticipations. Les individus n'ont que très rarement anticipé un taux d'inflation plus faible du taux effectif au moment de l'enquête, sauf dans les périodes de reprise de l'inflation. Autrement dit, pendant la réduction du taux d'inflation, le taux anticipé est généralement égal et même supérieur au taux effectif.

(4) Les anticipations ne semblent pas suivre une logique différente après l'introduction de l'indépendance. Par ailleurs, même avant l'indépendance, on avait une tendance à la réduction des anticipations. Il est tout de même vrai qu'après 1990, les anticipations sont beaucoup plus faibles. Mais cela est aussi vrai pour le taux d'inflation sur lequel les anticipations semblent se fonder.

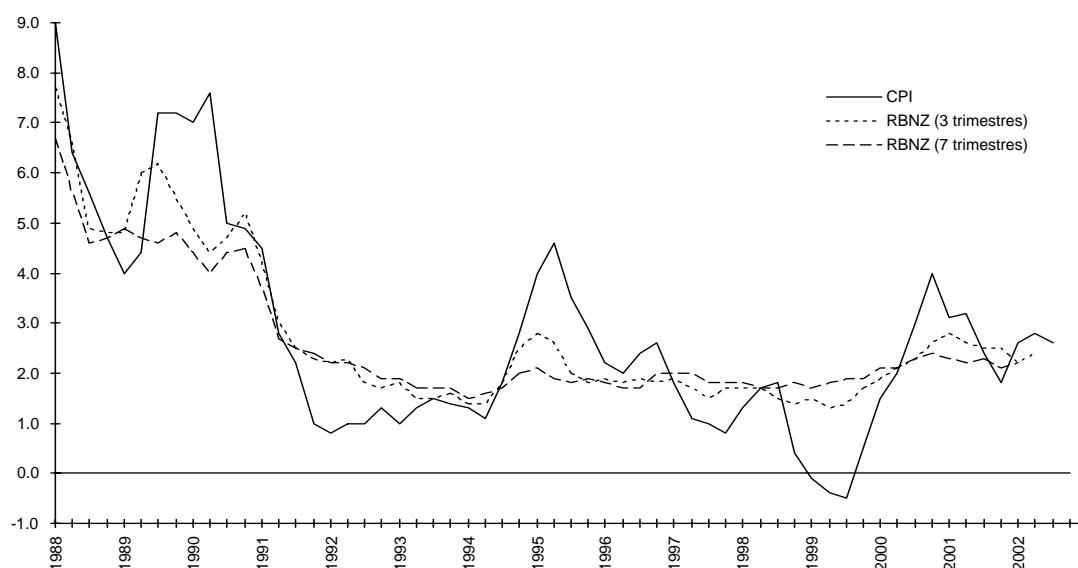
Graphique 2-7 Anticipations inflationnistes, 1987-2002
enquête *Marketscope survey* et CPI, données trimestrielles



Note: L'inflation présente indique le taux auquel les individus s'attendent pour la période en cours, alors que l'inflation anticipée indique le taux d'inflation que les individus s'attendent pour les prochains 12 mois. L'axe horizontal indique le moment de la réalisation de l'enquête.

Source: RBNZ (série J5 - Expectations of inflation)

Graphique 2-8 Anticipations inflationnistes à trois et à sept trimestres, 1988-2002
anticipations d'après l'enquête de la RBNZ et CPI effectif, données trimestrielles



Note: L'axe horizontal indique le moment de la réalisation de l'enquête.

Source: RBNZ Bulletin et Monetary Policy Statement, différents numéros

(5) Le comportement des individus semble plus proche des anticipations adaptatives que des anticipations rationnelles. Premièrement, dans les phases de baisse des prix, le taux anticipé est généralement supérieur au taux d'inflation effectif; alors que dans les phases de hausse des prix, le taux anticipé est inférieur au taux effectif. Ceci est le signe que les individus se laissent surprendre à la baisse comme à la hausse. Deuxièmement, les individus projettent dans le futur le taux effectif au moment de l'enquête. Le taux anticipé diminue, seulement au moment d'une baisse du taux effectif et, vice versa, le taux anticipé augmente, quand on constate une reprise à la hausse de l'inflation. Autrement dit, on anticipe à la baisse, car on est dans une évolution effective déjà à la baisse et on anticipe à la hausse, car on constate une reprise de l'inflation. Troisièmement, le taux anticipé est beaucoup plus stable du taux d'inflation effectif, signe d'un retard dans l'ajustement.

L'idée que les anticipations sont plus de nature adaptative que rationnelle est soutenue par différentes études. Buckle (1988) l'admet pour la période précédant l'introduction de l'indépendance. Fischer & Orr (1994a) ont considéré les anticipations du point de vue de l'incertitude en identifiant les principaux facteurs qui auraient contribué à réduire l'incertitude des prix (mesurée au moyen de l'écart-type). Le principal résultat de cette analyse est double. (1) À court terme le cadre législatif (PTA et indépendance) n'a pas influencé de façon déterminante l'incertitude des prix, alors qu'à moyen terme le nouveau *RBNZ Act* a favorisé la réduction de l'incertitude. Même, si l'indépendance à elle seule ne peut pas suffire à réduire totalement l'incertitude. (2) Plus que l'annonce de l'objectif ou l'évolution passée des prix, c'est l'écart entre taux visé et taux effectif qui influence l'incertitude des prix, cet écart étant considéré comme indicateur de crédibilité.

"[...] c'est la différence entre le taux effectif et le taux visé d'inflation qui contribue notablement à réduire les incertitudes entourant les anticipations de prix plutôt que la simple annonce des objectifs d'inflation; c'est-à-dire qu'il est indispensable d'atteindre les objectifs d'inflation fixés pour assurer la crédibilité de la politique monétaire, ces objectifs constituant des points de référence très utiles à l'opinion pour évaluer les résultats des autorités."
(Fischer & Orr, 1994a - p. 189)

Le fait d'annoncer un objectif opérationnel (PTA) à lui seul ne semble pas réduire l'incertitude mais il permet de mieux évaluer le résultat monétaire de la banque centrale, de telle sorte que si celle-ci réalise l'objectif alors les incertitudes des individus s'ajustent rapidement. On remarque la présence d'un élément institutionnel (annonce de l'objectif) avec un élément de pratique monétaire (résultat obtenu). Cela signifie que le cadre institutionnel n'est pas suffisant pour réduire l'incertitude, il faut aussi que le résultat obtenu grâce à cet élément aille dans la bonne direction. La réduction de l'incertitude des prix semble ainsi être le résultat à la fois du changement institutionnel (*RBNZ Act*) et de l'évolution à la baisse de l'inflation: les deux éléments étant nécessaires. On a ici une explication aux retards d'ajustement des anticipations: l'indépendance à elle seule n'étant pas suffisante, il faut encore une politique désinflationniste qui réduise effectivement l'inflation; il fallait réaliser les objectifs déclarés, leur annonce n'étant pas suffisante¹⁵. La réduction de l'inflation, qui implique du temps, devient ainsi une condition préalable et non pas une conséquence directe, de la réduction des anticipations. Les anticipations ne peuvent s'adapter immédiatement dès l'introduction de l'indépendance.

Fischer & Orr (1994b) analysent le comportement des individus face à l'orientation de la politique monétaire en Nouvelle-Zélande, toujours pendant la période postérieure à l'adoption de l'indépendance. À nouveau, l'incertitude face à l'orientation de la politique monétaire ne change qu'après que l'inflation ait commencé à se réduire et à se stabiliser. Cependant, d'après Debelle (1996), les anticipations en Nouvelle-Zélande se sont orientées à la baisse plus fortement que les anticipations constatées en Australie et au Canada (pays qui ont introduit la cible inflation, mais pas l'indépendance), signe que les réformes en Nouvelle-Zélande ont joué un certain rôle.

Tout de même, ce n'est pas la réduction des anticipations à la suite de l'indépendance qui a permis la réduction de l'inflation, comme on devrait s'y attendre d'après les modèles théoriques: le taux d'inflation a été souvent bien inférieur au taux anticipé, de même la baisse du taux d'inflation a été supérieure à la baisse des anticipations. La réduction de l'inflation (rendue plus visible grâce à l'annonce d'un objectif, institutionnalisé par l'indépendance, mais en partie réalisée avant 1990) est probablement l'élément principal qui a permis aux

¹⁵ Nicholl & Archer (1993 - p. 122).

anticipations de se limiter. Mais, cela change le mécanisme lié à la crédibilité. Comme le déclare avec lucidité le gouverneur de la RBNZ:

"I am sceptical that moving to an inflation-targeting regime automatically confers credibility. Our experience suggests that credibility has to be earned. Once again in matters of economic policy, we learn that there is no free lunch. [...] Credibility is continually earned by our actions and our account of policy, and not legislated." (Brash, 1998 - pp. 223-225)

B) Le taux d'intérêt à long terme

D'après le Graphique 2-9, on constate la tendance générale à la réduction et à un rapprochement des taux d'intérêt à long terme. La Nouvelle-Zélande a connu cette évolution, comme cela a été le cas pour le taux d'inflation, tout en ayant des caractéristiques propres. Pendant les années 1985-90, le taux néo-zélandais dépasse tous les autres: c'est la période de la dévaluation du NZD et de sa mise en flottement. Depuis 1986, le taux s'oriente tout de même à la baisse (cf. Graphique 2-10), suivant ainsi l'évolution du taux d'inflation. Depuis 1990, le taux regagne le niveau des autres pays, en réalisant entre 1990 et 1993 une réduction sensiblement plus élevée: de 12,5% en 1990 à 6,9% en 1993 comparable à celle de l'Australie (de 13,2% à 7,3%). Pendant cette période, ces deux pays réalisent la réduction la plus significative. Depuis 1994, la tendance est plutôt à la stabilité ou à une réduction faible. Malgré cette évolution, la Nouvelle-Zélande garde le taux le plus élevé en 1998: 6,2%, contre 4,9% à l'Italie, 4,8% à la France et 5,5% au Royaume-Uni et à l'Australie (tous pays qui en 1990 dépassaient le 10%)¹⁶. La réduction du taux néo-zélandais, et suivi d'une réduction de l'écart avec les autres pays. Cependant, le taux reste assez élevé. Cela peut signifier que la confiance envers la stabilité des prix n'est pas entièrement établie mais cette situation peut dériver aussi de la faiblesse de l'épargne nationale (en 1998 le taux d'épargne brut ne représente que 12,4% du PIB¹⁷).

Debelles (1996), en comparant l'évolution néo-zélandaise avec l'Australie et le Canada (pays qui ont introduit la cible inflation mais pas l'indépendance), admet que la réduction du taux d'intérêt en Nouvelle-Zélande semble indiquer l'existence d'un bonus de crédibilité, comme le fait que les finances publiques se sont améliorées. Depuis 1990, la réduction du taux est effectivement plus prononcée qu'auparavant.

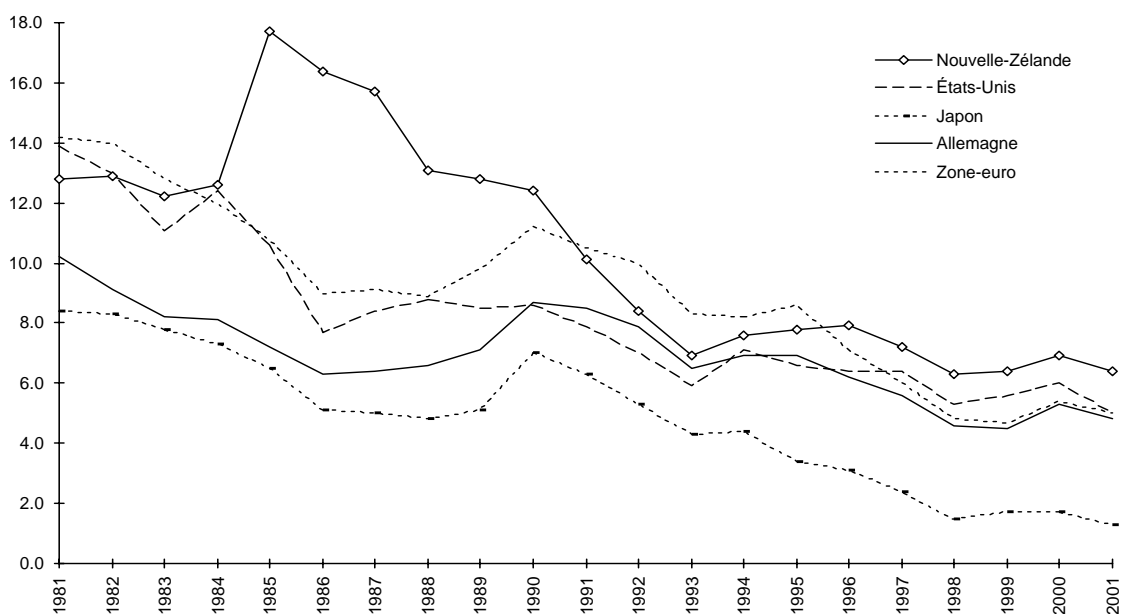
Est-ce que la baisse du taux d'intérêt a anticipé ou suivi la baisse de l'inflation?

Le Graphique 2-10 met en rapport l'évolution du taux d'intérêt à long terme avec l'évolution du CPI. On a aussi indiqué l'écart entre ces taux. La période 1985-90 se caractérise par une baisse de l'inflation (hors GST) plus élevée que la baisse du taux d'intérêt, d'où la hausse de l'écart (il y a donc une augmentation du taux réel). Pendant la période 1990-91, l'écart reste assez constant, légèrement à la hausse. Au contraire, pendant la période 1992-93, face à une inflation stable, la baisse du taux d'intérêt continue, d'où la réduction de l'écart (il y a donc une diminution du taux réel). L'année 1994 est marquée par une rapide reprise du taux d'intérêt, même avant la hausse des prix: l'écart avec l'inflation augmente rapidement, pour ensuite diminuer une fois démarrée la hausse des prix. De même, le point de retournement du taux d'intérêt anticipe celui du niveau des prix (l'écart diminue alors rapidement). Pendant la période 1995-98, la réduction de l'inflation va légèrement plus vite que la baisse du taux d'intérêt nominal. La hausse en 1996 du taux d'intérêt n'est pas suivi par les prix, signe possible d'une anticipation exagérée. Celle-ci ne perdure tout de même pas. Enfin, la hausse des prix de l'année 2000 a été précédée par la hausse du taux d'intérêt en 1999: l'écart augmente, pour ne diminuer qu'après la reprise de l'inflation.

¹⁶ OCDE (Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1999).

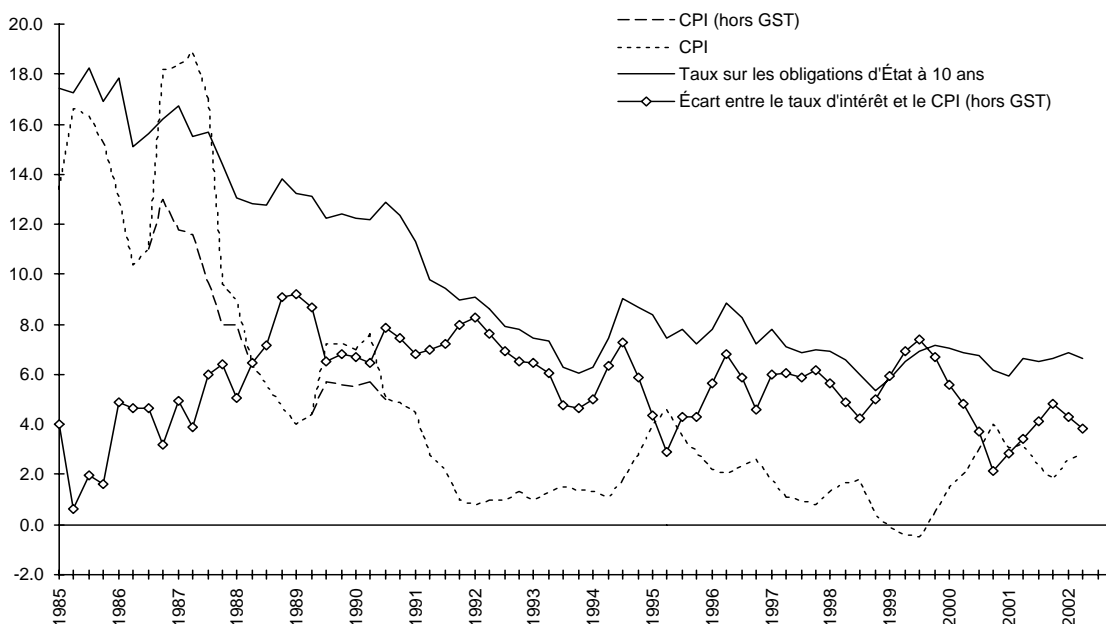
¹⁷ OCDE (Études économiques de l'OCDE, Nouvelle-Zélande, 2000, statistiques de base).

Graphique 2-9 Taux d'intérêt à long terme, comparaison internationale, 1981-2001
taux d'intérêt sur titres d'État à 10 ans, données annuelles



Sources: OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 1999 et juin 2002)

Graphique 2-10 Taux d'intérêt à long terme et inflation, 1985-2000
taux nominal sur les obligations d'État à 10 années, CPI (hors GST) et écart entre les deux taux, données trimestrielles



Source: RBNZ (série A3 et B2)

En conclusion, on peut retenir les remarques suivantes.

(1) Le taux d'intérêt à long terme a diminué mais l'évolution à la baisse a démarré bien avant 1990. Cela suit l'évolution de l'inflation.

(2) Il ne semble pas que le taux d'intérêt à long terme ait anticipé la réduction de l'inflation sur la période 1985-90: l'écart entre le taux d'intérêt et l'inflation augmente (la baisse de l'inflation est plus rapide que la réduction du taux d'intérêt) au lieu de diminuer. Mais, pendant cette période, la banque centrale n'était pas encore indépendante.

(3) La réduction de l'inflation des années 1990-91, n'a pas été précédée d'une réduction du taux d'intérêt. L'évolution est plutôt en parallèle (l'écart est constant), et parfois en faveur de l'inflation (l'écart est orienté à la hausse) dont la réduction dépasse celle du taux d'intérêt. Pendant les années 1992-93, malgré une stabilité de l'inflation, le taux d'intérêt continue de diminuer, signe possible d'un rattrapage à la baisse.

(4) Pendant les années 90, le taux d'intérêt semble anticiper certains mouvements de l'inflation, notamment à la hausse (1994 et 1999). Toutefois, la hausse du taux d'intérêt en 1996 n'est pas suivie d'une reprise importante de l'inflation. Il est aussi vrai que les points de retournement du taux d'intérêt précèdent le retour à la baisse du taux d'inflation, d'où la rapide réduction de l'écart (1995 et 2000). Cela peut indiquer que le taux d'intérêt anticipe l'arrêt de la hausse des prix, celui-ci ayant atteint la limite supérieure du PTA.

Sur l'ensemble de la période le taux d'intérêt à long terme a diminué. Cela résulte de la réduction de l'inflation: celle-ci a initialement précédé (1985-90) et ensuite accompagnée (depuis 1990) la baisse du taux d'intérêt. Le taux d'intérêt ne semble pas avoir anticipé la désinflation de la période 1990-91. Cependant, pendant les années 90, le taux d'intérêt semble anticiper les reprises de l'inflation, mais aussi leur arrêt.

C) La durée des contrats de travail et le taux de croissance salariale

La durée des contrats de travail, ainsi que le taux de croissance des salaires peuvent être considéré comme des indicateurs de l'anticipation inflationniste¹⁸. En particulier, on admet que la durée des contrats augmente si on s'attend à une stabilité des prix. De même, la croissance des salaires nominaux est faible si les anticipations inflationnistes sont réduites. Fischer (1993 - p. 19) admet que la durée des contrat de travail a augmenté après 1991, cependant la réforme introduite en cette même année par l'*Employment Contract Act*, a elle-aussi favorisé la signature de contrats de travail de plus longue durée.

D'après le Graphique 2-11, on remarque qu'il n'y a pas de grands écarts pour l'évolution des salaires entre le secteur public et le secteur privé. À l'exception de la période 1992-95, dans laquelle la croissance salariale dans le secteur privé est plus élevée que dans le secteur public, les salaires augmentent généralement plus vite dans l'administration publique. Cependant l'écart est assez faible. En effet, la politique visant à rééquilibrer le budget public n'a pas favorisé une hausse élevée des salaires publics.

La croissance des salaires suit de près l'évolution des prix. Si parfois les salaires augmentent plus rapidement, en général, la hausse salariale est plus faible que la hausse des prix, signe d'une perte en termes réels. La période 1990-98 se différencie de la période précédente par des taux de croissance nettement plus faibles. Cependant, la réduction des taux de croissance a démarré avant 1990. Que peut-on conclure en termes d'anticipations?

Nicholl & Archer (1993 - p. 125) admettent que le nouveau contexte de stabilité monétaire crée par la réforme du *RBNZ Act*, a contribué à changer les comportements. En particulier, ils retiennent l'exemple du *Growth Agreement* signé en septembre 1990¹⁹ par l'union syndicale *New Zealand Council of Trade Unions* et le gouvernement. Par cet accord, l'union syndicale a accepté une augmentation des salaires de seulement 2%, alors que le taux d'inflation dépassait encore 5%. Ils considèrent cet exemple comme un signe du changement de contexte: l'engagement monétaire de la RBNZ étant donné, on raisonne en termes de stabilité des prix, même si celle-ci n'est pas encore réalisée.

¹⁸ Fischer, A. M. (1993, 1995).

¹⁹ À la suite des élections, cet accord a été rapidement mis de côté.

Graphique 2-11 Variation des salaires et des prix, 1984-2001

salaires du secteur privé et de l'administration centrale, prix à la consommation
variation annuelle en %, données annuelles



Sources: OCDE (*Études économiques de l'OCDE, Nouvelle-Zélande, différents numéros*)

Ce comportement correspond à ce que la théorie du biais inflationniste décrit. Cependant, d'une part, l'union syndicale a accepté cet accord plus par crainte de possibles effets négatifs sur le niveau de l'emploi d'une hausse de salaire élevée, notamment dans le contexte de récession économique, et d'autre part, ce même accord comportait l'engagement du côté du gouvernement à poursuivre la réduction du déficit public²⁰. Ainsi, si l'orientation vers la stabilité monétaire réalisée par le *RBNZ Act* a pu jouer un rôle dans cet accord, d'autres éléments sont aussi intervenus en faveur d'une modération de la hausse des salaires. On peut alors se demander si le seul engagement monétaire aurait été suffisant.

On doit tout de même nuancer l'évolution de la croissance salariale.

Premièrement, plusieurs facteurs influencent le marché du travail: les réformes structurelles, les difficultés économiques des années 90 et la hausse du chômage ont poussé à la baisse les variations de salaire, indépendamment du rôle des anticipations. En particulier, l'introduction de l'*Employment Contract Act* (ECA) marque un véritable changement dans le marché du travail²¹. D'un système centralisé et non compétitif où la négociation salariale se fait, souvent par secteur professionnel, au niveau national entre unions syndicales (où l'affiliation est obligatoire), entrepreneurs et gouvernement (notamment par la présence d'une cour d'arbitrage en cas de difficultés à atteindre un accord), on passe à un système décentralisé et compétitif où le contrat se fait au niveau individuel entre entreprise et employé. L'affiliation à une union syndicale est libre, l'employé et l'employeur peuvent choisir de se soumettre à un contrat collectif ou à un contrat individuel. Evans & Grimes & Wilkinson & Teece (1996 - p. 1882) estiment qu'avant l'ECA, 72% des employés étaient couverts par un contrat collectif multiple ou lié à une seule entreprise, alors qu'en 1993 seulement 41% étaient sous contrat collectif. Les

²⁰ *Monetary Policy Statement*, février 1991 - pp. 26-27.

²¹ Maloney & Savage (1996), Dalziel & Lattimore (1996 - pp. 72-83), Evans & Grimes & Wilkinson & Teece (1996 - pp. 1878-1883). En 2000, l'ECA a été substitué par l'*Employment Relations Act* qui favorise une contractation non déloyale et donne un poids majeur aux syndicats.

contrats individuels passent de 10% à 45% pendant cette période. La flexibilité (au niveau des salaires comme à celui de l'embauche et du licenciement) qui en a résulté favorise la réduction de la hausse des salaires (Maloney & Savage, 1996 - p. 209), bien que d'après l'OCDE (1993 - pp. 28-29) l'effet n'ait pas été immédiat (délai temporel entre introduction de l'ECA et signature des contrats sous le nouveau régime). Ainsi, si on ne peut pas exclure à priori une influence à la baisse exercée par la réduction des anticipations à la suite de la crédibilité monétaire, il est difficile d'isoler la seule influence de ces anticipations.

Deuxièmement, l'évolution comparée entre salaires et prix ne semble pas avoir changé depuis 1990, moment de l'introduction de l'indépendance. La variation des salaires a démarré bien avant 1990; comment alors attribuer cette évolution à une possible crédibilité monétaire si l'indépendance n'était pas encore établie? L'indépendance ne semble pas avoir bouleversé l'évolution salariale. Par ailleurs, l'évolution presque en parallèle entre prix et salaires, laisse planer le doute quant à la relation causale. Si la croissance salariale peut être contenue en raison d'une anticipation inflationniste à la baisse, il est aussi vrai qu'une faible hausse des prix peut contribuer à contenir la hausse des salaires. Autrement dit, l'évolution du taux salarial peut anticiper ou suivre la réduction de l'inflation.

Dans le premier cas, la réduction du taux salarial devient une cause de la désinflation. Cela peut effectivement résulter du mécanisme décrit dans la théorie du biais inflationniste, à savoir que la baisse des anticipations réduit la croissance des salaires, de telle sorte que la banque centrale peut limiter l'inflation. Le fait que la croissance salariale soit souvent plus faible que le taux d'inflation effectif peut soutenir cette possibilité. Cependant, la même évolution peut aussi s'expliquer autrement: la hausse des prix serait freinée non pas par la banque centrale, mais par la faible progression du coût unitaire du travail. Autrement dit, une réduction de la croissance salariale provoquée par des facteurs autres que les anticipations (introduction de l'ECA, hausse du chômage, récession économique), engendre consécutivement la baisse des prix mais alors la crédibilité ne joue aucun rôle. Dans le deuxième cas, les anticipations ne font que s'adapter à l'évolution des prix. Cela est d'ailleurs souvent le cas, car dans la détermination des salaires interviennent aussi les entrepreneurs (plus sensibles à l'évolution future des prix), ce que la théorie du biais inflationniste ne considère d'ailleurs pas (pas de différenciation entre catégories sociales). Dans cette optique, la hausse salariale de la période 1997-98, pourrait indiquer l'existence d'un rattrapage de l'inflation précédente.

En conclusion, le rapport entre la croissance salariale et l'évolution des prix est certainement très marqué. Cependant, il apparaît difficile, notamment par l'évolution en parallèle et par la présence de plusieurs éléments, isoler et identifier le rôle des anticipations. Par ailleurs, il faudrait encore expliquer pourquoi les individus auraient anticipé un taux d'inflation plus élevé que le taux effectif, tout en acceptant une croissance salariale inférieure au taux d'inflation anticipé. Autrement dit, pourquoi l'évolution salariale ne correspond pas aux enquêtes sur les anticipations? Et cela pourrait justement être expliqué par la présence des autres éléments (ECA, conjoncture économique). Pour ces raisons, la croissance salariale ne semble pas être un indicateur suffisamment précis de la crédibilité monétaire.

1.3.2. La politique monétaire

L'apport incertain des anticipations à la réduction de l'inflation, nous oblige à considérer de plus près la politique monétaire. En réalité, l'indépendance constitue un cadre institutionnel à l'intérieur duquel la banque centrale réalise la politique monétaire qui, en fin du compte, est le véritable instrument qui permet de gérer le niveau des prix. Par ailleurs, même dans la théorie du biais inflationniste, l'action sur les prix passe par un instrument monétaire (la quantité de monnaie). La question est alors de savoir si la politique monétaire dépend des anticipations individuelles, comme la théorie du biais inflationniste semble le suggérer, ou si au contraire c'est la politique monétaire qui peut influencer les anticipations.

La RBNZ a adopté différents instruments pour réaliser la politique monétaire²². Pendant les années d'économie administrée, c'était le contrôle direct des taux d'intérêt, l'encadrement du crédit et les réserves obligatoires. Avec la libéralisation financière ces instruments ont perdu leur efficacité. Ainsi, depuis la moitié des années 80, la

²² RBNZ (*Independent Review of the Operation of Monetary Policy: Reserve Bank and Non-Executive Directors' Submissions*, octobre 2000, pp. 29-38) et Brash (2002 - pp. 104-107).

RBNZ a suivi une politique d'inspiration monétariste, en contrôlant la croissance de la liquidité primaire (*primary liquidity*) composée de la liquidité de règlement interbancaire (*settlement cash*, c'est-à-dire les dépôts des banques secondaires auprès de la RBNZ) et des titres publics acceptés par la RBNZ (comme par exemple les *RBNZ Bills*). Cependant, dans un contexte de finance libéralisée, on s'est aperçu que l'inflation peut être mieux contrôlée par une gestion du taux d'intérêt et du taux de change. Ainsi, afin de déterminer l'évolution de ces taux, la RBNZ a initialement utilisé une approche fondée sur des déclarations publiques (*signalling*), notamment par les publications régulières du *Monetary Policy Statement*, par les conférences de presse et par les discours officiels du gouverneur. Entre juin 1997 et mars 1999, la RBNZ a géré la politique monétaire par l'annonce du niveau souhaitable des conditions monétaires (*Monetary Condition Index*, MCI) qui résumait l'état du taux d'intérêt et du taux de change²³. Enfin, en mars 1999, la RBNZ a adopté le taux d'intérêt OCR (*Official Cash Rate*) en tant qu'instrument principal, afin de rendre plus claire ses orientations. Il ne s'agit pas d'un simple taux d'intérêt indicateur, car il définit le taux (OCR + 25 points) auquel les banques peuvent obtenir de la liquidité overnight auprès de la RBNZ (par des opérations *repo*), et le taux (OCR - 25 points) que la RBNZ paie sur les dépôts overnight des banques auprès d'elle²⁴. Ce taux détermine le coût du *settlement cash*, et il est censé influencer les autres taux d'intérêt, notamment le taux interbancaire à court terme. La politique monétaire s'est ainsi orientée vers un contrôle des prix, laissant de côté le contrôle de la masse monétaire. Si, au début, l'accent a été mis sur le taux de change (par la rapidité de ses effets)²⁵, avec le temps, on a retenu le taux d'intérêt.

La RBNZ suit une démarche fondée sur la cible inflation (*inflation targeting*) dont les principes sont l'annonce d'un objectif en termes d'inflation (à réaliser dans le moyen terme), et la prise en compte de plusieurs indicateurs de la situation monétaire et économique (*check-list*), notamment la croissance monétaire, la courbe des taux d'intérêts (*yield-gap*), le taux de change et l'écart entre production effective et production potentielle (*output-gap*).

A) La masse monétaire et le crédit

Pendant les années 1988-90 (cf. Graphique 2-12), M1 augmente très fortement dépassant largement la croissance de M3. Même les crédits sont orientés à la hausse. La période 1990-92 se caractérise par une forte baisse de M1 (la croissance est même négative), par l'augmentation de la croissance de M3, et par une certaine réduction de la croissance du crédit. D'après l'OCDE (1993 - p. 55), cette tendance doit être attribuée à "une réaction retardée aux strictes conditions monétaires de 1990". Pendant la période 1992-94, la croissance de l'ensemble des variables monétaires est assez stable, malgré une certaine reprise de M1.

En 1994, le taux de croissance de M1 augmente à nouveau, rapidement suivie par la hausse des crédits. La reprise de M3 ne démarre qu'en 1995, lors du freinage de M1 et de la poursuite du crédit. Jusqu'en 1998, la tendance se généralise vers une croissance à la baisse. En 1999 et en 2001, la croissance de M1 accélère vite, suivie notamment en 2001 par les autres variables. Une contraction monétaire n'a donc eu lieu véritablement que vers la moitié de 1990 et presque jusqu'à la fin de 1991. Cependant, cela ne concerne que M1: la croissance de M3 évolue à la hausse. Par ailleurs, l'inflation est déjà à la baisse, et la RBNZ démarre pendant cette période une politique plus expansive.

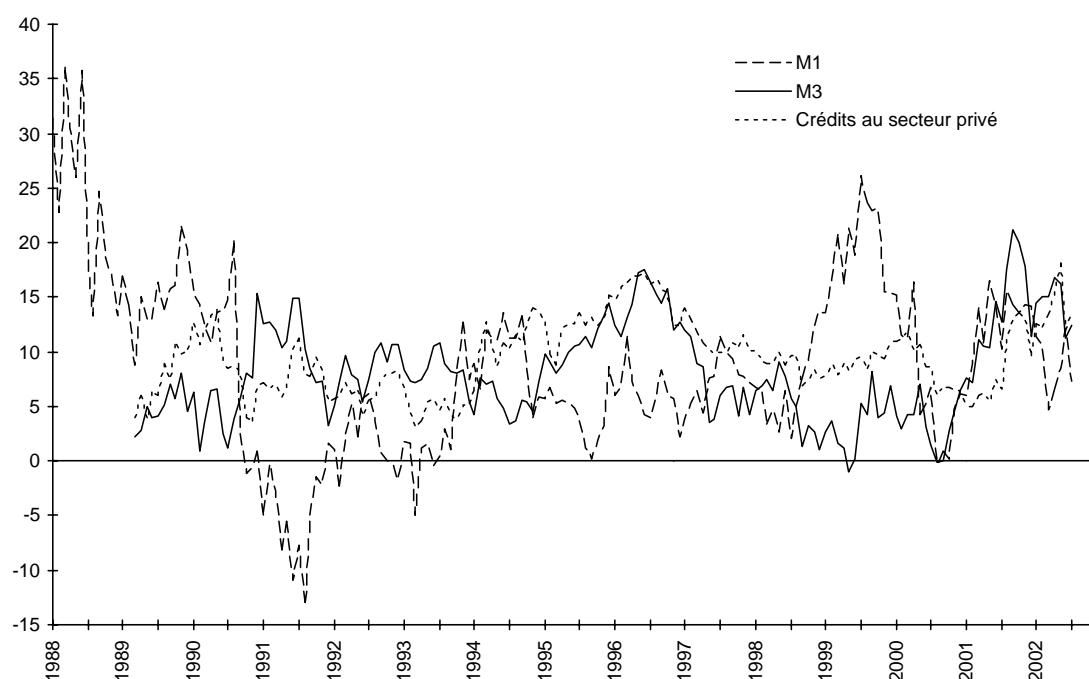
La RBNZ n'accorde qu'une place marginale à l'évolution de la masse monétaire, car les liens avec la croissance économique et le niveau des prix sont assez faibles. Des indicateurs plus pertinents sont les taux d'intérêt et le taux de change.

²³ Svensson (2001 - pp. 46-47) a critiqué l'utilisation du MCI en tant qu'instrument monétaire, notamment par la difficulté à rendre comparables les variations du taux de change aux variations du taux d'intérêt. La RBNZ (2000 - p.13) a d'ailleurs reconnu les limites de cette démarche (variabilité excessive du taux d'intérêt et assouplissement de la politique monétaire en retard lors de la crise asiatique).

²⁴ Archer & Brookes & Reddell (1999).

²⁵ Grimes & Wong (1994).

Graphique 2-12 Taux de croissance de la masse monétaire et du crédit, 1988-2002
M1, M2 et *Private Sector Credit*, variation annuelle en %, données mensuelles



Source: RBNZ (séries C1 et C2)

B) Le taux d'intérêt et le taux de change

La courbe des rendements indique l'écart nominal entre le taux d'intérêt à long terme et le taux d'intérêt à court terme. Une courbe positive (taux à long terme plus élevé que le taux à court terme) est associée à une politique monétaire expansive: la hausse du taux à long terme indique que les individus anticipent une hausse des prix à la suite de l'expansion générée par la faiblesse du taux à court terme. Inversement, une courbe négative indique une politique monétaire restrictive: l'inflation anticipée tend à se réduire, à la suite de la hausse du taux d'intérêt à court terme. Cela doit être nuancé, car le taux d'intérêt dépend aussi du taux d'intérêt international et d'une prime de risque qui n'est pas seulement liée au taux d'inflation (risque pays, risque devise,...). De même, le taux d'intérêt à long terme dépend aussi de la quantité d'épargne disponible pour les investissements souhaités. Cela n'empêche pas de considérer le taux d'intérêt, notamment sous la forme de la courbe des rendements, comme indicateur de la politique monétaire, car le taux d'intérêt à court terme est sous l'influence de la banque centrale, et cela a des effets sur le taux de change (cf. infra chapitre VI, paragraphe 3.2). La stabilité externe n'est pas la priorité de la politique monétaire néo-zélandaise, la préférence étant donnée à la stabilité interne. Cela explique la relative volatilité du taux de change et son utilisation en tant qu'instrument monétaire. L'efficacité du taux de change sur l'évolution du taux d'inflation par le canal de l'inflation importée a été particulièrement forte pendant la période d'avant 1994, avec un retour en force après 2000²⁶.

D'après l'évolution des taux d'intérêt (Graphique 2-13) et du taux de change (Graphique 2-14), on peut retenir quatre phases qui caractérisent la politique monétaire.

²⁶ cf. *Monetary Policy Statement* (mai 2001).

(1) La période 1985-90 est marquée par une courbe des rendements négative, malgré une tendance générale vers la diminution des taux d'intérêt à long comme à court terme, tout en dépassant encore en 1990 le taux de 10%. C'est le résultat de la réduction de l'inflation. Le taux de change renforce cette politique restrictive, notamment par l'appréciation entre 1987 et 1988. Cependant, en 1986 et vers la fin de 1988, le taux de change se déprécie, signe que la politique monétaire peut être différenciée.

(2) Sur la période 1991-94, la politique monétaire a été assez expansive: la courbe des rendements s'oriente à la hausse et le taux de change se déprécie. Les taux d'intérêt, initialement baissent, mais en 1994 ils s'inversent à la hausse, signe anticipateur de nouvelles pressions inflationnistes.

(3) La période 1995-98 signe le retour à une politique monétaire restrictive: la courbe des rendements redevient négative, et le taux de change s'apprécie. Cette politique découle de la nécessité de faire face aux nouvelles pressions inflationnistes. Malgré ce retournement, les taux d'intérêt ne remontent plus aux niveaux élevés des années 80: le seuil de 10% n'est plus dépassé, ce qui reflète l'évolution de l'inflation qui, malgré une reprise à la hausse, ne s'est pas accélérée.

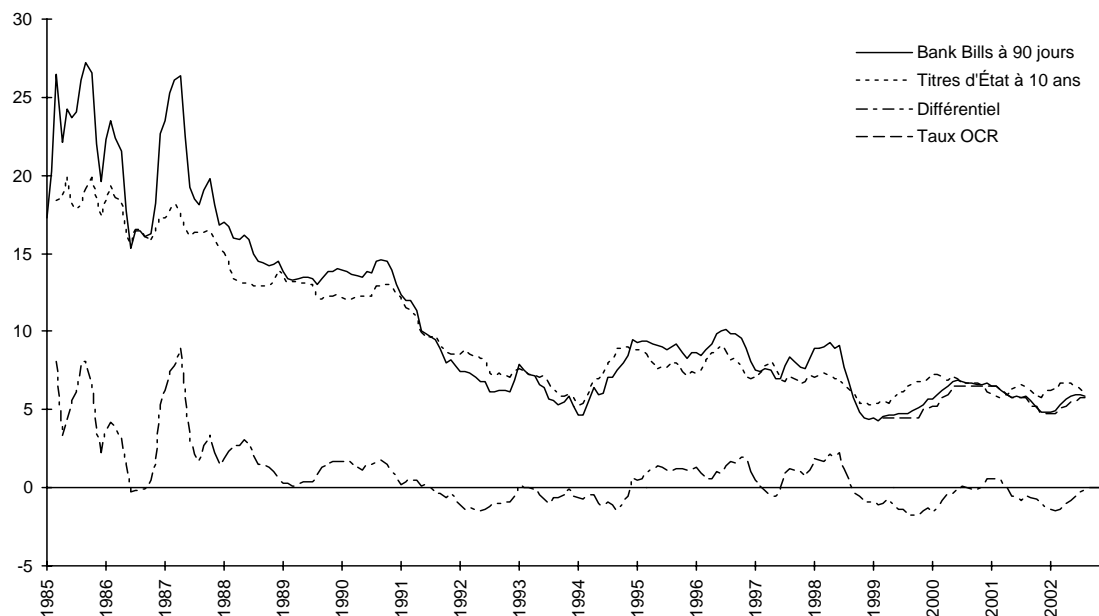
(4) En 1999, la politique monétaire retrouve un chemin moins restrictif: la courbe des rendements est positive et le taux de change, dès la deuxième moitié de 1997, se déprécie. En 1999, la RBNZ adopte l'*Official Cash Rate* (OCR) pour mieux conduire la politique monétaire (cf. supra). Fixé à 4,5% (mars 1999), l'OCR atteint 6,5% (mai 2000) après une série d'ajustements à la suite des craintes d'un retour de l'inflation. En 2001, à cause du ralentissement de l'économie mondiale, l'OCR a été réduit à 4,75% (janvier 2002) alors qu'il a été remonté à 5,75% (juillet 2002) à la suite d'une certaine reprise de l'inflation. L'OCR suit de près l'évolution du taux à court terme.

La RBNZ a développé un indice des conditions monétaires (MCI, *Monetary Condition Index*)²⁷ qui est censé résumer l'état de la politique monétaire par une combinaison du taux d'intérêt sur les titres bancaires à 90 jours et du TWI (*Trade-Weighted Index*, c'est-à-dire le taux de change pondéré)²⁸. Le MCI considère qu'une hausse (ou une baisse) de 2% dans le TWI est équivalente à une hausse (ou à une baisse) de 1% du taux d'intérêt. Autrement dit, la hausse (ou la baisse) d'un point de l'indice MCI reflète la hausse (ou la baisse) de 1% dans le taux d'intérêt à 90 jours, en supposant que le TWI reste constant. La hausse du MCI indique donc un resserrement monétaire. Son évolution (cf. Graphique 2-14) reflète les quatre périodes qu'on vient de décrire.

²⁷ $MCI = (Re - Rb) + p * ((Te - Tb) - 1) * 100$, avec: Re = taux d'intérêt effectif sur les titres bancaires à 90 jours, Rb = taux d'intérêt relatif à la période de base; Te = Trade-weighted index effectif, Tb = Trade-weighted index relatif à la période de base; p = coefficient de pondération.

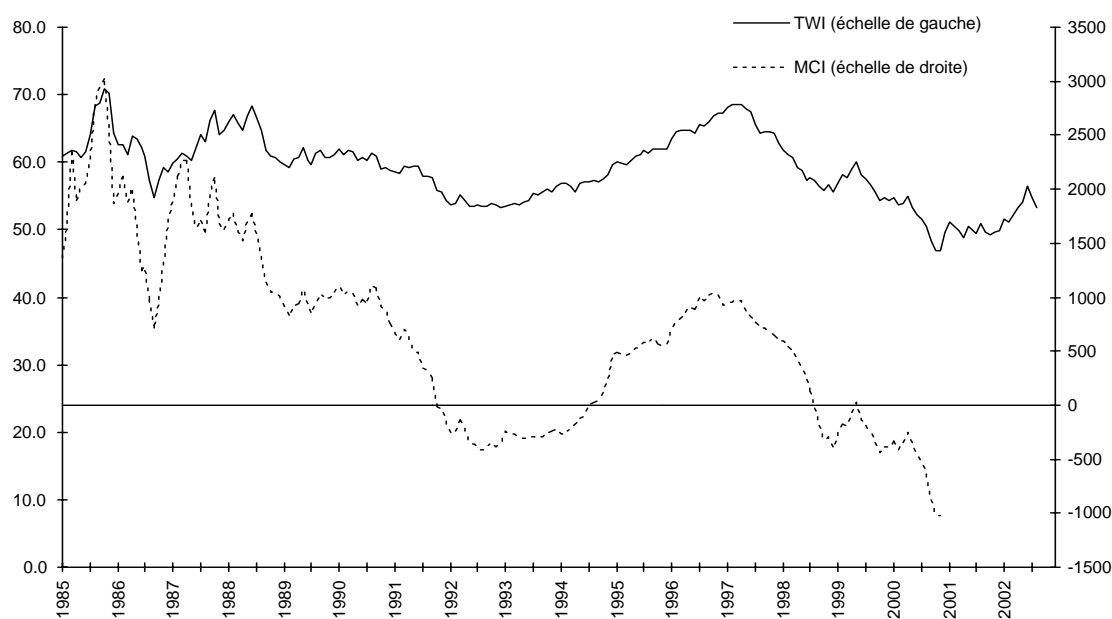
²⁸ La formule du TWI appliquée depuis 1999 est la suivante: $TWI = \{ \Pi [(Ce)/(Cb)]^\alpha \} \text{scale}$ avec: Ce = taux de change effectif (devise/NZD), Cb = taux de change de base, α = facteur de pondération de chaque devise en fonction du poids relatif dans le commerce international néo-zélandais. Le facteur "scale" sert à assurer la comparabilité avec l'ancienne formule. Les devises considérées sont: USD ($\alpha=0.3066$), EUR ($\alpha=0.2314$), JPY ($\alpha=0.2026$), AUD ($\alpha=0.1846$), GBP ($\alpha=0.0748$), cf. RBNZ Press Release du 21 décembre 1998: "Revisions to the RBNZ Trade-Weighted Exchange Rate Index".

Graphique 2-13 Taux d'intérêt à court et à long terme, 1985-2002
taux d'intérêt moyens en fin de période et Official Cash Rate,
données mensuelles



Source: RBNZ (série B2) et RBNZ (Monetary Policy Statement, août 2002) pour le taux OCR

Graphique 2-14 Taux de change et indicateur des conditions monétaires, 1985-2002
Traded-Weighted Index (TWI), base: juin 1979 = 100;
Monetary Condition Index (MCI), base: décembre 1996 = 1000;
données mensuelles



Sources: RBNZ (série B1 et B2)

1.4. Considérations finales

Quelles sont les conclusions de l'évaluation en termes d'efficacité?

(1) Le cadre institutionnel a été cohérent: d'une part il respecte les exigences exprimées par la théorie du biais inflationniste, et d'autre part sa réalisation a été réelle et conforme aux intentions. Cela se reflète dans l'évolution à la baisse des anticipations individuelles. Autrement dit, le cadre institutionnel est crédible, et les individus l'ont reconnu. Cependant, la baisse des anticipations a exigé du temps et n'est survenue qu'une fois réalisée la baisse de l'inflation. Cela contredit la théorie du biais inflationniste, selon laquelle l'indépendance constitue un apport net de crédibilité, de telle sorte que les anticipations diminuent dès l'adoption de l'indépendance elle-même. Autrement dit, la théorie retient la suite logique suivante: indépendance - réduction des anticipations - réduction de l'inflation, alors que les faits montrent l'existence d'une autre chaîne: indépendance - réduction de l'inflation - réduction des anticipations. La crédibilité n'est donc pas la cause principale du résultat obtenu.

(2) Les résultats en termes d'inflation sont surprenants et incontestés. Après l'introduction de l'indépendance, l'inflation n'a plus dépassé le taux de 5%, alors que dans la période précédente ce taux était toujours dépassé. Le résultat est remarquable et il se confirme dans la comparaison internationale: d'un pays à inflation élevée, la Nouvelle-Zélande devient un pays à faible inflation, bien inférieure à la moyenne des pays OCDE. Cependant, cette réduction ne signifie pas que l'inflation ait été réduite une fois pour toutes. L'apparition de nouvelles pressions inflationnistes au milieu des années 90 est là pour nous le rappeler. Cela signifie que les causes de l'inflation ne sont pas seulement une question de cadre institutionnel mais qu'elles sont liées à l'économie réelle, d'où la nécessité d'assurer dans le temps une politique monétaire de stabilité. Ce dernier argument peut justifier l'indépendance, et le cas de la Nouvelle-Zélande semble le renforcer.

(3) Depuis l'indépendance, la RBNZ n'a conduit une politique monétaire décidément restrictive que pendant la période 1995-98, c'est-à-dire lors des nouvelles pressions inflationnistes. En effet, au moment de l'introduction de l'indépendance (février 1990), l'inflation était déjà à la baisse, ce qui a permis à la RBNZ d'adopter assez rapidement (dès 1991) une politique monétaire plus expansive. Au contraire, la période 1985-90 a été marquée par une politique monétaire particulièrement restrictive, justifiée par le désir de réaliser la stabilité monétaire. Cela met en évidence le fait que l'indépendance a été adoptée après une période de désinflation. L'indépendance n'a été le début ni de la désinflation, ni d'une politique monétaire restrictive. Toutefois, par l'indépendance, l'objectif de la stabilité des prix a été assuré dans le temps, comme la rigueur monétaire de la période 1995-98 le confirme. L'indépendance apparaît ainsi comme une suite de la politique de stabilité menée depuis 1985. L'indépendance signe le désir de garder dans le temps cette politique, plus que le début de celle-ci.

(4) La réduction de l'inflation est survenue dans un contexte favorable. En particulier, le contexte désinflationniste international et les réformes structurelles visant à favoriser la concurrence (interne et externe) et à libéraliser les secteurs économiques ont exercé des pressions à la baisse sur les prix. De même, la faiblesse conjoncturelle du début des années 90 a influencé à la baisse l'inflation, ce qui peut même expliquer sa rapide réduction survenue depuis 1990 (cette baisse a été même plus rapide que les projections de la RBNZ). Enfin, la cohérence de la politique économique dans son ensemble, dont le but a été la stabilité macroéconomique, a contribué à ce résultat. Examinons-la dans la section suivante.

2. L'évaluation d'efficience: la politique budgétaire, la croissance et l'emploi

Par l'analyse d'efficience, on veut vérifier si les moyens mis en œuvre ont eu, au delà des résultats déjà considérés, des effets externes positifs ou négatifs. Une mesure, souhaitable par son efficacité, peut être critiquée en raison des coûts externes qu'elle peut comporter; alors qu'une mesure inefficace peut être jugée plus positivement si elle a entraîné des effets externes positifs. Le but consiste à déterminer les effets induits par l'indépendance et par la réduction de l'inflation qui y est associée. Dans un premier temps, on considère le rapport avec la politique budgétaire, et dans deuxième temps, on considère les résultats en termes de croissance et d'emploi. Si ces derniers éléments dépendent de la politique économique dans son ensemble, on cherchera tout de même à mettre en évidence le rôle de la politique monétaire.

2.1. Le rapport avec la politique budgétaire

La politique monétaire et la politique budgétaire, tout ayant des instruments et des objectifs différents, ne sont pas indépendantes, comme le reconnaît la RBNZ:

"In the long-term, inflation is a monetary phenomenon. However, the Bank has an important interest in fiscal policy because of a number of linkages between fiscal developments and monetary policy."
(MPS, août 1991, p. 28)

Ces liens concernent les influences réciproques entre politique monétaire et politique budgétaire, ainsi que les effets communs sur la situation économique, notamment sur la croissance et sur l'emploi. Après la présentation de l'évolution budgétaire, on considère le rôle de celle-ci dans le résultat obtenu en termes d'inflation, pour ensuite considérer, dans la perspective de l'analyse d'efficience, l'influence de la politique monétaire sur l'objectif budgétaire. Enfin, on terminera par des considérations sur la coordination de la politique économique, pour mieux comprendre le rôle joué par l'indépendance.

2.1.1. L'évolution budgétaire

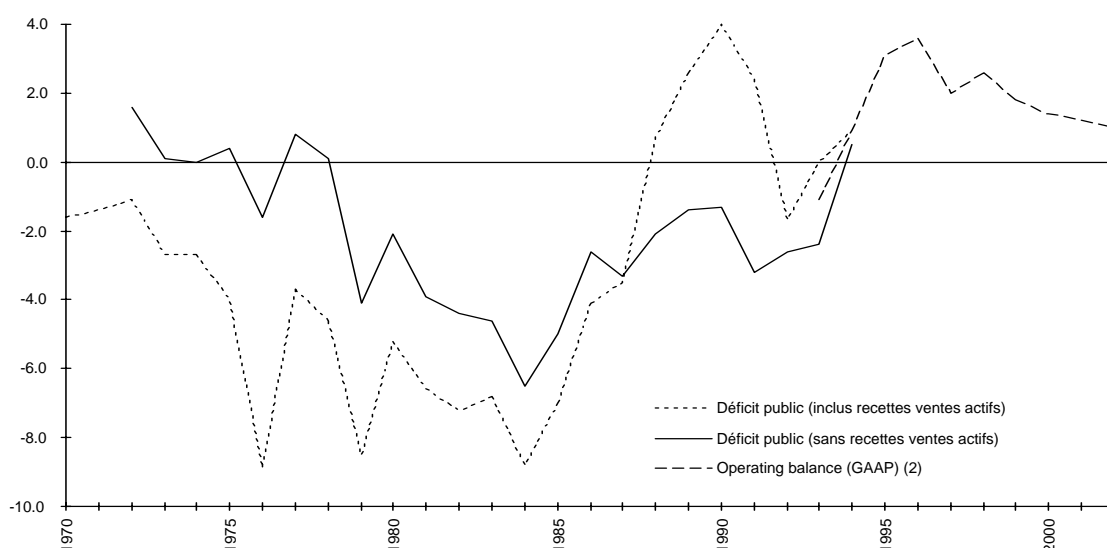
L'évolution budgétaire néo-zélandaise est marquée par une dégradation continue depuis le début des années 70 jusqu'en 1984 (cf. Graphique 2-15). Depuis 1984, la tendance est inverse: le déficit public se réduit, et on réalise même des excédents. C'est notamment le cas pendant la deuxième moitié des années 90, car pendant la première moitié, l'excédent résulte essentiellement des recettes relatives aux ventes de plusieurs activités publiques. Cette évolution se reflète dans celle de la dette publique qui après avoir augmenté fortement, s'oriente à la baisse pendant les années 90 (cf. Graphique 2-16). La dette publique est principalement interne: la dette externe brute, après une phase ascendante (1975-87), redescend au même rythme que la dette totale. En termes nets, la dette externe est depuis 1998 pratiquement nulle²⁹.

Les principaux facteurs qui ont permis de réaliser ce résultat sont les suivants:

(1) L'esprit des réformes n'a pas seulement concerné la politique monétaire, il a également réorienté la politique budgétaire vers un redressement. Si la dégradation budgétaire a été le résultat d'une politique expansionniste qui voulait soutenir la croissance et favoriser l'emploi à cause de la dégradation de la position internationale de la Nouvelle-Zélande (entrée du Royaume-Uni dans la CEE, difficulté du commerce international pour les produits agricoles, dégradation des termes de l'échange), le redressement démarre avec les réformes de 1984 dont le but était de retrouver la stabilité macroéconomique. Celle-ci devait passer par le côté monétaire comme par le côté budgétaire.

²⁹ D'après les données du New Zealand Debt Management Office.

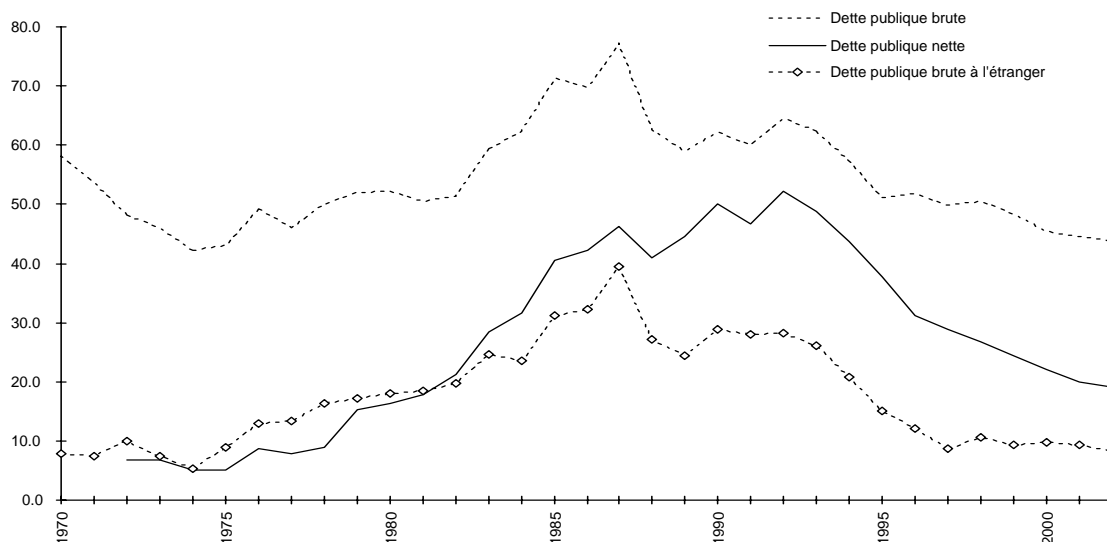
Graphique 2-15 Déficit public, 1970-2002
en % du PIB, période fiscale⁽¹⁾, données annuelles



Notes: (1) La période fiscale est avril-mars jusqu'en 1990, juillet-juin après 1990.
(2) Depuis 1993, le déficit public ("Operating balance") est déterminé d'après les principes comptables GAAP (General Accepted Accounting Practice).

Sources: période 1970-95, Dalziel & Lattimore (1996)
période 1995-2001, RBNZ (MPS, mars 2001 et mars 2002), la donnée de 2002 est une projection

Graphique 2-16 Dette publique, 1970-2002
en % du PIB, période fiscale, données annuelles



Note: Dette nette = dette brute - actifs financiers

Sources: période 1970-95: Dalziel & Lattimore (1996)
période 1996-2002: OCDE (Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2002)
dette publique brute à l'étranger: élaboration d'après NZDMO (Public Debt History of New Zealand)

Cela a amené en 1994, une fois le redressement budgétaire réalisé, à adopter le *Fiscal Responsibility Act*, dont les principes sont de: “ramener la dette publique à des niveaux prudents grâce à des excédents d’exploitation; maintenir la dette à ces niveaux en équilibrant le budget sur un cycle économique; enfin, faire en sorte que la position nette du secteur public soit suffisamment confortable pour amortir d’éventuelles évolutions défavorables.”³⁰ On peut considérer cette loi comme le pendant du *RBNZ Act* dans le domaine budgétaire, dans le sens qu’il introduit au niveau législatif l’objectif de stabilité et le principe de la transparence: on exige en effet la publication de plusieurs données, ainsi que la détermination des objectifs budgétaires à court et à long terme.

(2) Les actions ont suivi les intentions. En particulier, il y a eu une hausse des recettes fiscales, favorisée par l’introduction de la *Goods and Services Tax* (GST) en 1986 et de l’augmentation de son taux en 1989. D’un total de 11’914 millions de NZD en 1985, les recettes fiscales passent en 1990 à 26’198 millions de NZD, ce qui correspond à une hausse de presque 120%. Au contraire, les dépenses totales n’augmentent sur la même période que de 66% (passant de 15’319 en 1985 à 25’508 millions de NZD en 1990)³¹. Ces évolutions se reflètent aussi par rapport au PIB: les recettes fiscales passent de 31,8% du PIB (période 1980/81), à 36,7% (1988/89), à 39,4% (1990/91), alors que les dépenses (hors versement d’intérêt) passent de 33,0%, à 32,9% et à 35,0% sur les mêmes périodes. Ce n’est que dans un deuxième temps que les dépenses diminuent: 33,9% en 1991/92, et 33,7% en 1992/93, et 34,2% en 1993/94; suivie de la baisse des recettes: 37,7%, 35,9% et 35,9% (mêmes périodes)³².

(3) La vente d’actifs dans le cadre des privatisations des services publics (électricité, télécommunications, postes, transports aériens³³, secteur financier et bancaire,...) a apporté à l’État des sommes importantes utilisées principalement pour réduire la dette publique. Les recettes des privatisations sur l’ensemble de la période 1987-98 est estimé à 16,4 Mia. NZD³⁴, ce qui correspond à 38% de la dette brute (42,5 Mia. NZD) et à 65% de la dette nette en 1987 (25,4 Mia. NZD)³⁵.

2.1.2. Les effets de la politique budgétaire sur l’objectif monétaire

L’introduction de la GST en 1986 et le relèvement de son taux en 1989 (de 10% à 12,5%) ont provoqué une hausse des prix. D’après l’OCDE (1989 - p. 76), on estime que l’introduction de la GST a augmenté le CPI d’environ 7 points, influence notable. L’effet en 1989 a été beaucoup plus faible: environ 2 points (cf. supra Graphique 2-3). L’effet premier, qui dépend de la variation du taux de la GST, a été considérable (une bonne partie du taux étant reporté sur les prix), l’effet second a été plus réduit, voir nul: la hausse du CPI en raison de la GST ne perdure que pendant 12-18 mois. En raison de l’importance de l’effet premier, on a admis expressément dans différents PTA qu’en cas de variation du taux de la GST, la RBNZ n’est pas obligée de réaliser l’objectif fixé, exigeant ainsi la renégociation du PTA. Le but est d’éviter une politique monétaire trop restrictive, afin de rester dans les limites de l’objectif, face à un effet qui ne perdure pas dans le temps. Il s’agit de garder une certaine flexibilité dans le court terme, en assurant la stabilité monétaire dans le long terme. Plus que l’effet premier, il est indispensable qu’une variation de la GST, ou de toute autre impôt indirect, ne conduise pas à un effet second persistant. Comme on l’a vu, cela n’a pas été le cas: les effets étant résorbés assez rapidement.

Le financement du déficit public peut poser des contraintes à la politique monétaire. Du reste, cela a été le cas pendant les années 70-80. Au contraire, les années 90 marquent un retournement, et cela pour trois raisons: (a) la réduction du déficit public, à la suite de la politique de stabilisation menée depuis 1984; (b) la décision de ne plus financer le déficit par emprunts directs de la RBNZ mais par vente de titres auprès du public (*full funding*)³⁶; (c) l’acceptation de la part du gouvernement du taux d’intérêt de marché (non utilisation de la politique

³⁰ OCDE (1994 - p. 38).

³¹ OCDE (Études économiques de l’OCDE, Nouvelle-Zélande, 1994 - Tableau F - Dépenses et recettes de l’administration centrale).

³² OCDE (Études économiques de l’OCDE, Nouvelle-Zélande, 1994 - Tableau N - Le secteur public).

³³ Vers la fin de 2001, à la suite des graves difficultés de Air New Zealand provoquées aussi par la situation internationale, le gouvernement a annoncé l’intention de reprendre le contrôle de 83% du capital. Cette opération, dont le coût atteint 885 millions de NZD équivalent à 2.5% des recettes publiques, signe la première intervention étatique directe après la période des privatisations. Reste à savoir s’il s’agit aussi du début d’une nouvelle phase du rôle de l’État dans l’économie.

³⁴ OCDE (1999 - p. 64).

³⁵ New Zealand Debt Management Office (tableau: Public Debt History of New Zealand).

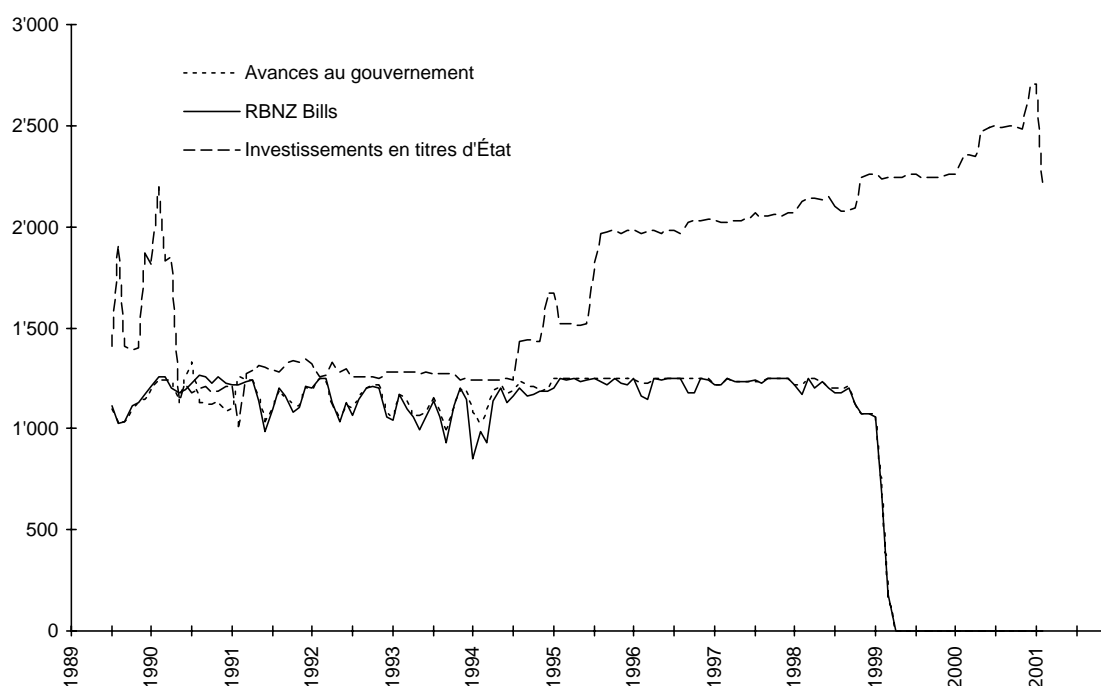
³⁶ d’après RBNZ (série statistique D2), les titres de la dette publique interne détenues par la RBNZ fluctuent autour de 10% du total.

budgétaire pour influencer ce taux). Le redressement monétaire en a bénéficié: au niveau de l'objectif monétaire mais aussi au niveau du taux d'intérêt.

Malgré l'indépendance, la RBNZ a continué à avancer des fonds au gouvernement, ce qui est d'ailleurs conforme au nouveau *RBNZ Act*. Le Graphique 2-17 illustre les positions du gouvernement qui se trouvent à l'actif et au passif du bilan de la RBNZ. Jusqu'au début de 1999, la RBNZ a réalisé des avances au gouvernement mais elles ont été entièrement couvertes par l'émission de *RBNZ Bills* (inscrits au passif et vendus aux instituts financiers). Cela en a assuré le financement. Autrement dit, il ne s'agit pas d'un financement par simple création de monnaie. On remarque l'augmentation des investissements en titres d'État par la RBNZ, notamment à partir de 1995. Ces actifs sont gardés par la RBNZ en tant qu'investissements de portefeuille et ils résultent des revenus réalisés par l'activité courante de la banque centrale³⁷. Ils ne sont pas des avances au gouvernement, de telle sorte qu'ils ne constituent pas une source directe d'inflation (ceci est également vrai pour les titres qui résultent des opérations d'open market, non retenus dans le graphique).

En conclusion, sur l'ensemble de la période, le redressement budgétaire et la modalité de financement du déficit public ont réduit les pressions sur les prix, même si cela a eu des conséquences temporaires, notamment à travers la GST.

Graphique 2-17 Avances au gouvernement et titres d'État auprès de la RBNZ, 1989-2001
en millions de NZD, données mensuelles



Sources: RBNZ (séries G1 et G2 publiées dans le RBNZ Bulletin, 1989-94; F1 et F2, dès 1994)

³⁷ RBNZ (Annual Report, 1999, p. 43).

2.1.3. Les effets de la politique monétaire sur l'objectif budgétaire

Si la politique budgétaire influence l'objectif monétaire, à l'inverse la politique monétaire influence la réalisation de l'objectif budgétaire. En particulier, les charges de la dette publique suivent l'évolution du taux d'intérêt et celui-ci est dépendant de la politique monétaire. On peut faire ici trois observations:

(1) Sur l'ensemble de la période 1990-2000, la réduction de l'inflation a favorisé la baisse nominale des taux d'intérêt sur les titres publics (cf. supra Graphique 2-10). Si pendant les années 80 les taux d'intérêt étaient à double chiffre, pendant les années '90 ils ont atteint des niveaux relativement bas. Comme on l'a vu auparavant, l'amélioration a été réalisée même par rapport aux autres pays. Cette amélioration se reflète dans les charges d'intérêts payés par le gouvernement, comme le Tableau 2-8 l'atteste: les intérêts en pourcentage des dépenses publiques n'ont fait que diminuer. Ce résultat est lié à la réduction de la dette elle-même. Mais le rapport entre intérêts et dette diminue également, bien que moins rapidement et malgré une période presque stable entre 1993 et 1997. Dans l'ensemble des années 90, la stabilité des prix, par la réduction des taux d'intérêt, a favorisé la réduction des charges financières liées à la dette publique.

(2) En admettant une dette moyenne de 35 Mia. NZD³⁸, une hausse de 1% du taux d'intérêt implique une charge supplémentaire de 0,35 Mia., ce qui correspond à environ 1,6% des dépenses totales (en admettant une moyenne de dépenses de 21 Mia.³⁹) et à environ 0,6% du PIB (en admettant une moyenne d'environ 60 Mia.⁴⁰). Toute hausse d'un point de pourcentage augmente donc d'environ 0,6 point le rapport entre déficit budgétaire et PIB. En considérant que l'excédent public en 1994 était égal à 0,9% du PIB, on voit l'importance d'une telle hausse. Si la politique monétaire des années 90, ne semble pas avoir eu des effets particulièrement négatifs (cf. Tableau 2-8), mais c'est aussi une période de baisse de la dette publique, la seconde moitié des années 80 apparaît plus difficile: le taux réel à long terme monte de 2,7% (1985) à 9,2% (1990) et le taux réel à court terme de 7,7% (1985) à 10,6% (1990)⁴¹. Pendant cette période, la dette publique n'a pas encore amorcée une véritable régression, et le budget public reste déficitaire. Les versements d'intérêts passent ainsi de 6,5% du PIB (1984/85) à 8,3% (1987/88)⁴²: une variation importante que la politique monétaire a probablement influencé, même si - comme le remarque Wells (1996 - p. 228) - la hausse du taux d'intérêt pendant cette période est aussi liée à la libéralisation financière.

(3) Le fait que la dette publique soit en bonne partie externe (en 1990 elle représente en termes bruts 40% de la dette publique brute totale)⁴³, implique l'influence du taux de change sur la capacité de remboursement. Pendant les dépréciations (1985, 1987-88, 1995-97) la charge devient plus lourde; alors que pendant les phases d'appréciation (1990-94), la charge devient plus légère. Les effets du taux de change sont de signe contraire aux effets du taux d'intérêt: pendant la politique monétaire restrictive, si le taux d'intérêt influence négativement les charges de la dette, le taux de change favorise son remboursement. De même, lors de la politique monétaire expansive, la baisse du taux d'intérêt réduit les charges, et la dépréciation du taux de change rend plus difficile le remboursement. Avec la réduction de la dette publique externe (en 1999, elle ne représente que 19% de la dette publique brute, et elle est même nulle en termes nets), l'effet du taux de change est destiné à se réduire.

En conclusion, le véritable apport de la politique monétaire en faveur de la politique budgétaire a été, à partir des années 90, la réduction du taux d'intérêt, de telle sorte à réduire les charges de la dette publique, libérant ainsi des ressources pour d'autres activités.

³⁸ Dette nette en 1994: 35'423 millions de NZD, d'après l'OCDE (1999, p. 134).

³⁹ Moyenne sur la période 1984-91: 20'975 millions de NZD, d'après les données annuelles reportés par l'OCDE (1993 - p. 161).

⁴⁰ Moyenne sur la période 1985-91: 59'115 millions de NZD, d'après les données annuelles reportés par l'OCDE (1993 - p. 157).

⁴¹ Taux à court terme d'après les effets à 90 jours, taux à long terme d'après les obligations du gouvernement à 10 ans, OCDE (Statistiques rétrospectives 1960-1994, 1996).

⁴² OCDE (1989 - p. 19).

⁴³ New Zealand Debt Management Office (Public Debt History of New Zealand).

Tableau 2-8 Charges d'intérêt de la dette publique, 1991-2000		
charges d'intérêt sur la dette interne en % des dépenses publiques totales et en % de la dette interne, période fiscale, données annuelles		
<i>Période fiscale</i>	<i>Charges d'intérêt en % des dépenses</i>	<i>Charges d'intérêt en % de la dette</i>
1991	12,12	13,86
1992	9,91	9,69
1993	9,23	8,87
1994	9,07	8,91
1995	8,75	9,06
1996	8,49	9,00
1997	8,12	9,16
1998	7,36	8,35
1999	6,93	7,77
2000	6,16	n.a.

Sources: Statistics New Zealand (Crown Account Analysis), pour les charges d'intérêt et les dépenses publiques totales
NZDMO (Public Debt History of New Zealand), pour la dette interne

2.1.4. L'indépendance monétaire et la coordination de la politique économique

Est-ce que le redressement budgétaire a été favorisé par l'indépendance? Pour la période 1984-90, il est évident que l'indépendance n'a pas joué un rôle actif dans le redressement budgétaire, car elle n'était pas encore établie. Pendant cette période la politique monétaire et les finances publiques étaient dans les mains du gouvernement: s'il y a eu une réduction du déficit public, c'est en raison de l'existence d'une volonté politique visant la stabilité. De même, si la politique monétaire a été un facteur perturbateur, c'est une question de cohérence interne au niveau de la politique économique définie par le gouvernement lui-même.

Depuis 1990, avec l'événement de l'indépendance, la question se pose différemment. C'est aussi la période de l'arrivée au pouvoir du *National Party*, dont les intentions politiques pouvaient être différentes de celles du *Labour Party* qui avait démarré les réformes. C'est aussi à ce moment qu'il y a une certaine dégradation budgétaire. Malgré les difficultés à rééquilibrer les comptes, notamment à la suite de la réduction des recettes, et la négociation d'un nouveau PTA en 1990 (repoussant l'échéance de l'objectif 0-2% d'un an), le *National Party* n'a pas renié l'objectif de la stabilité budgétaire. Qu'il s'agisse d'une volonté politique ou de la force imprimée par l'indépendance, il est difficile de le dire, même si l'absence de conflits majeurs entre gouvernement et RBNZ, ainsi que l'engagement vers la réalisation de l'équilibre budgétaire font pencher la balance vers l'existence d'une volonté politique en faveur de la stabilité. Cependant, s'il y a eu un rôle, cela est probablement dû plus au fait que le ministre des finances doive signer le PTA qu'à l'indépendance elle-même: c'est par le PTA que le ministre des finances s'engage lui aussi à stabiliser les prix. En effet, cette signature n'est pas sans conséquence.

"To me, this is a good illustration of the benefit of having the precise specification of the objective of monetary policy a matter for formal and public agreement between Government and Bank. The Government makes a public commitment to the agreed inflation objective. It implicitly accepts that, if its fiscal policy increase inflationary pressures, the Bank will need to tighten monetary policy to ensure that the agreed objective is met. The Bank is protected from political pressure to ease monetary policy as long as the inflation rate is, and looks likely to remain, above the bottom of the inflation target range."
(Brash, 1999 - p. 42)

La double signature du PTA du côté du gouverneur et du ministre des finances, réduit l'interprétation du rapport entre politique monétaire et politique budgétaire au sens d'une domination de la première sur la deuxième. Le PTA n'est pas une imposition du gouverneur au ministre des finances, de la même façon qu'il n'est pas une décision du ministre des finances à lui seul. Il s'agit d'un accord réciproquement accepté. Le ministre des finances doit en conséquence assumer les conséquences que la signature du PTA comporte pour la réalisation de la politique budgétaire. De l'autre côté, la signature du gouverneur assure que la politique monétaire n'est pas déterminée par les simples exigences de la politique budgétaire. Cette situation s'écarte de l'idée que l'indépendance permet d'instaurer une domination de la politique monétaire sur la politique budgétaire, de telle sorte que la rigueur de la première se transmet à la deuxième. Du reste, l'introduction en 1994, par le *National Party*, du *Fiscal Responsibility Act*, dont l'objectif est d'assurer dans le temps l'équilibre budgétaire et de garder une dette publique soutenable, semble confirmer l'interprétation précédente, c'est-à-dire la reconnaissance explicite des avantages d'une politique macroéconomique stable.

Par la signature du PTA, le ministre des finances reconnaît d'une part, l'objectif de la stabilité monétaire et d'autre part il doit assumer les conséquences de cette décision en termes de politique budgétaire. Ainsi, le préengagement en faveur de la stabilité des prix est soutenu à la fois par la banque centrale et par le gouvernement: le biais inflationniste serait alors évité du côté monétaire comme du côté budgétaire. Cependant, cela a aussi des conséquences en termes de policy-mix car un dérapage budgétaire aurait comme conséquences une politique monétaire plus restrictive, avec des conséquences négatives sur la croissance et sur l'emploi. Si cela peut contribuer à contenir un éventuel déficit budgétaire, ce même résultat réduit les possibles effets négatifs de la politique monétaire.

2.2. Les résultats en termes de croissance économique

La politique monétaire n'est pas disjointe de la politique budgétaire: ces politiques forment les deux volets de la politique macroéconomique qui est censée avoir des influences sur la croissance économique et sur le niveau de l'emploi. Malgré l'idée de la neutralité monétaire, il est largement admis, dans le monde académique et chez les banquiers centraux, que sur le court terme la politique monétaire comporte des effets réels. Il est alors nécessaire de considérer ces effets. On poursuit l'analyse d'efficience, dont la difficulté majeure résulte de l'interférence de plusieurs facteurs.

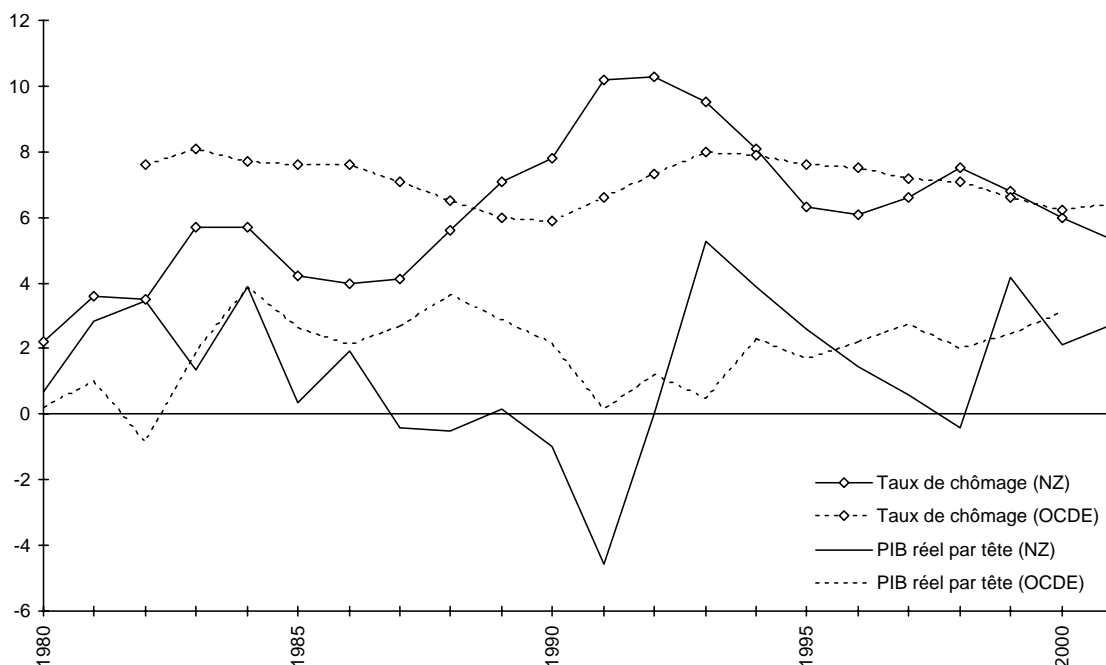
2.2.1. Croissance et emploi

La période 1985-91 est marquée en Nouvelle-Zélande par un net ralentissement de la croissance du PIB par tête (cf. Graphique 2-18). On assiste même en 1987, 1988, 1990 et 1991 à une décroissance. Le résultat est ainsi bien inférieur à celui des années 1980-84. Par ailleurs, 1985 signe aussi le passage d'un taux de croissance néo-zélandais supérieur ou égal au taux moyen de l'OCDE, à un taux nettement inférieur. La dégradation se confirme en termes d'emploi. À partir de 1985, le taux de chômage néo-zélandais ne fait qu'augmenter, dépassant en 1989 le taux moyen de l'OCDE. Le chômage atteint ainsi un taux que la Nouvelle-Zélande n'avait jamais connu pendant la deuxième moitié du XX^e siècle⁴⁴. Il s'agit d'un fait non négligeable.

La période 1992-98 semble indiquer un cycle économique complet. Après une forte reprise dans laquelle le taux de croissance du PIB par tête néo-zélandais dépasse le taux moyen de l'OCDE et le taux de chômage s'oriente à la baisse retrouvant un niveau inférieur à la moyenne OCDE, on retrouve en 1997-98 une nouvelle dégradation. Celle-ci est nettement inférieure à la précédente, en termes de durée comme en termes de niveau relatif. L'année 1998 est marquée par une récession, la première après celle de 1990-91, qui est rapidement surmontée.

⁴⁴ Dalziel & Lattimore (1996 - p. 17).

Graphique 2-18 Taux de croissance et taux de chômage, 1980-2001
 PIB par tête, variation annuelle en %; taux de chômage, définitions courantes;
 données annuelles



Sources: OCDE (*Comptes nationaux des pays de l'OCDE, volume 1, 2001*), pour le PIB par tête
 OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 2000*), OCDE (*Statistiques de la population active, 2001*) et OCDE (*Principaux indicateurs économiques, juillet 2002*), pour le taux de chômage

Que peut-on retenir de ces évolutions?

(1) L'adoption de l'indépendance en 1990, ne semble pas avoir changé négativement la situation. En effet, malgré les résultats très négatifs de 1990 et 1991, ceux-ci ne sont qu'une continuation de la tendance à la baisse démarrée en 1985. Il y a donc aggravation, mais pas changement d'orientation. En plus, la forte reprise depuis 1992 indique que l'indépendance n'est pas nécessairement liée à une croissance faible ou à une hausse tendancielle du chômage. À la seule exception du début de la période et de l'année 1998, la décennie 1990-2000 a été favorable à la croissance, avec une volatilité certes plus grande qu'auparavant. Comme le signalent Brook & Collins & Smith (1998 - p. 270), la croissance entre 1992 et 1997 a été la plus longue et la plus soutenue depuis les années 70. De même, si les années 80 sont marquées par un chômage à la hausse, pendant les années 90 le chômage se stabilise et la tendance est même à la baisse. On ne peut donc pas conclure que l'indépendance en tant que telle a eu un effet négatif sur la croissance et sur l'emploi. Au contraire, sur l'ensemble de la période, les résultats sont assez positifs.

(2) Cependant, pendant des périodes plus courtes, la politique monétaire n'a pas été sans conséquence. Il est frappant de constater que les périodes désinflationnistes (1985-91, 1995-98) correspondent à une dégradation du PIB par tête et à une hausse du chômage. De même que les périodes de stabilité des prix (1992-94 et 1999) coïncident avec des périodes positives pour la croissance et l'emploi. Reste à connaître le rôle directement imputable à la politique monétaire et à l'indépendance. Cette évaluation n'est malheureusement pas simple, car d'autres facteurs interviennent. Premièrement, on peut mentionner le changement des rapports entre la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni. Celui-ci devient en 1973 membre de la Communauté Européenne, d'où une relation moins privilégiée avec la Nouvelle-Zélande qui était jusque là très dépendante du commerce avec l'ancienne

métropole. L'économie néo-zélandaise a dû trouver une autre orientation, ce qui explique l'augmentation des liens avec les pays géographiquement plus proches (Australie, zone asiatique) et la restructuration des exportations (réduction relative des produits agricoles et orientation vers les biens manufacturés et les services). Ce processus de restructuration a exigé du temps, et il n'a pas été sans coût notamment pendant les années 80. Deuxièmement, des chocs externes tels la crise asiatique des années 1997-98 et la sécheresse due à El Niño, ont largement contribué à la récession de 1998. La même observation est valable pour le contexte international défavorable au début des années '90 et la forte immigration⁴⁵ pendant la période 1994-97 qui a soutenu la demande interne tout en favorisant la hausse des prix immobiliers. Troisièmement, les réformes structurelles démarrées en 1984, fondées sur une très forte libéralisation interne et externe et sur la privatisation de plusieurs activités publiques ont aussi joué un rôle. À titre d'exemple, l'emploi dans les CoalCopr, Electricicorp, Forestrycorp, New Zealand Post, Railways et Telecom (toutes sociétés sujettes à des réformes de privatisation et de réorganisation) est passé de 66'000 collaborateurs en 1987 à 24'000 en 1994, soit une diminution de 64%⁴⁶. Sur la même période le chômage a augmenté de 94'000 unités. L'emploi total dans le secteur public est passé de 334'300 personnes en 1989 à 277'100 en 1997⁴⁷, soit une diminution de 17%. La réduction de l'emploi public a touché aussi la RBNZ: en 1988, les collaborateurs étaient au nombre de 570, alors qu'en 1994, ils n'étaient plus que 300, c'est-à-dire 47% de moins⁴⁸. Quatrièmement, la politique budgétaire a été très restrictive durant les années 1984-90 et dans une moindre mesure en 1994-96. C'est-à-dire, pendant la dégradation du PIB et l'expansion du chômage, alors qu'elle a été plus expansive sur 1991-94 et depuis 1997, favorisant ainsi la reprise économique. Ces deux dernières remarques posent tout de même la question de la coordination des politiques économiques. En effet, entre 1985 et 1990, on assiste à une série de réformes, et à une politique monétaire et budgétaire restrictives. L'effet cumulé d'un tel choix, n'est pas particulièrement favorable à la croissance, d'où les résultats obtenus.

(3) Malgré les éléments qu'on vient de citer, la politique monétaire restrictive, mais nécessaire afin de réduire l'inflation, a joué un rôle négatif sur la croissance et l'emploi pendant la période 1985-91.

"I know of no cases internationally where inflation has been reduced from a relatively high level to a very low level without some temporary adverse impact on employment and output, and New Zealand's experience was no different."
(Brash, 1999 - p. 42)

Pour cette raison, plusieurs études ont cherché à déterminer le ratio de sacrifice. Ce ratio indique la perte en termes de croissance (écart entre croissance effective et croissance potentielle) pour toute réduction du taux d'inflation d'un point (cf. supra, première partie, chapitre 2.4.2). Un ratio égal à 2 signifie que la baisse d'un point du taux d'inflation a comporté une baisse de deux points dans la croissance, par rapport à son potentiel. Plus cet indice est élevé, plus le coût de la désinflation est grand. Le Tableau 2-9 résume les principaux résultats concernant la Nouvelle-Zélande. Les données de Ball (1994) n'indiquent pas une dégradation du ratio. Cependant, d'après Bernanke & Laubach & Mishkin & Posen (1999 - p. 258), si le ratio de la Nouvelle-Zélande pendant la période 1986-92 a été inférieur à celui d'autres pays (Canada, 1990-93: 3,04, États-Unis, 1990-94: 3,77), il est tout de même plus élevé par rapport à des pays qui n'ont pas adopté l'indépendance (Australie, 1989-93: 1,87, Suède, 1990-93: 0,53). Il ne semble pas que l'indépendance, qui d'ailleurs n'est intervenue qu'après le démarrage de la réduction de l'inflation, ait notablement réduit le coût de la désinflation.

Debelle & Fischer (1994 - p. 205) confirment ce résultat, en considérant plusieurs pays qui ont adopté l'indépendance: plus d'indépendance n'amène pas inévitablement à un ratio de sacrifice plus faible. Malheureusement, la simple analyse en termes de ratio de sacrifice comporte des inconvénients qui réduisent la portée de ces conclusions⁴⁹.

⁴⁵ Celle-ci résulta d'une politique plus ouverte, mais aussi en raison de l'incertitude liée au passage de Hong Kong à la Chine.

⁴⁶ Chapple & Harris & Silverstone (1996 - p. 156).

⁴⁷ OCDE (1999 - p. 134).

⁴⁸ Brash (1994b - p. 232).

⁴⁹ Mayes & Chapple (1994).

Tableau 2-9 Ratio de sacrifice en Nouvelle-Zélande		
	<i>période</i>	<i>ratio de sacrifice</i>
Ball (1994)	1971-72	0,5396
	1975-78	1,2897
	1980-83	0,1752
	1986-88	0,1018
Debelle (1996)	1980-83	0,3
	1985-93	1,2
	1989-93	2,6
Hall (1996)	1980-84	0,45
	1986-92	7,67
Bernanke & autres (1999)	désinfl. préc.	0,98
	1986-92	2,05
Sources: Ball (1994 - p. 169), Debelle (1996 - p. 73), Hall (1996 - p. 53), Bernanke & Laubach & Mishkin & Posen (1999 - p. 258)		

Premièrement, ce ratio ne considère pas le gain en termes de croissance qui surgit une fois que la stabilité monétaire a été réalisée. Cela est particulièrement important pour la Nouvelle-Zélande, étant donné la forte croissance depuis 1992, qu'on a d'ailleurs parfois interprétée comme une conséquence de la réalisation de la stabilité monétaire. Deuxièmement, la réduction de l'inflation n'est pas la seule cause d'une réduction de la croissance, et il y a aussi l'effet inverse qui part de la croissance et influence le niveau des prix. L'interprétation du ratio en tant que coût désinflationniste apparaît ainsi trop naïve. Enfin, la méthode de calcul choisie peut conduire à des résultats assez différents. En particulier, la difficulté de déterminer le chemin potentiel de la croissance et les différentes solutions statistiques qu'on peut adopter, notamment pour déterminer les points de retournement ou pour définir les périodes de référence, peuvent modifier largement le résultat.

Si les périodes désinflationnistes semblent coïncider, avant comme après l'indépendance, avec une réduction de la croissance, reste encore à déterminer l'existence d'une relation causale. En plus, il faut différencier entre le rôle de la politique monétaire et celui de l'indépendance.

2.2.2. Le rôle des anticipations et des rigidités

D'après la formule de Lucas (cf. supra, chapitre premier), une réduction du taux d'inflation par une politique qui n'est pas crédible, comporte la hausse du taux de chômage. En fonction du degré de crédibilité, il convient d'adopter une politique désinflationniste plus ou moins rapide: si la crédibilité est établie, mieux vaut une désinflation rapide (on évite les coûts de l'inflation, sans réduire l'emploi), mais si la crédibilité est incertaine, alors il est préférable de conduire une désinflation plus modérée. Il faudrait acquérir de la crédibilité, avant de réduire l'inflation.

Cependant, il est possible que l'ajustement des anticipations ne puisse pas se transmettre immédiatement aux salaires: les rigidités sur le marché du travail peuvent impliquer, lors d'une baisse du taux d'inflation, une hausse du coût de production réel. La rigidité salariale à la baisse peut conduire alors à une perte d'emploi, malgré la réduction des anticipations individuelles. Dans une telle situation, une politique désinflationniste rapide aura des conséquences sur l'emploi plus négatives qu'une politique graduelle. C'est le débat entre les approches "douche froide" et "gradualiste". La première serait plus adaptée en cas de flexibilité et la deuxième en cas de rigidité.

Le cas néo-zélandais comporte une désinflation sans indépendance (1985-90), et deux désinflations avec indépendance (1990-91 et 1995-99). La comparaison entre ces différentes périodes est particulièrement

intéressante. Reprenons les résultats précédents (cf. Graphique 2-18). La période 1985-90 correspond à une situation de hausse du chômage et de baisse de la croissance. Cette tendance continue pendant la période 1990-91. Enfin, la troisième désinflation (1995-99) se caractérise par une lente reprise du chômage et une baisse relative de la croissance.

Quelle explication peut-on donner en termes d'anticipations?

Si l'indépendance est source de crédibilité, alors il a été erroné de démarrer la politique désinflationniste avant l'adoption de celle-ci. Cela aurait pu, dans la logique de la "douche froide", réduire la hausse du chômage et rendre la période 1985-90 moins négative. Cependant, les faits semblent plus complexes. Tout d'abord, la période 1990-91 poursuit, même en aggravant, l'évolution précédente, signe que l'indépendance n'a pas réduit immédiatement le coût d'un processus désinflationniste. Par ailleurs, comme on l'a vu, les anticipations inflationnistes ne se sont pas réduites rapidement. Il s'ensuit que si la réduction de l'inflation est une condition préalable pour acquérir de la crédibilité, comme l'évolution adaptative des anticipations semblent l'indiquer, alors on ne peut pas échapper à une hausse du chômage pour réduire un biais inflationniste, tout en respectant la formule de Lucas. Dans ce cas, on comprend le choix néo-zélandais de réduire rapidement l'inflation, avant même d'adopter l'indépendance. On n'aurait en tout cas pas eu des avantages en termes de croissance.

Le coût de la période 1995-99 a été plus modéré: les bienfaits d'une politique crédible pourraient alors apparaître à ce moment. L'écart moins accentué entre le taux d'inflation effectif et le taux anticipé permet de soutenir cette interprétation. Cependant, cette désinflation a été beaucoup moins importante tant en termes d'ampleur de la réduction qu'en termes de vitesse (cf. Tableau 2-10). Comment alors attribuer à la crédibilité le faible coût de la désinflation, celle-ci étant moins importante, moins rapide et d'une durée relativement plus courte? Reste l'action vigilante qui, grâce à l'indépendance, aurait empêché une dérive inflationniste, coûteuse ensuite à redresser.

Est-ce que les salaires ont été rigides?

Différents auteurs⁵⁰ admettent que la rigidité sur le marché du travail en Nouvelle-Zélande a eu un rôle important dans les coûts de cette désinflation. Effectivement, il est possible que la croissance salariale ait contribué à aggraver le coût de la désinflation: d'après Brook & Collins & Smith (1998 - p. 278), les salaires réels ont presque constamment augmenté entre 1987 et 1991. De plus cette augmentation, à la seule exception de 1989, a été plus élevée que celle de la productivité du travail, d'où une augmentation du coût unitaire du travail. Encore une fois, on doit nuancer la question.

Premièrement, d'après les données de l'OCDE⁵¹, la tendance est plutôt à une limitation de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre après une période de forte augmentation (1985-88). Ainsi en 1991, la croissance annuelle atteint 0,8%, contre le 2,6% de 1989 et le 18,5% de 1986. De même, d'après les données de Dalziel & Lattimore (1996 - p. 122), les salaires réels augmentent plus vite que la productivité du travail en 1986, 1988 et 1991, mais entre 1987, 1989 et 1990 la croissance salariale est inférieure à celle de la productivité. Globalement, la productivité du travail a augmenté de 1,8%, face à une réduction de 0,3% des salaires réels, durant les années 1985-90 de même que pendant les années 1990-95⁵². On admet d'ailleurs, que la croissance de la productivité a permis de contenir l'inflation, facilitant la tâche à la RBNZ.

D'après l'OCDE (1999 - p. 115), le taux moyen de croissance de la productivité du travail est passé de 2,2% entre 1980-90 à 0,8% entre 1990-98⁵³. Ainsi, la croissance salariale, prise à elle seule, n'est pas suffisante pour identifier un éventuel effet négatif ou positif sur la croissance économique. La prise en compte de la productivité du travail comporte le dépassement des simples questions d'anticipations et de rigidité.

⁵⁰ Mayes & Chapple (1994 - p. 18), Hall (1996 - p. 59).

⁵¹ OCDE (Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 2000).

⁵² Élaboration personnelle des données de Dalziel & Lattimore (1996 - p. 122).

⁵³ Maloney & Savage (1996 - p. 207) confirment la faible progression de la productivité du travail dans la première moitié des années 90, de même le *Monetary Policy Statement* (août 2000, p. 34) montre une faible progression pendant la deuxième moitié des années 90. Les taux sont souvent très inférieurs à 2%.

Deuxièmement, sur l'ensemble de la période, on ne peut pas conclure à une forte rigidité des salaires. Comme on l'a vu (cf. supra Graphique 2-11), les salaires ont suivi assez de près l'évolution des prix. Par ailleurs, la croissance pendant l'ensemble des années 90, n'a pas été si négative.

Troisièmement, s'il y a eu rigidité, alors la question ne concerne pas directement la politique monétaire. Il s'agit en effet d'une question de coordination. Le marché du travail a été décentralisé et rendu flexible en 1991 avec l'*Employment Contract Act*. On peut se demander s'il fallait démarrer la politique désinflationniste avant cette réforme ou s'il fallait rendre flexible le marché du travail avant de mettre en place la politique désinflationniste. Une fois ce choix effectué, on ne peut pas attribuer à la politique monétaire et à sa crédibilité, les coûts d'une éventuelle rigidité sur le marché du travail.

Tableau 2-10 Ampleur, durée et vitesse des désinflations, 1985-1999

<i>période de la désinflation^(a)</i>	<i>taux d'inflation</i>	<i>ampleur réduction</i>	<i>durée en trimestres</i>	<i>vitesse^(b)</i>
1985, 2 ^o trimestre	16,6%			
1986, 2 ^o trimestre	10,4%	6,2	4	1,55
1986, 4 ^o trimestre	13,0%			
1989, 1 ^o trimestre	4,0%	9,0	9	1,00
1989, 3 ^o trimestre	5,7%			
1990, 1 ^o trimestre	5,5%	0,2	2	0,10
1990, 2 ^o trimestre	5,7%			
1992, 1 ^o trimestre	0,8%	4,9	7	0,70
1995, 2 ^o trimestre	4,6%			
1996, 2 ^o trimestre	2,0%	2,6	4	0,65
1996, 4 ^o trimestre	2,6%			
1997, 4 ^o trimestre	0,8%	1,8	4	0,45
1998, 3 ^o trimestre	1,8%			
1999, 3 ^o trimestre	-0,5%	2,3	4	0,58

Notes: (a) Les critères pour la définition des périodes sont les suivants. La période de départ correspond au trimestre pour lequel le taux d'inflation est supérieur aux taux du trimestre précédant et au taux du trimestre successif. La période finale est celle dont le taux d'inflation est inférieur au taux du trimestre précédent et au taux du trimestre successif. On n'a retenu que les périodes de désinflation les plus importantes.

(b) La vitesse a été calculée d'après la formule suivante:

$$\text{vitesse} = (\text{taux d'inflation de départ} - \text{taux d'inflation d'arrivée}) / (\text{durée en trimestres}).$$

Source: élaboration, d'après RBNZ (CPI trimestriel, hors GST)

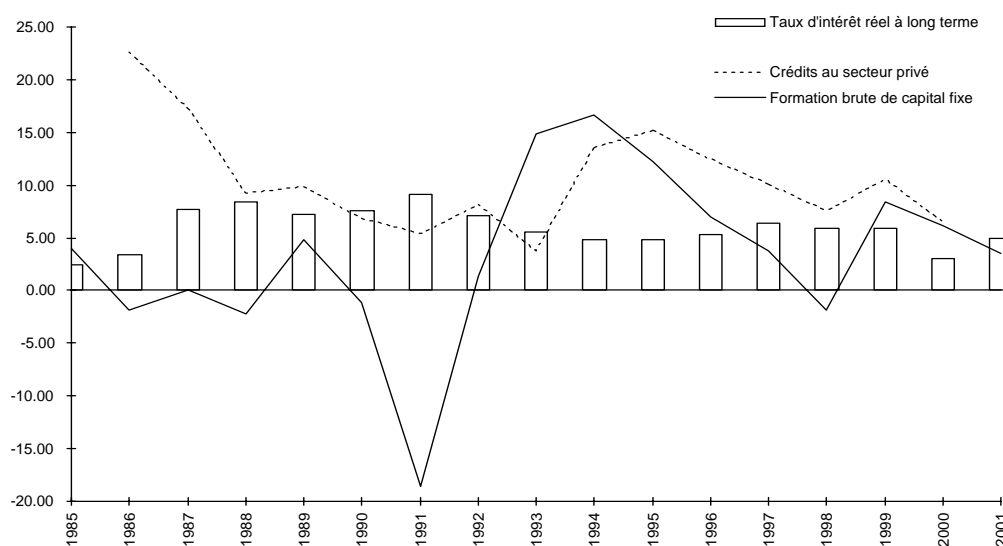
2.2.3. Les conséquences de la politique monétaire

Si la réduction de l'inflation a eu des conséquences sur la croissance et l'emploi, et si on veut rechercher une éventuelle responsabilité de la politique monétaire, on doit prendre en considération directement les instruments monétaires et leurs effets. La politique monétaire se réalise par des actions qui, à travers différents canaux, touchent l'économie réelle. La crédibilité n'est pas le seul déterminant des effets d'une politique monétaire.

A) Taux d'intérêt, investissements et crédits

En général, on admet qu'une hausse des taux d'intérêt à la suite d'une politique monétaire restrictive, comporte des effets négatifs sur le niveau des investissements et des crédits (cf. infra, chapitre V). Cependant, les décisions d'investissement sont influencées plus directement par le taux d'intérêt réel à long terme. Ce taux indique le coût du financement et il est confronté au rendement prévu de l'investissement. Le Graphique 2-19 illustre l'évolution du taux réel et de la croissance des investissements. Les périodes 1987-92 et 1996-99 dans lesquelles le taux d'intérêt dépasse 5%, sont aussi les périodes de faible investissement. La chute brutale des investissements en 1991, survient lors d'une tendance à la hausse du taux d'intérêt. En 1992, les investissements reprennent, malgré un taux d'intérêt encore élevé, mais celui-ci s'oriente déjà à la baisse. Au contraire, la période 1993-95, marquée par un taux d'intérêt réel inférieur à 5%, est aussi une période de fort investissement. Cependant, malgré un taux réel faible pendant 1985-86, les investissements ne sont pas à la hausse, signe que la relation n'est pas toujours valable. La croissance des crédits au secteur privé suit assez bien, malgré un certain retard et une variabilité moins prononcée, l'évolution des investissements.

Graphique 2-19 Taux d'intérêt, investissements et crédits, 1985-2001
taux d'intérêt réel à long terme, taux annuel
formation brute de capital fixe en volume et crédits au secteur privé, variation annuelle en %, données annuelles



Sources: taux d'intérêt à long terme: OCDE (*Perspectives économiques*, décembre 2000), déflaté du CPI (hors GST); formation brute de capital fixe: OCDE (*Perspectives économiques*, décembre 2000); crédit au secteur privé (private sector credit): RBNZ (1986-88: série A1, 1989-2001: série C2). Les données de 2000 et 2001 sont des estimations.

Le rapport avec la politique monétaire semble exister. Les périodes de politique monétaire restrictive (1987-1990, 1995-1998), sont aussi marquées par des taux d'intérêt réels élevés et une croissance des investissements faibles, parfois même négative. Il est ainsi frappant de remarquer qu'en 1991, la chute des investissements correspond au taux d'intérêt réel le plus élevé constaté sur l'ensemble de la période, combinaison d'un taux nominal qui ne s'oriente pas rapidement à la baisse, avec une inflation qui décroît fortement (cf. supra Graphique 2-10). De même, les périodes dans lesquelles la politique monétaire devient plus expansive (1992-94), correspondent aussi aux périodes de baisse du taux réel et de reprise des investissements. En 1994, quand la croissance des investissements atteint son sommet, le taux d'intérêt réel n'a jamais été aussi bas depuis 1987.

Les effets de la politique monétaire ne sont tout de même pas mécaniques. La privatisation et la libéralisation des années 80 ont probablement soutenu les investissements, afin de réaliser les restructurations et les rationalisations. On admet aussi que la réforme économique (suppression des aides, des subventions, des limites au commerce international) aurait permis au système des prix de refléter mieux la rentabilité de chaque investissement, d'où une réorientation vers les activités les plus rentables. Avec la fin des grands projets (*Think Big*) vers 1985-86 et par la volonté d'atteindre l'équilibre budgétaire, l'État a réduit fortement ses investissements (moyenne de variation annuelle pendant 1984-93: -3,4%)⁵⁴, laissant cette tâche au secteur privé. Inversement, la libéralisation des mouvements de capitaux a permis une plus forte entrée de capitaux étrangers, notamment pendant la phase d'expansion.

B) Taux de change, exportations et balance des transactions courantes

Le degré d'ouverture⁵⁵ de l'économie néo-zélandaise passe de 47,7% du PIB (1980-89) à 62,6% (1990-99), grâce aussi aux réformes économiques démarrées en 1984 visant l'ouverture du commerce extérieur. En effet, la réduction des droits de douane, la suppression des quotas et des droits à l'importations ont favorisé la croissance des importations qui de 2,8% (1970-83 et 1984-91) est passée à 8,5% (1992-97). De même, la croissance des exportations est passée de 3,9% (1970-83) et de 4,1% (1984-91) à 5,1% (1992-97)⁵⁶. Le degré d'ouverture relativement élevé par rapport au 36,3% de l'Australie, s'explique par la faible taille de la Nouvelle-Zélande. Si l'isolement géographique constitue une difficulté au commerce international, en élevant le coût du transport, la faible dimension démographique (3,85 millions en 2001)⁵⁷ tend à le soutenir. Ainsi, on importe par l'impossibilité de tout produire et on exporte en raison de la dimension étroite du marché interne. La structure des exportations et des importations par produits est assez particulière (cf. Graphique 2-20). Les produits agricoles (lait et produits dérivés, viande et poissons, fruits mais également la laine) représentent une part très importante des exportations. La richesse et l'étendue du sol ainsi que la variété du climat donnent à la Nouvelle-Zélande un véritable avantage comparatif dans ce secteur. Dans le passé, ce secteur était encore plus important. En 1950, la laine, la viande et les produits laitiers représentent 88% des exportations⁵⁸ alors qu'en 2001 ils n'atteignent que 26%⁵⁹. Le développement de produits manufacturés (machines mécaniques et électriques, produits en aluminium, produits textiles, produits en bois et produits chimiques) et de services (principalement dans le secteur touristique) a permis de réduire le risque d'une concentration sur un seul secteur d'exportation.

La Nouvelle-Zélande a également diversifié les pays. Si, en 1950, la Grande-Bretagne absorbe 65% des exportations néo-zélandaises, en 1998 ce chiffre n'est plus que de 6%. D'autres pays se substituent à la Grande-Bretagne: Australie (3% en 1950 et 21% en 1998), États-Unis (10% et 13%), Asie hors Japon (pratiquement absente en 1950 et 19% en 1998) et Japon (de 1% en 1950 à 13% en 1998)⁶⁰.

⁵⁴ OCDE (1994 - p. 156).

⁵⁵ Exportations plus importations rapportées au PIB, d'après l'OCDE (2000 - p.72).

⁵⁶ OCDE (1999 - p. 21).

⁵⁷ OCDE (2002).

⁵⁸ Conway & Orr (2000 - p. 6).

⁵⁹ Statistics New Zealand (Export - Summary Data).

⁶⁰ Conway & Orr (2000 - p. 6).

Du côté des importations, les produits manufacturés détiennent encore un poids très élevé qui s'explique principalement par la difficulté d'un petit pays à produire l'ensemble de biens dont une économie a besoin. En 2001, les machines mécaniques et électriques ainsi que les véhicules et le matériel de transport représentent 26% des importations totales. Les combustibles représentent également une part importante (8%). Cela dénote une certaine dépendance énergétique qui rend la Nouvelle-Zélande particulièrement sensible au prix du pétrole. Si la diversification des produits n'est pas très poussée, les pays d'origine des importations suivent de près la répartition pour les exportations: Australie (22%), États-Unis (17%), Japon (11%), Chine (7%), Allemagne (4%) et Royaume-Uni (4%). Les données sont relatives à 2001⁶¹.

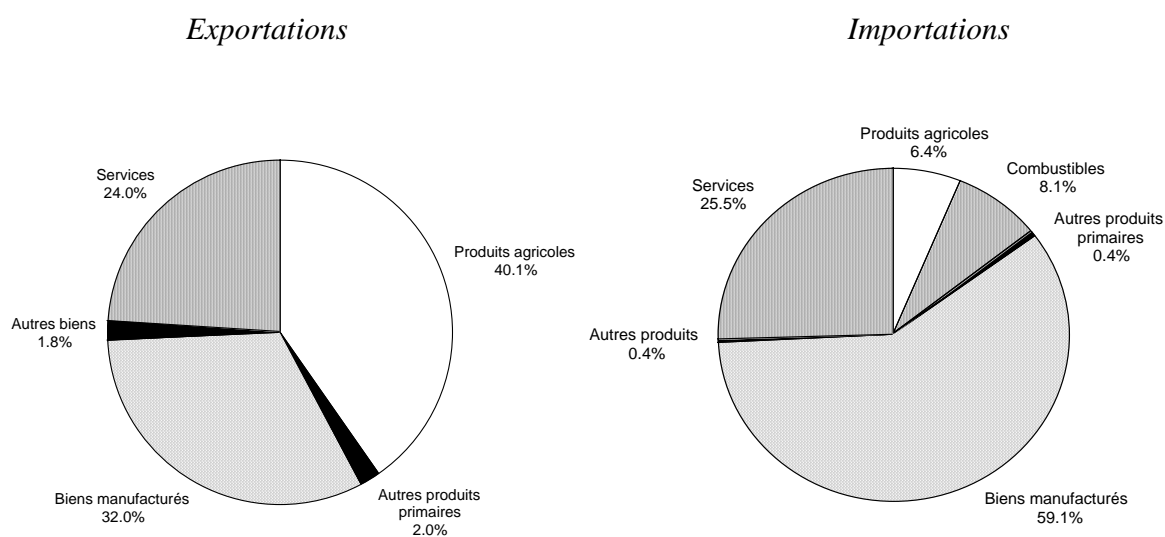
Considérons l'évolution des exportations et des importations (cf. Graphique 2-21). On remarque une forte instabilité des importations et des exportations. D'une année à l'autre, le taux de croissance peut perdre ou gagner plusieurs points. Les points de retournement ne sont pas rares et souvent assez marqués. Pour ce qui concerne les importations, on voit que l'évolution n'est pas toujours inverse que celle des exportations, signe que le taux de change n'est pas le seul facteur qui intervient. Les importations, notamment des matières premières et des équipements, dépendent de la croissance économique interne. Par ailleurs, si on veut augmenter les exportations, il faut aussi augmenter les importations de ces produits, afin d'accroître la production. Un ralentissement économique, suivi par une contraction des exportations, défavorise en conséquence les importations. Cela explique l'évolution en parallèle des importations et des exportations, particulièrement évidente depuis 1992.

Les exportations sont plus fortement influencées par le taux de change. Tout d'abord, la dévaluation nominale de 20% réalisée en juillet 1984 a probablement favorisé les exportations et réduit les importations, notamment en 1985. Pendant les phases de dépréciation du taux de change réel, les exportations retrouvent un certain élan. Cela est particulièrement le cas en 1989-92, ce qui a permis de contrecarrer au moins partiellement la chute des investissements survenue en 1991 (cf. supra). Sur la période 1998-2001, l'effet est décidément plus modéré en raison de facteurs qui ont réprimé les exportations surtout en 1998 (crise asiatique) et défavorisé la production de biens d'exportations (sécheresse due au El Niño). Que se passe-t-il lors des appréciations du taux de change? Pendant les années 1985-88, le taux de croissance des exportations est constamment inférieur à 5%. En 1986 et en 1989, on assiste même à un taux négatif. Cette appréciation intervient au même temps que la suppression des subventions aux exportations à la suite des réformes microéconomiques. Cela a ajouté un facteur supplémentaire aux difficultés du secteur orienté vers les exportations. Pendant la deuxième phase d'appréciation (1993-97), dont la durée a été plus longue et qui en termes réels a atteint 28%⁶², on remarque également un ralentissement des exportations. Seulement en 1994, le taux de croissance dépasse 5%. L'effet de la politique monétaire sur les exportations est assez évident: lors d'une politique monétaire expansive, la dépréciation du taux de change favorise les exportations; et, inversement, lors d'une politique monétaire restrictive, l'appréciation du taux de change les défavorise. Cette contraction ne conduit tout de même pas à une aggravation du déficit de la balance commerciale, en raison du fait que les importations tendent à se réduire pour les raisons qu'on a dit. L'influence du taux de change sur les exportations ne peut pas être attribué à la volonté de la banque centrale. Il est inévitable que dans un régime des changes flexibles, s'établisse une relation entre le taux d'intérêt et le taux de change qui passe par le mouvement des capitaux, et par là une influence sur les exportations. La sensibilité des exportations au taux de change dépend aussi de la nature des produits concernés. L'élasticité des exportations de matières premières est généralement assez élevée. Dans ce cas la question ne concerne pas la politique monétaire mais la spécialisation internationale. La Nouvelle-Zélande devrait développer plus fortement l'exportation de biens et services moins sensibles au facteur prix.

⁶¹ Statistics New Zealand (Quick Facts - Economy).

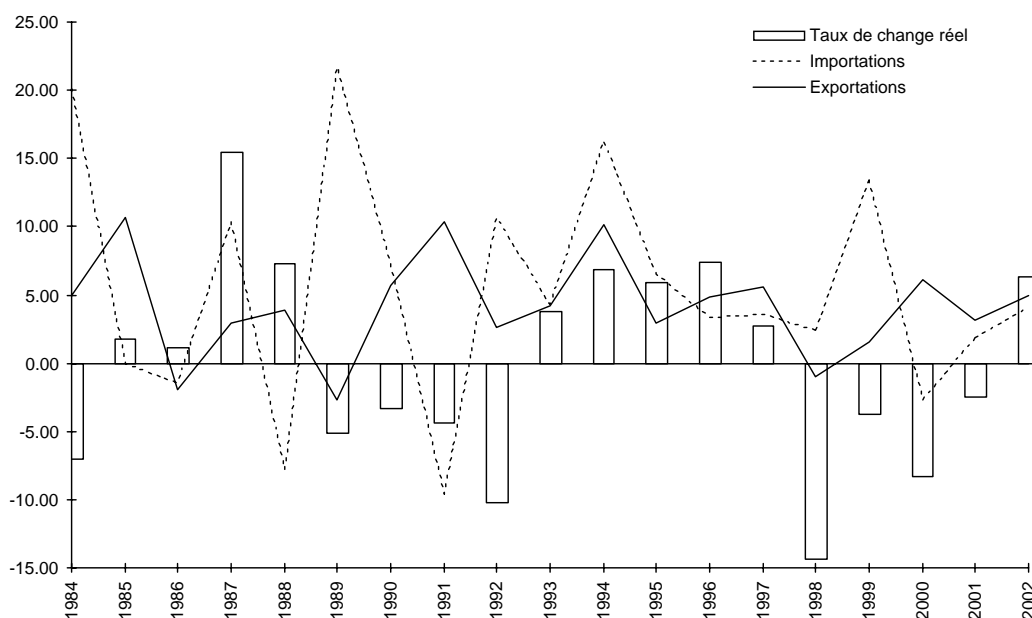
⁶² Brook & Collins & Smith (1998 - p. 275).

Graphique 2-20 Exportations et importations par groupe de produits, 2001
en % du total



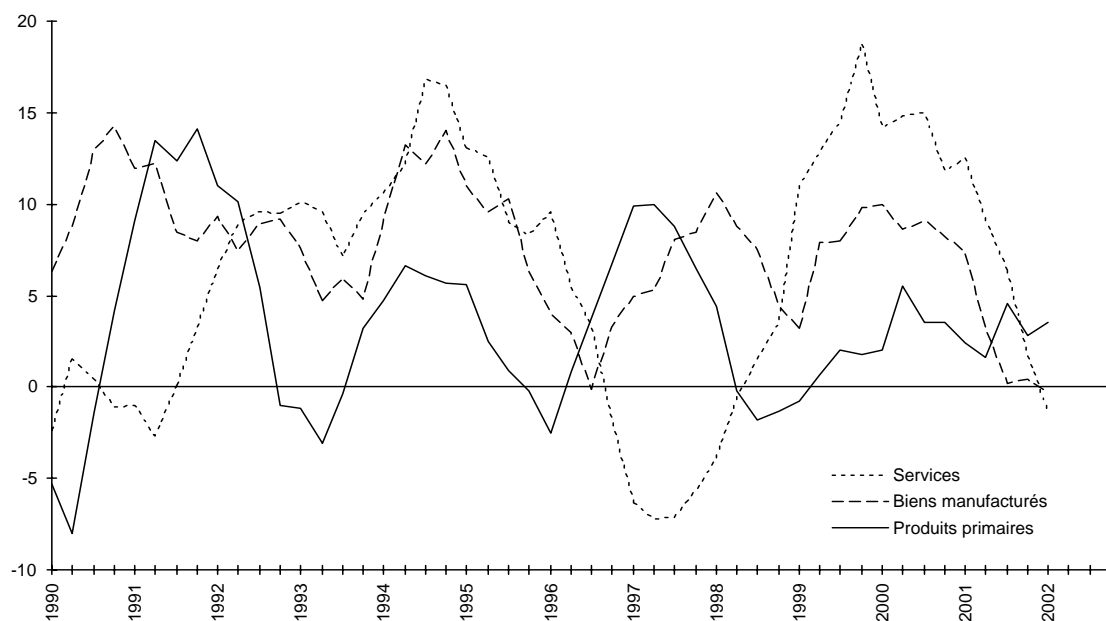
Source: Statistics New Zealand (Export / Import - Summary Data; Balance of Payment)

Graphique 2-21 Exportations et importations, 1984-2002
exportations et importations des biens en volume, taux de change réel, variation annuelle en %, données annuelles



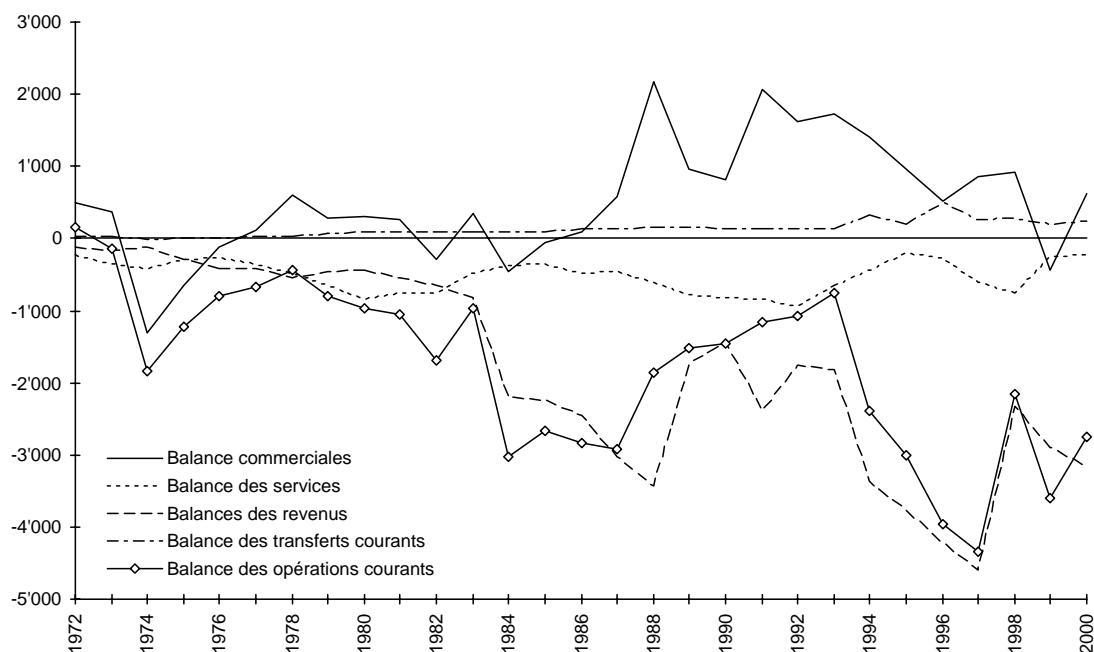
Sources: OCDE (*Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 2002), pour les exportations et les importations; FMI (*International Financial Statistics Yearbook*, 2001) et RBNZ (*Série B1*) pour le taux de change; les données de 2002 sont des projections

Graphique 2-22 Exportations par groupe de produits, 1990-2002
variation annuelle en %, données trimestrielles



Source: RBNZ (Monetary Policy Statement, août 2002)

Graphique 2-23 Balance des transactions courantes, 1972-2000
en millions de USD, données annuelles



Source: FMI (International Financial Statistics Yearbook, 2001)

L'évolution des exportations varie selon le groupe de produits (cf. Graphique 2-22). Une variation du taux de change n'affecte pas avec la même intensité et au même instant l'ensemble des produits. On remarque tout de même des périodes dans lesquelles l'évolution est assez similaire. Ainsi, pendant les années 1993-94, la tendance est généralement à la hausse. Cette situation se représente sur les années 1999-2000. Dans les deux cas, le dollar néo-zélandais est assez faible ce qui peut expliquer les effets positifs sur l'ensemble des secteurs. De façon analogue, les périodes dans lesquelles la tendance des exportations est à la baisse (1995, 2001), correspondent aux phases d'appréciation du taux de change. D'autres périodes sont au contraire marquées par une évolution différenciée des exportations, notamment dans les services. Cela est le cas pendant les années 1996-98.

Afin de compléter le cadre, il faut retenir l'ampleur chronique du déficit extérieur néo-zélandais: 5,5% du PIB pour les années 1973-83, et 4,2% sur la période 1983-97⁶³. L'amélioration n'est que relative; en effet, la balance des transactions courantes évolue ainsi: -4,7% (1995), -5,4% (1996), -6,2% (1997), -5,5% (1998), -4,4% (1999), -7,1% (2000) et -4,4% (2001)⁶⁴. La décomposition de la balance des transactions courantes montre différents éléments (cf. Graphique 2-23). Tout d'abord, malgré un redressement entre 1984-93, depuis 1994 on assiste à une dégradation marquée. Celle-ci semble s'arrêter même si la situation apparaît assez instable, variable. Ensuite, depuis 1988 la balance commerciale (solde net entre exportations et importations de biens) est le plus souvent positive. Le secteur des exportations semble ainsi avoir profité des réformes économiques. Au contraire, la balance des services est constamment négative malgré un certain redressement dans la dernière période.

Enfin, on constate que la balance des revenus est, depuis la deuxième moitié des années 80, la principale composante du déficit de la balance des transactions courantes. Jusqu'à cette période, le déficit externe était le résultat du déficit public. L'endettement public à l'étranger était constamment à la hausse (cf. supra Graphique 2-16). Avec le redressement budgétaire, la faiblesse de l'épargne privée interne le remplace dans l'explication du déficit. Cette faiblesse est chronique, intrinsèque à l'économie néo-zélandaise. Le taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible atteint en moyenne 1% sur la période 1990-2001. L'épargne brute varie entre le 13% du PIB (1991) et le 17,3% (1994) alors que sur la période 1990-99 le taux des pays de l'OCDE est constamment supérieur à 19%⁶⁵. La faiblesse de l'épargne peut s'expliquer par le passé inflationniste qui n'a pas favorisé l'épargne financière. Cependant, une décennie de stabilité des prix ne semble pas avoir modifié cette tendance. En effet, les néo-zélandais investissent largement dans l'immobilier. La faiblesse de l'épargne interne conduit à faire appel aux capitaux étrangers, principalement sous forme d'émission de titres (une moindre partie est en actions). Ensuite, ces capitaux doivent ensuite être rémunérés. L'ampleur du déficit de la balance des revenus indique la dimension de l'endettement externe désormais atteint: 82% du PIB en 2000⁶⁶. Cet endettement n'est plus public comme auparavant mais privé. Le système bancaire joue un rôle important à travers des opérations d'*hedging* pour réduire le risque d'une crise de change que cette situation pourrait présenter.

En conclusion, le taux de change influence les importations et les exportations en raison des effets sur les prix relatifs. Même si le taux de change n'est pas le seul facteur qui détermine le commerce extérieur, les effets de la politique monétaire ne sont pas neutres. Ils sont parfois négatifs mais parfois aussi positifs. Dans les premiers, on place l'appréciation du taux de change, mesure parfois nécessaire pour limiter la hausse des prix. Dans les deuxièmes, on retient la dépréciation du taux de change qui favorise les exportations. Ces effets peuvent être très faibles, comme en 1998: la dépréciation n'étant pas en mesure de limiter les effets négatifs de la crise asiatique et de la sécheresse.

Dans l'ensemble, on ne peut pas conclure à une primauté d'effets négatifs ou positifs due à la politique monétaire. Ces effets sont temporaires, donc facilement réversibles. Cela n'empêche que sur une courte période, ils peuvent être très importants.

⁶³ OCDE (1999 - p. 77).

⁶⁴ *Monetary Policy Statement* (août, 2001).

⁶⁵ OCDE (Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2002).

⁶⁶ Statistics New Zealand (Quick Facts - Economy, Net International Investment Position, 2001).

2.3. Considérations finales

Quelles sont les conclusions qu'on peut retenir pour l'évaluation en termes d'efficience?

(1) Le rapport entre politique monétaire et politique budgétaire a été assez positif, notamment pour l'objectif de la politique monétaire. Si la politique budgétaire a aidé le redressement monétaire, il est aussi vrai que la réduction du taux d'intérêt a favorisé le redressement des finances publiques. Par ailleurs, le budget public a pu être ramené vers l'excédent. Il est difficile de retenir le rôle de l'indépendance dans le redressement budgétaire. Il est assez probable que l'orientation, depuis la moitié des années 80, vers la stabilité macroéconomique a été le facteur déterminant. La volonté politique exprimée par le changement de 1984 a été suivie de mesures et, ensuite, couronnée de résultats. L'indépendance de la RBNZ a probablement renforcé cet engagement mais elle ne l'a pas déterminé. Par ailleurs, le redressement budgétaire, comme le redressement monétaire, a démarré avant 1990. En 1994, la Nouvelle-Zélande a adopté le *Fiscal Responsibility Act*, signe que l'indépendance de la RBNZ à elle seule n'est pas suffisante pour contenir les dépenses publiques.

(2) Sur l'ensemble de la période, la politique monétaire n'a pas toujours suivi la politique budgétaire. Depuis 1985 et jusqu'en 1994, la politique budgétaire a été orientée à la réduction du déficit, alors que la politique monétaire n'a été restrictive que durant les années 1985-90. À partir de 1991, en effet la RBNZ a pu réaliser une politique plus souple, à la suite de la rapide contraction de l'inflation. Cela explique, la réduction de la pression sur les charges financières dans le budget public. Ensuite, lors du retour à une politique monétaire restrictive (1995-97), la politique budgétaire a été plus souple: le déficit étant résorbé. Enfin, depuis 1998 l'assouplissement de la politique monétaire n'a pas été contrecarrée par un resserrement budgétaire. Cela peut probablement expliquer la faiblesse de la croissance pendant les années 1985-90 (la politique économique étant dans son ensemble restrictive), et l'amélioration pendant les années 90 (évolution asymétrique entre politique monétaire et politique budgétaire ou évolution symétrique mais favorable à la croissance). De ce point de vue, la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire (policy-mix) sous le régime d'indépendance monétaire semble avoir été plus positif que négatif. On pourrait se demander dans quelle mesure la signature du PTA par le ministre des finances a joué un rôle dans ce résultat.

(3) Si sur l'ensemble des années 90, le résultat a été positif, malgré un taux de chômage encore élevé, on ne peut pas oublier le fait que la réalisation de la stabilité monétaire n'a pas été sans coût. La désinflation de la période 1987-91 coïncide avec une croissance très faible, parfois même négative, et une hausse continue du chômage. Il est vrai que la responsabilité de cette évolution ne revient pas uniquement à la politique monétaire: le redressement budgétaire et la politique des réformes ont été des facteurs tout aussi importants. Cependant, la politique monétaire n'a pas été sans conséquence, ce qui pose la question de la responsabilité monétaire. Une première période désinflationniste (1987-89), sans indépendance, est suivie d'une deuxième période (1990-91), avec indépendance, d'où une attribution seulement partielle du coût de la désinflation à l'indépendance. Une partie du coût de la désinflation a donc échappé à l'indépendance. On pourrait se demander si une introduction plus précoce de l'indépendance aurait diminué ce coût. D'une part, la constatation que la politique désinflationniste suivante (1995-97) n'a pas réduit brutalement la croissance ou augmenté fortement le chômage, et d'autre part, l'argument soutenu par la théorie du biais inflationniste d'après laquelle une politique désinflationniste crédible permet d'éviter tout écart avec le taux de chômage naturel, pourraient soutenir cette idée. Cependant, il faut nuancer. À propos de la première argumentation, il faut retenir deux aspects. Premièrement, même pendant la période 1995-97, on remarque un ralentissement de la croissance et une reprise du chômage. La politique monétaire, par ses effets sur le taux d'intérêt et sur le taux de change, comporte des effets réels, même en cas d'indépendance. Deuxièmement, les effets réels ont été plus contenus, par le fait que la désinflation a été moins importante: la tâche a été beaucoup plus simple que celle de la fin des années 80. À propos de l'idée qu'une politique désinflationniste crédible est moins coûteuse qu'une politique qui ne l'est pas, il faut retenir que la crédibilité et la réduction des anticipations inflationnistes ne découlent pas seulement de l'introduction de l'indépendance. Les anticipations évoluent de façon adaptative et la crédibilité ne se forme qu'une fois réalisée, au moins en partie, une baisse de l'inflation. Dans une telle situation, même d'après la formule de Lucas, toute désinflation comporte une augmentation du chômage. Reste ainsi à connaître les résultats effectifs d'une politique désinflationniste, d'une même ampleur que celle de la deuxième moitié des années 80, réalisée sous un régime d'indépendance.

(4) La stabilité monétaire, en tant que telle, est compatible avec une croissance économique prononcée. Si la réalisation de celle-ci comporte des inconvénients majeurs, le maintien de cette stabilité, une fois atteint, semble moins problématique. Pour cette raison, la stabilité monétaire, assurée dans le temps par l'indépendance, peut contribuer à réduire les périodes désinflationnistes, au bénéfice de la croissance économique. L'apport de l'indépendance, par son action vigilante qui empêche le biais inflationniste de se développer, consiste ainsi dans le maintien de la stabilité monétaire, et non pas dans la réduction du coût d'une politique désinflationniste. Autrement dit, une intervention rapide dès les premiers signes d'un dérapage monétaire, permet d'éviter de conduire une politique restrictive, très coûteuse.

(5) La stabilité monétaire n'est jamais conquise une fois pour toutes, ni définie par un indice constant dans le temps. La stabilité des prix ne correspond ni à une situation de taux d'inflation nul, ni à un taux d'inflation parfaitement stable. À cela s'ajoutent les effets réels que la politique monétaire comporte. Ainsi, si la poursuite continue de la stabilité monétaire est en soi souhaitable, la réalisation de celle-ci comporte des marges de liberté, des choix à effectuer. Cependant, ces choix discrétionnaires comportent des effets réels, ce qui pose la question de la responsabilité de l'autorité qui les effectue. L'élargissement de l'objectif de 0-2% à 0-3% est à ce sujet exemplaire. Comme on l'a vu, le retour de l'inflation en dessous de 2% exigeait une politique monétaire plus restrictive, ce qui aurait eu des conséquences négatives. Le choix d'augmenter le seuil a été justement soutenu pour éviter ces inconvénients. L'indépendance contractuelle, caractéristique propre à la Nouvelle-Zélande, n'a pas conduit à une absence de responsabilité politique où à une attitude monétaire rigide. D'un côté, la signature du PTA par le ministre des finances assure une prise de responsabilité du gouvernement, et de l'autre côté l'interprétation de l'objectif monétaire (stabilité à réaliser dans le moyen terme plus qu'à chaque instant) a permis de conduire une politique monétaire plus flexible.

3. Conclusion

Quels sont alors les enseignements qu'on peut retenir au sujet de la théorie du biais inflationniste?

La théorie du biais inflationniste implique les arguments suivants. (1) Le biais inflationniste est vaincu grâce à la crédibilité: l'indépendance assure la crédibilité de la politique monétaire par le préengagement vers la stabilité des prix, il s'ensuit que les anticipations des individus s'ajustent ce qui permet de réduire le biais inflationniste. Cet argument implique que l'indépendance et la crédibilité soient préalables à la stabilité monétaire: ils sont les facteurs qui enclenchent l'ajustement des anticipations permettant ainsi de réaliser la stabilité. (2) Une politique monétaire est crédible, si elle assure l'engagement vers la stabilité des prix (non reniement, cohérence temporelle). (3) La banque centrale possède un contrôle complet de l'inflation; s'il y a inflation, c'est à cause de l'attitude de la banque centrale, d'où la nécessité d'orienter la politique monétaire vers l'objectif correct (stabilité des prix). (4) La disparition du biais inflationniste se réalise immédiatement: aucun délai temporel n'existe entre l'établissement de la crédibilité (adoption de l'objectif de la stabilité des prix) et la réduction de l'inflation; il en découle que dès qu'on introduit l'indépendance, l'inflation devrait disparaître. (5) Le passage de l'inflation à la stabilité n'implique pas des coûts réels: seule l'absence de crédibilité fait que la désinflation comporte ces effets négatifs sur la production et l'emploi. (6) Le biais inflationniste est provoqué par des interférences dans la logique de la politique monétaire; l'élimination de ces interférences assure l'optimalité de la politique monétaire. Le problème est endogène à l'autorité monétaire; en la réformant (en écartant ces interférences) on va résoudre le biais inflationniste. L'indépendance est la condition qui permet l'exclusion des facteurs non monétaires. Autrement dit, la stabilité des prix est une question purement monétaire; l'indépendance permet d'isoler la gestion monétaire des interférences non monétaires qui sont déstabilisantes.

L'expérience de la Nouvelle-Zélande semble mettre en doute plusieurs de ces éléments.

3.1. La dimension temporelle de la crédibilité

D'après l'évaluation d'efficacité, on s'aperçoit que la réduction de l'inflation néo-zélandaise n'a pas suivi le chemin indiqué par la théorie du biais inflationniste: la désinflation a précédé l'ajustement des anticipations, elle a même précédé l'introduction de l'indépendance, et elle a été provoquée aussi par des facteurs autres que la politique monétaire. Malgré cela, on peut constater l'existence de la relation "plus d'indépendance, moins d'inflation" soutenue par la théorie, signe cependant qu'une lecture causale est trop naïve.

3.1.1. *Indépendance, crédibilité et réputation*

D'après la théorie, la politique monétaire devient crédible soit par l'adoption d'une règle, soit par une attitude conservatrice, soit par un contrat. La crédibilité est réalisée par un mécanisme qui assure la poursuite de la stabilité des prix comme objectif. L'indépendance conservatrice et l'indépendance par le contrat sont deux chemins qui permettent de réaliser ce préengagement: l'indépendance est la condition qui permet de rendre crédible la politique monétaire.

Depuis l'expérience de la Nouvelle-Zélande, on peut s'interroger sur la nature de la relation entre indépendance et crédibilité.

Tout d'abord, on doit préciser la relation implicite à la théorie traditionnelle. D'après cette théorie, l'indépendance assure la crédibilité de la politique monétaire, car elle met en place un système de préengagement favorisant la stabilité des prix. Dans le cas d'une banque centrale dirigée par le ministre des finances, les différentes tentations (réduction du chômage, financement public, désirs électoraux ou idéologiques) n'assurent pas une politique monétaire orientée vers la réduction de l'instabilité des prix. Par le simple fait que la politique monétaire puisse être utilisée pour d'autres objectifs (condition institutionnelle), et par le fait que le mécanisme de celle-ci ne permet pas d'y aboutir, on se retrouve avec un biais inflationniste. L'indépendance met au contraire en place le cadre institutionnel correct, car il donne à la politique monétaire l'objectif qui lui est propre,

c'est-à-dire la stabilité des prix. La cohérence donnée par l'indépendance est perçue par les individus, qui anticipent l'impossibilité qu'un tel cadre conduise à un dérapage inflationniste. Autrement dit, ils s'aperçoivent de la crédibilité monétaire, d'où la réduction des anticipations. Il s'agit donc d'une crédibilité fondée sur une cohérence du cadre institutionnel. Il y a donc une correspondance entre politique monétaire temporellement cohérente et crédibilité: l'indépendance assure la crédibilité car elle supprime l'incohérence temporelle. Le préengagement cohérent assuré par le cadre institutionnel est la condition pour réaliser la crédibilité.

L'apparition de la crédibilité en même temps que l'indépendance et d'autre part, le fait que l'indépendance soit suffisante pour assurer la crédibilité, conduisent à se poser les deux questions suivantes: est-ce qu'il y a identité temporelle entre crédibilité et indépendance? est-ce que l'indépendance est nécessaire et suffisante pour la crédibilité?

D'après l'expérience néo-zélandaise, on pourrait facilement soutenir que la crédibilité a été réalisée après l'indépendance, car les anticipations ont baissé avec retard, une fois que l'inflation ait été réduite et après l'introduction de l'indépendance. Les affirmations déjà citées du gouverneur Brash (1998) selon lequel la crédibilité n'est pas donnée par un acte législatif mais qu'elle est bâtie sur le terrain, aide à soutenir cette thèse. Cependant, il faut retenir ici la distinction entre crédibilité et réputation, afin de ne pas effectuer un jeu de mots. Les dictionnaires assimilent le "crédible" au "vraisemblable". Une déclaration est crédible, si elle est vraisemblable, si elle apparaît soutenable et logiquement cohérente. Elle n'est pas crédible, quand lui fait défaut un élément dont l'absence détruit sa vraisemblance. La crédibilité va donc de pair avec la logique. Un argument est crédible par le fait d'être logique. La réputation est au contraire un jugement sur les actions bonnes ou mauvaises d'un individu ou d'une institution. Un individu est réputé, en fonction de son passé et de son présent. Un grand musicien est réputé par les œuvres qu'il a composées, un homme de science est réputé s'il a réalisé une découverte ou s'il a été l'auteur de travaux largement reconnus. Le même raisonnement s'applique aux institutions: une entreprise est réputée par la nature de ses produits et par l'attention portée à ses clients, comme une école est réputée en fonction des individus qui y sont passés et par l'ensemble des ses professeurs (passés et actuels). On voit là une première différence: si la crédibilité est atemporelle (la cohérence logique ne nécessite pas un temps passé mais seulement le temps présent), la réputation est temporelle (le jugement actuel exige des données de référence passées et présentes). La crédibilité naît d'un seul coup, elle n'est pas fondée sur le passé, car elle n'exige que la cohérence logique. La réputation exige au contraire le passé: une personne qu'on ne connaît pas, on ne peut pas la juger, sa réputation est absente ou nous est donnée par un tiers. Le temps présent ne suffit donc pas, il faut le temps passé appris directement ou indirectement. Cette distinction implique un processus de formation différent entre crédibilité et réputation. Si la réputation se bâtit dans le temps, la crédibilité apparaît d'un seul coup. Une théorie est crédible, dès que tous les éléments présents sont logiques. Jusqu'au dernier élément, cette théorie n'est pas crédible, car la cohérence lui fait défaut. Si la naissance de la crédibilité diffère de celle de la réputation, la disparition est la même dans les deux cas: immédiate. Dès qu'un élément fait défaut, l'argument théorique devient illogique: il perd immédiatement sa crédibilité. De même, dès qu'une expérience négative est faite, la réputation peut être perdue pour jamais d'un seul coup.

À la suite de ces considérations, on peut faire deux remarques. (1) Étant donné que la crédibilité est atemporelle, elle peut se former d'un seul coup et en même temps que l'indépendance. La suppression de la multiplicité des objectifs, ainsi que la réduction des différentes tentations impliquée par l'indépendance assurent la cohérence institutionnelle de la politique monétaire, l'incohérence temporelle étant supprimée. La politique monétaire est donc crédible. Le cadre institutionnel créé par le *RBNZ Act* est crédible dès le départ, car il est cohérent. En effet, il a mis en place un système d'incitations qui favorise la stabilité des prix. L'unicité de l'objectif monétaire et la prise de responsabilité de la banque centrale sont les éléments principaux de cette cohérence. Indépendance et crédibilité peuvent alors apparaître en même temps. (2) On peut se demander si le cadre institutionnel créé par l'indépendance est suffisant pour mettre en place la crédibilité. Autrement dit, est-ce qu'il existe d'autres éléments qui peuvent intervenir dans la formation de la crédibilité? Selon Buckle & Stemp (1991)⁶⁷, la politique budgétaire peut jouer un rôle. En particulier, ils admettent qu'en cas d'une politique budgétaire déficitaire ou inflationniste, la crédibilité monétaire peut être endommagée. Plus le budget public se dégrade, plus les pressions sur la politique monétaire sont fortes dans le but d'obtenir un financement facile. La crédibilité est menacée, car

⁶⁷ L'argument est également retenu par Fischer, A. M. (1995 - pp. 42-43).

l'objectif de la stabilité monétaire est sous pression. Le conflit entre l'objectif monétaire et l'objectif budgétaire, peut se conclure avec la domination des exigences budgétaires, détruisant ainsi la stabilité des prix.

“Fiscal policy that investors regard as unsustainable over time are likely to cause concern about the growing cost of servicing a rising public debt. Rising servicing costs may be seen by investors as creating a risk that some future government would resort to inflation to reduce its domestic debt burden, in an attempt to reduce real interest rate pressures or simply to free up expenditure for other purpose. In this way, fiscal policy can affect expectations of future monetary policy. Specifically, starting with already high debt levels, fiscal policies that continue to generate substantial deficits can reduce the credibility of stated commitments that monetary policy will remain directed towards price stability.”
(MPS, août 1991 - p. 28)

La crédibilité ne semble donc pas dépendre seulement de la cohérence de la politique monétaire mais aussi, du rapport avec la politique budgétaire. On pourrait conclure que justement, à cause de cette faiblesse, il faut une politique monétaire encore plus indépendante, afin de l'isoler complètement des influences de la politique budgétaire. On cherche à sauver la crédibilité par une indépendance accrue. Cela signifie cependant, la destruction de toute policy-mix, dont les conséquences sont encore à évaluer. Le cas de la Nouvelle-Zélande a été, sur ce sujet, assez heureux: la politique budgétaire a été orientée vers la stabilité, ce qui a aidé la tâche de la politique monétaire et aussi sa crédibilité. L'ensemble de la politique économique était cohérente. Si la politique budgétaire garde un rôle pour la crédibilité de la politique monétaire, alors il faut approfondir la relation entre ces politiques, car cela peut influencer la nature même de l'indépendance.

Blackburn & Christensen (1989) admettent que la crédibilité ne peut pas être réduite à la seule incohérence temporelle. En particulier, ils admettent des facteurs technologiques (qui touche à la validité des données statistiques avec lesquels la politique monétaire est décidée, la validité de la théorie à la base de ces décisions, le contrôle effectif sur les instruments qu'on veut influencer, le réalisme de l'objectif fixé), des facteurs administratifs (la possibilité du responsable monétaire en place, ministre ou gouverneur, de pouvoir mettre en place et terminer la politique souhaitée, ce qui touche en particulier à la durée du mandat et aux possibles changements d'objectifs) et des facteurs stratégiques (principalement le problème de l'incohérence temporelle). La crédibilité peut aussi dépendre d'autres éléments. Fischer, A. M. (1995 - p. 37) soulève le possible conflit d'intérêt entre une politique monétaire qui vise la stabilité des prix et le rôle actif de la RBNZ dans la supervision financière, en soutenant qu'en cas d'intervention lourde pour sauver des institutions financières en difficulté, la stabilité des prix peut en souffrir. La crédibilité monétaire ne peut donc pas être réduite à la seule cohérence temporelle. La mise en place d'un système d'incitations visant la stabilité des prix, peut ne pas être suffisant pour atteindre la crédibilité si la théorie économique sous-jacente ou si les données statistiques ne sont pas fiables. Il en est de même si on n'a pas un contrôle effectif sur les instruments monétaires. Le cas de la Nouvelle-Zélande nous semble encore positif: même si on le considère sous cet angle, on ne peut pas conclure à un défaut majeur de crédibilité. Le fait d'avoir réformé le secteur financier en supprimant le régime de régulation qui empêchait un contrôle effectif des variables monétaires, a favorisé la crédibilité. Le fait que l'indice des prix de référence (*underlying inflation*) était calculé par la RBNZ à la suite des données du CPI déterminé par le bureau de statistique, ne semble pas avoir eu des conséquences majeures. Même l'objectif de 0-2% à réaliser avant la fin de 1992 et fixé en 1990, au moment où l'inflation était encore à environ 6%, n'apparaît pas irréaliste, étant donné que l'inflation était déjà orientée à la baisse depuis un certain temps. Pour ce qui concerne la théorie, elle était reprise directement de la théorie du biais inflationniste, donc difficilement contestable. Il apparaît difficile de soutenir que la politique monétaire n'était pas crédible après l'introduction de l'indépendance mais la réforme de la RBNZ n'a pas été le seul élément qui a réalisé cette crédibilité. Cela fait mieux comprendre le rôle positif joué par les autres réformes économiques (stabilisation du déficit budgétaire, réforme du système financier et du régime de changes): ils ont constitué un ensemble cohérent, ce qui explique les résultats obtenus.

Cependant, ces résultats n'ont pas été obtenus par la seule crédibilité: les anticipations se sont ajustées avec du retard, et surtout elles ont baissé après la désinflation. Il semble ainsi que les individus n'ont pas fait confiance aux seules intentions: ils ont exigé des faits tangibles, dont le plus important est la réduction de l'inflation. D'où la nécessité de reconsidérer la relation entre crédibilité, réputation et inflation: si l'indépendance a favorisé la crédibilité monétaire dès son introduction, pourquoi les anticipations ne se sont-elles pas réduites rapidement? Est-ce que la solution au biais inflationniste passe par la crédibilité ou est-ce que la désinflation est nécessaire pour la réputation? Qu'est-ce qui doit être préalable: la crédibilité, la réputation ou la réduction de l'inflation? Quel est le rôle des anticipations dans la désinflation et dans le maintien de la stabilité des prix?

3.1.2. *Crédibilité, réputation et inflation*

D'après la théorie, la crédibilité est suffisante pour convaincre les individus que l'engagement vers la stabilité des prix ne sera pas renié. L'indépendance est donc suffisante pour réduire le biais inflationniste. En Nouvelle-Zélande, l'indépendance a été crédible au niveau restreint de l'incohérence temporelle mais aussi au niveau plus large comprenant la politique budgétaire et les aspects techniques et administratifs. Malgré cette crédibilité, les anticipations et l'inflation ont suivi une évolution différente de celle impliquée par la théorie: le processus désinflationniste a démarré avant l'introduction de l'indépendance, et les anticipations ne se sont réduites qu'après la réduction de l'inflation.

Il a donc fallu du temps pour assurer les individus que l'engagement vers la stabilité monétaire était effectif et ainsi les convaincre d'ajuster les anticipations. Il semble que les anticipations ne se sont pas adaptées immédiatement comme la théorie des anticipations rationnelles le soutient. Elles ont suivi une évolution plus adaptative: la réduction conduisant vers la stabilité a impliqué du temps, elle ne s'est pas faite d'un seul coup. Seulement une fois que l'inflation a commencé à se réduire, les anticipations se sont orientées à la baisse. Par ailleurs, même la reprise inflationniste de 1994 n'a pas été entièrement anticipée par un ajustement préalable à la hausse.

Si cela est vrai, alors la crédibilité n'a pas été suffisante pour réduire les anticipations. Il a fallu une démonstration supplémentaire de l'engagement vers la stabilité monétaire. Il semble qu'il a fallu bâtir une réputation, par la réduction de l'inflation, pour convaincre les individus de la validité de cet engagement. Au contraire de la théorie du biais inflationniste, la désinflation n'a pas été immédiate dès l'adoption de l'indépendance: le processus désinflationniste a pris du temps.

"It was quite clear from the outset that the mere enactment of the legislation would not be enough to establish monetary policy credibility, especially when the poor history of monetary policy in New Zealand is taken into account. There did not seem to be a large 'announcement effect' on the passing of the legislation. Ultimately, credibility is derived from results - and particularly from results in relation to publicly advertised intentions."
(Nicholl & Archer, 1993 - p. 122)

Il faut encore préciser le sens d'une réduction des anticipations. S'agit-il d'une confirmation de la crédibilité ou d'un signe de réputation? À la suite de la distinction retenue auparavant, on s'aperçoit qu'on teste la crédibilité d'une institution par l'ensemble des règles qui la régissent. Ce qui importe c'est la cohérence du système d'incitations et non les appréciations individuelles sur la capacité du système à soutenir sa crédibilité. La crédibilité, s'agissant d'une question de cohérence, implique une analyse logique et non pas un jugement. On peut ainsi admettre une situation où le cadre est cohérent, sans que les individus considèrent que ce même cadre soit fiable dans le temps. L'expérience de la Nouvelle-Zélande semble confirmer cette proposition. Malgré la crédibilité institutionnelle du *RBNZ Act*, les individus n'ont pas cru toute de suite au respect de cette cohérence: ils attendaient une preuve plus tangible, c'est-à-dire la réalisation de la stabilité des prix. Probablement l'expérience des années précédentes a probablement dû jouer un rôle. Il n'était pas suffisant de déclarer le nouveau objectif, il fallait aussi démontrer la volonté effective de le réaliser. Il fallait donc non pas attendre la réduction des anticipations pour réaliser la stabilité des prix mais réaliser la stabilité pour convaincre les individus de réduire leurs anticipations. Autrement dit, il fallait se construire une réputation de stabilité monétaire afin de convaincre les individus.

Ce résultat change le rapport entre crédibilité et inflation. Si la théorie soutient que le biais inflationniste est supprimé par l'apport de crédibilité réalisé par l'indépendance, les faits semblent admettre que l'inflation a été réduite par d'autres voies, la crédibilité n'ayant pas eu un rôle déterminant (au moins au début). Si la crédibilité (adoption de la stabilité des prix comme objectif monétaire) peut être réalisée rapidement, le processus désinflationniste, et donc l'ajustement des anticipations, implique du temps.

Si le cadre est crédible et si les anticipations se sont réduites seulement à fur et à mesure que l'inflation baissait, alors la désinflation a précédé la réduction des anticipations. Autrement dit, la désinflation n'a pas été réalisée par les anticipations. Il fallait démontrer l'engagement en faveur de la stabilité des prix en le réalisant avant que les individus puissent ajuster les anticipations. En d'autres termes, il fallait se construire une réputation, car la crédibilité n'était pas suffisante. La place que la crédibilité n'arrive pas à occuper, peut être comblée par la réputation, réputation qu'on ne peut se construire simplement en se donnant l'objectif de la stabilité des prix. Cependant, dans ce cas, la désinflation ne peut pas commencer par la crédibilité. Elle n'est pas immédiate, elle exige du temps et elle ne peut que précéder la réduction des anticipations. En Nouvelle-Zélande, le biais inflationniste n'a pas disparu suivant le mécanisme décrit par la théorie du biais inflationniste: si les anticipations ont certainement joué un rôle dans la réduction des coûts salariaux, elles n'ont pas été le facteur déterminant.

Cela se confirme aussi par le fait que la désinflation a démarré avant la mise en place de l'indépendance. Depuis 1987, trois années avant l'entrée en vigueur du nouveau *RBNZ Act*, l'inflation était orientée à la baisse. L'indépendance n'a pas été introduite pour initier une politique déflationniste mais pour poursuivre la politique de stabilité monétaire commencée en 1984. L'indépendance a été l'aboutissement logique, pour en assurer la continuité, et non pas le début d'une politique de stabilité. L'indépendance n'a pas été la clé de la désinflation, mais plutôt la condition pour assurer dans le temps cette stabilité.

3.1.3. Inflation entre objectifs et instruments monétaires

McCallum (1995b) donne une interprétation différente de l'indépendance en Nouvelle-Zélande, qui s'écarte de la littérature fondée sur l'incohérence temporelle. Son idée est qu'il n'existe pas un véritable problème d'incohérence temporelle: toute banque centrale peut éviter le biais inflationniste en adoptant une règle monétaire, de façon à orienter la politique monétaire vers la stabilité de long terme. L'indépendance n'étant ainsi pas strictement nécessaire. L'incohérence temporelle est un faux problème, car si on admet son existence, on ne pourra pas le résoudre: le problème persiste même par le contrat, car il n'est que déplacé. Une fois que le contrat est fixé, le même mécanisme de reniement se met en place de telle sorte que les individus anticipent à nouveau le biais inflationniste par absence d'un véritable mécanisme de préengagement. Ce mécanisme n'existant pas, la seule solution réside dans un comportement monétaire correct, source et solution du biais inflationniste. Le comportement correct est celui qui ne prend pas en compte les intérêts politico-électoraux ou tout autre objectif de court terme qui sacrifie la stabilité des prix, pour se consacrer à la stabilité de long terme en suivant de préférence une règle monétaire.

Sous cette vision, l'apport principal du cadre monétaire établi en Nouvelle-Zélande n'est pas la crédibilité mais l'orientation de l'objectif monétaire vers le long terme. Le contrat et l'indépendance permettent d'isoler la politique monétaire des changements de court terme, que le gouvernement pourrait exiger. D'après l'idée du taux naturel, dans le court terme les effets monétaires sont inconnus, alors que dans le long terme, les variables réelles ne sont pas influencées par les variables nominales: celles-ci ne dépendent que de la monnaie. En conséquence, une politique fixée en fonction du long terme plus que du court terme permet d'atteindre une véritable stabilité monétaire. C'est cette orientation vers le long terme qui se réalise par le contrat. L'inflation n'est pas vaincue par un apport de crédibilité, mais par le fait d'avoir choisi et mis en œuvre une orientation de long terme visant la stabilité (sorte de règle monétaire), toute influence de court terme étant supprimée. C'est l'idée d'une indépendance qui assure la règle, véritable garantie de stabilité.

Si cette interprétation, fondée essentiellement sur le comportement monétaire, permet de conjuguer le résultat en termes d'inflation avec les retards d'ajustements des anticipations individuelles, problème qui n'est pas résolu par l'interprétation fondée sur la crédibilité, elle ne semble pas prendre en compte l'ensemble des éléments en jeu. Premièrement, la RBNZ n'a pas adoptée une règle opérationnelle dans le sens que McCallum (1995b - p. 12,

note 13) lui donne: “*algorithm determining period-by-period settings of a variable that the Bank can directly or accurately control*”. Plus qu’une règle déterministe, c’est un ensemble de connaissances et d’habilités techniques qui grâce à l’indépendance se prolongent dans le temps permettant la mise en place d’une politique monétaire orientée vers le long terme et écartant les tentations de courte durée des politiciens. Si le facteur premier de la stabilité est le comportement monétaire, celui-ci dépend aussi du cadre législatif dont l’indépendance est un élément important. Deuxièmement, et plus important, McCallum (1995b) ne considère que l’aspect instrumental et opérationnel, en réduisant le rôle de la volonté politique. Autrement dit, ce n’est pas seulement une question de conduite et de technique monétaire: il faut aussi une culture de la stabilité.

Comme on l’a vu, plusieurs facteurs ont favorisé la désinflation (contexte international, récession interne, réformes économiques, politique budgétaire,...). Un autre élément non négligeable a été la volonté politique qui a réformé l’économie néo-zélandaise depuis 1984. Cela s’est traduit dans une politique de stabilité macroéconomique qui n’a pas touché seulement le côté monétaire mais aussi, le côté budgétaire, ce qui s’est traduit par une cohérence d’ensemble de la politique économique. La volonté politique ne s’est pas arrêtée au niveau des déclarations ou des intentions: elle a conduit à des mesures effectives. Ainsi, dans le domaine monétaire, on a réalisé par les instruments à disposition une politique de stabilité: et cela, comme les faits l’ont montré, même avant l’introduction de l’indépendance.

“In fact, the government directed the Bank to focus monetary policy solely on reducing inflation from late in 1984. Legislation formalising that single objective and giving the Bank operational autonomy was passed in 1989 and became effective early in 1990.”
(Brash, 1994b - p. 230)

“Yes, inflation was falling quite strongly prior to the 1989 Act becoming law on 1 February 1990, but of course the Bank had been acting under instructions from the Minister to focus exclusively on reducing inflation since at least 1985, and to focus on achieving a 0 to 2 per cent target since at least early 1988.”
(Brash, 1999 - p. 39)

Cela met en cause un élément fondateur de la théorie du biais inflationniste: le fait que face à des tentations, le gouvernement n’y résistera pas. Autrement dit, le gouvernement n’aura jamais la force ou le courage de réaliser la stabilité monétaire. Cependant, si cet argument était vrai, il mettrait en doute toute possibilité non seulement de réaliser la stabilité des prix, mais surtout le fait de pouvoir adopter l’indépendance par un acte législatif. L’adoption de l’indépendance suppose, dans tout état démocratique, le vote d’une loi: si les politiciens n’ont pas d’intérêt à soutenir la stabilité monétaire, de même ils n’accepteront pas de donner plus d’indépendance à la banque centrale. La théorie du biais inflationniste ne donne aucune indication sur le processus qui conduit à l’adoption de l’indépendance. Le temps de la définition et de l’approbation législative et le temps pour réorganiser la banque centrale ne sont pas considérés par ce paradigme.

Néanmoins, revenons au contrôle sur l’inflation.

La théorie du biais inflationniste extrait le problème du biais inflationniste du contexte économique dans lequel la banque centrale est placée: elle considère ce problème comme propre à la politique monétaire, car d’après la théorie quantitative on suppose que l’inflation dépend exclusivement de la quantité de monnaie et que celle-ci est sous le contrôle complet de la banque centrale. Toute inflation est générée par une politique monétaire inadéquate: c’est la poursuite d’un objectif autre que la stabilité des prix qui favorise la formation des anticipations inflationnistes et qui, par là, provoque le dérapage monétaire. Pour résoudre le biais inflationniste il suffit de réorienter la politique monétaire vers la stabilité, ce qui est suffisant pour convaincre les individus de l’engagement pris, de telle façon à réduire les anticipations et à permettre la réalisation de la stabilité des prix sans coûts majeurs. Indépendance et objectif “stabilité” sont supposés être suffisants pour réduire le biais inflationniste. Cela n’est qu’une pure simplification.

(1) Les causes de l’inflation sont multiples: à côté de l’inflation de demande provoquée par la politique monétaire, il y a aussi l’inflation de demande influencée par la politique budgétaire, l’inflation par les coûts déterminée par les prix des biens importés, la productivité interne ainsi que l’influence sur les prix déterminée par le degré de concurrence interne et externe. Dans le jeu stratégique entre individus et autorité monétaire qui

constitue la base de la théorie du biais inflationniste, on ne considère que l'inflation provoquée par la quantité excessive de monnaie (inflation de la demande, côté monétaire). Si les sources d'un biais inflationniste sont multiples, l'indépendance par le fait qu'elle est une solution à un seul de ces facteurs, n'est pas suffisante pour résoudre l'ensemble de la question.

L'expérience de la Nouvelle-Zélande confirme cette idée: l'indépendance (ou le système d'incitations favorisant la poursuite de la stabilité monétaire) n'a pas été le principal élément qui a permis de résoudre le biais inflationniste, d'autres éléments tels la pratique monétaire (côté instrumental) et surtout le contexte économique (facteurs externes à la politique monétaire: redressement budgétaire, réformes économiques favorisant la libéralisation et l'ouverture des marchés, réformes financières permettant une reprise en efficience des instruments monétaires,...) ont été importants pour atteindre la stabilité monétaire. L'indépendance a été un élément d'un ensemble de réformes qui ont permis de réaliser la stabilité monétaire. L'indépendance à elle seule, sans la flexibilité du taux de change, sans le redressement budgétaire et sans un contexte international favorable à la désinflation, aurait eu plus de difficulté pour réaliser son objectif. On peut même se demander si elle aurait eu les moyens et la force pour le réaliser. Il suffit de considérer les années 1984-87 où la dévaluation de 20%, l'introduction de la GST et la suppression du contrôle des prix et des salaires ont poussé à la hausse les prix, pour comprendre que dans une telle situation l'objectif 0-2% n'aurait pas été atteint avec la même facilité avec laquelle il l'a été depuis 1990. De même, face à une politique budgétaire très déficitaire, la réalisation de la stabilité monétaire est plus difficile à mettre en œuvre. En effet, pour réduire l'inflation provoquée par la dégradation budgétaire, on doit conduire une politique monétaire très restrictive. Au delà de la durabilité d'une telle politique, notamment à cause des effets lourds sur l'emploi, on peut même douter de la validité de cette approche, car la hausse du taux d'intérêt a comme conséquence, la hausse de la charge de la dette publique. Cela ne fait que favoriser la dégradation budgétaire, ce qui met en cause l'objectif monétaire: la crédibilité monétaire n'est plus assurée en raison du dérapage budgétaire. Cet argument met aussi en lumière le rapport entre politique monétaire et politique budgétaire, laissé de côté par la théorie du biais inflationniste.

(2) La théorie du biais inflationniste ne considère que le contrôle direct de la quantité de monnaie comme instrument entre les mains de la banque centrale. Cette question est importante car à côté de l'objectif monétaire, il faut aussi les instruments techniques appropriés: l'indépendance peut assurer la validité de l'objectif mais pas l'efficacité de l'instrument. Le fait de retenir la quantité de monnaie comme instrument monétaire implique deux relations: premièrement, on admet que la banque centrale peut contrôler la quantité de monnaie centrale; deuxièmement, on suppose qu'il existe une relation étroite entre monnaie centrale et masse monétaire.

Si la banque centrale possède un contrôle sur la monnaie centrale, par le fait que celle-ci s'inscrit au passif de son bilan, elle n'a pas un contrôle direct sur les facteurs qui influencent cette masse. L'émission de monnaie centrale se fait en contrepartie d'un actif au bilan de la banque centrale: il peut être un titre d'État ou un titre privé escompté en faveur d'une banque commerciale, de même qu'une devise étrangère échangée encore avec une banque commerciale. La banque centrale peut contrôler la quantité de titres escomptés avec la variation du taux d'intérêt, et l'indépendance permet même de limiter le financement du secteur public par l'émission de monnaie centrale. Cependant, il est plus difficile de contrôler le flux des devises étrangères qui dépend des mouvements de capitaux et du commerce avec l'étranger. En particulier, sous un régime de changes fixes, la banque centrale ne peut que réagir passivement face à ces mouvements par le fait que la conversion des devises en monnaie centrale se fait à un taux déterminé. Toute entrée (sortie) de devises se traduit automatiquement en augmentation (diminution) de la monnaie centrale. Dans une telle situation l'indépendance de la banque centrale ne change en rien l'efficacité de l'instrument monétaire. En Nouvelle-Zélande, le passage en 1985 au régime de changes flexibles, décision qui a permis de rendre autonome la politique monétaire et de conduire ainsi une politique restrictive capable de réduire l'inflation, a été un facteur aussi important que l'indépendance: afin de pouvoir atteindre l'objectif monétaire, on s'est donné les instruments techniques pour le faire.

La banque centrale n'a, au contraire, pas le contrôle direct sur l'ensemble de la masse monétaire, car celle-ci est émise par les banques commerciales. Dans un contexte d'innovation financière dans lequel sont créés des titres de plus en plus liquides, il est difficile de stabiliser et de contrôler la quantité de monnaie (les passages d'un titre

à un autre ainsi que d'un titre à un dépôt bancaire sont rapides). La simplification faite par la théorie du biais inflationniste en admettant la seule quantité de monnaie centrale comme instrument monétaire ne reflète plus la réalité actuelle. En effet, depuis les années 90 la quantité de monnaie centrale a perdu son rôle dans la conduite monétaire, à cause de l'innovation financière. La croissance de la quantité de monnaie centrale n'est plus considérée comme un indicateur de l'inflation future, car la relation causale entre ces deux variables semble être perdue. Pour cette raison, la RBNZ, comme d'autres banques centrales, a adopté une approche fondée initialement sur le taux de change et ensuite sur le taux d'intérêt. Dans une économie ouverte et libéralisée, la gestion monétaire exige donc l'utilisation de plusieurs instruments.

La théorie du biais inflationniste oublie la multiplicité des sources inflationnistes et retient un instrument monétaire qui est inefficace: ce n'est pas en réduisant la quantité de monnaie centrale que les prix des biens importés pourront se réduire ou que le déficit budgétaire pourra être contenu, de même ce n'est pas en réduisant la quantité de monnaie centrale que la masse monétaire diminuera. Si l'inflation ne provient pas exclusivement du comportement de la banque centrale et si celle-ci ne contrôle pas directement la masse monétaire, alors l'indépendance n'est pas nécessairement une solution suffisante pour résoudre biais inflationniste. Le bon objectif, établi par l'indépendance, sans les instruments nécessaires à le réaliser ne conduit à rien.

L'inflation n'est pas vaincue une fois pour toutes. D'après la théorie du biais inflationniste, l'indépendance est suffisante pour résoudre le biais inflationniste, on peut donc admettre qu'une fois celle-ci adoptée, l'inflation ne sera plus un problème. Or, comme le démontre encore le cas de la Nouvelle-Zélande, l'inflation est un phénomène qui peut revenir. Les pressions inflationnistes de 1994 et celles plus récentes de 1999, de même que la période 1950-70 marquée par une faible inflation (inférieure même à 5%) alors que la RBNZ était entièrement dépendante au ministre des finances, démontrent l'existence de causes d'inflation dépassant le rapport institutionnel entre gouvernement et banque centrale.

Doit-on alors en conclure que l'indépendance n'est pas nécessaire, voir qu'elle est inutile? Si l'indépendance et la crédibilité n'ont pas joué un rôle prédominant dans la réduction de l'inflation, on pourrait conclure que l'indépendance n'est pas nécessaire. Cependant, si l'indépendance et la crédibilité ne semblent pas avoir été les facteurs premiers qui ont réalisé la stabilité monétaire, il n'est pas encore dit qu'ils ne jouent aucun rôle. En effet, une fois la désinflation réalisée, il faut encore garder la stabilité dans le temps. L'oubli du temps dans la théorie du biais inflationniste, peut faire oublier une des raisons d'être de l'indépendance: celle de garder dans le temps la stabilité des prix. Si la désinflation n'a pas été la conséquence de l'indépendance, le fait que la stabilité monétaire ait été sauvegardée, est probablement lié à l'objectif de stabilité que la RBNZ a poursuivi dans le temps. La stabilité monétaire n'est pas donnée une fois pour toutes: la simple adoption de l'objectif, n'assure pas la disparition immédiate de toute inflation, mais peut contribuer à assurer dans le temps que l'inflation sera combattue et réduite. C'est d'ailleurs la raison de l'indépendance en Nouvelle-Zélande: une fois adoptée la politique visant la stabilité, il fallait se doter d'un cadre qui permette de garder cette politique dans le temps. On a ainsi une relation entre indépendance et stabilité qui diffère de celle soutenue par la théorie du biais inflationniste, car elle prend en considération le temps long que cette théorie écarte. L'indépendance, n'est pas la cause de la disparition immédiate du biais inflationniste, mais elle peut être le cadre qui préserve dans le temps l'objectif de la stabilité, assurant que les moyens nécessaires seront mis en œuvre. La politique monétaire n'est pas donnée une fois pour toutes, mais elle doit s'adapter et s'ajuster dans le temps: l'indépendance permet la sauvegarde continue de la stabilité des prix.

3.2. Indépendance entre politique budgétaire et effets réels

L'évaluation d'efficacité montre les relations que la politique monétaire garde avec le contexte économique. L'oubli par la théorie du biais inflationniste des coûts du processus de stabilisation des prix et du rapport entre politique monétaire et politique budgétaire, implicite à la formule de Lucas, peut conduire à un monétarisme peu souhaitable.

3.2.1. *Coûts du processus de stabilisation des prix et responsabilité*

Si la solution au biais inflationniste est immédiate et si la politique monétaire n'a pas d'effets réels majeurs (neutralité de la monnaie), on peut admettre que le processus de stabilisation des prix est sans coût. La théorie du biais inflationniste ne considère pas le temps du processus, l'accent est mis sur le seul objectif: dès qu'on adopte l'indépendance (préengagement vers la stabilité) l'inflation disparaît, instantanément. On oublie la dimension temporelle nécessaire pour aboutir à la stabilité des prix: le temps du changement de l'objectif est plus court que le temps nécessaire pour réduire l'inflation. L'oubli de cette durée, ainsi que l'utilisation des instruments monétaires autres que la quantité de monnaie (taux d'intérêt et taux de change) nécessaires pour combattre l'inflation, conduit à sous-estimer les coûts d'un tel processus. Si le passage à la stabilité monétaire est immédiate, les coûts n'ont pas le temps d'apparaître: c'est l'idée de l'approche "douche froide" (*cold turkey*), d'après laquelle plus la désinflation est rapide, moins les coûts seront élevés (l'ajustement des anticipations étant rapide) et plus vite on bénéficiera des apports positifs de la stabilité des prix.

L'expérience de la Nouvelle-Zélande démontre par contre l'existence d'une dimension temporelle du processus de stabilisation des prix et aussi l'existence des coûts réels de la politique monétaire. Il a fallu un simple changement législatif pour rendre la RBNZ indépendante, alors qu'il a fallu au moins 5 années pour résoudre le biais inflationniste. Cela explique la distinction entre crédibilité et réputation retenue auparavant. La théorie du biais inflationniste simplifie le processus monétaire: il ne suffit pas de mettre en place un système de préengagement orienté vers la stabilité pour réaliser cet objectif. Après l'adoption d'une telle volonté, il faut la réaliser au niveau pratique en œuvrant sur les instruments monétaires: l'indépendance à elle seule ne suffit pas. Si on peut se donner juridiquement l'indépendance en un seul jour, l'inflation n'est pas réduite du jour au lendemain. Pour résoudre le biais inflationniste, il faut agir sur les instruments monétaires. De plus, cela implique des conséquences réelles: la modification du taux d'intérêt ou du taux de change, nécessaire pour réduire l'inflation, influencent le niveau des investissements, celui des exportations et par ces canaux le taux de croissance et le taux du chômage. D'après la théorie du biais inflationniste, la désinflation ne réduit la production que si la politique monétaire n'est pas crédible. Or, si en Nouvelle-Zélande la désinflation du début des années 90 et la lutte contre les pressions inflationnistes de 1994-95 a comporté des coûts, ce n'est pas à cause d'un manque de crédibilité: il est vrai que les anticipations se sont ajustées en retard, mais la croissance économique et l'emploi ont souffert également de la hausse du taux d'intérêt et de l'appréciation du taux de change. Les rigidités sur le marché du travail, notamment au début du processus, ont été un facteur supplémentaire qui a défavorisé la production.

L'oubli du temps et du coût du processus désinflationniste pourrait mettre en discussion la validité de l'indépendance: en effet, on peut se demander s'il est souhaitable d'abandonner la politique monétaire à une institution politiquement indépendante, alors que celle-ci peut influencer les variables réelles de l'économie. Il s'agit d'une question de responsabilité et de contrôle démocratique.

Cette question nous pousse à reconsidérer la distinction entre indépendance conservatrice et indépendance par le contrat. Étant donné que la principale différence entre ces deux formes d'indépendance consiste dans le fait que l'indépendance conservatrice, au contraire du contrat, garde l'indépendance des objectifs. Dans la vision du conservatisme, la banque centrale est souveraine au niveau de l'objectif: non pas dans le sens qu'elle peut choisir entre suivre la stabilité des prix ou poursuivre la croissance mais dans le sens qu'elle peut définir elle-même la stabilité des prix qu'elle entend réaliser. Le conservatisme implique le respect de la stabilité des prix comme objectif principal, mais laisse la liberté du choix de l'objectif opérationnel à la banque centrale. Il est vrai que les

effets réels découlent de l'utilisation des instruments monétaires mais ceux-ci dépendent de l'objectif choisi. Cela est souligné par le changement de PTA en 1990 et en 1996: le prolongement de l'échéance d'une année et l'élargissement de la bande de 0-2% à 0-3% était le signe d'une volonté d'éviter une politique excessivement restrictive, en raison des conséquences réelles. C'est l'objectif qui indique le chemin et la dureté de la politique monétaire. Or, l'indépendance conservatrice admet que la définition de cet objectif soit sous la responsabilité de la banque centrale, toute interférence du gouvernement étant exclue, car source de déviation. Il y a là une distinction à retenir entre objectif de long terme et objectif opérationnel ou de moyen terme. La théorie du biais inflationniste ne définit que l'objectif de long terme et l'identifie avec la stabilité des prix. Cependant, comme le démontre l'expérience néo-zélandaise, il diffère de l'objectif opérationnel. Cela ne signifie pas que dans le moyen terme on puisse abandonner la stabilité des prix, mais que la réalisation au plan opérationnel de cette stabilité n'est pas rigide. Si l'objectif fondamental est la stabilité des prix (long terme), sa réalisation (moyen terme) n'est pas inscrite dans un nombre: la fourchette 0-3% est aussi valable que la bande 0-2%. Les deux respectent, dans des situations temporelles différentes, la stabilité des prix. Cela signifie qu'il faut faire des choix tout au long de la mise en œuvre de la politique monétaire, et ces choix doivent être renouvelés dans le temps, car l'instabilité des prix peut réapparaître même après l'indépendance. Cette situation est oubliée par la théorie du biais inflationniste car elle oublie la durée. Sa conception de l'indépendance s'avère donc inadéquate: en adoptant l'indépendance conservatrice, elle laisse le choix de l'objectif opérationnel à la banque centrale. La définition courante et pratique de la stabilité des prix est enlevé au contrôle politique: le gouvernement est déresponsabilisé et le choix devient une pure question technique. Cependant, ce choix ne peut pas être réduit à une simple question technique, car il comporte des conséquences réelles. Poursuivre l'objectif 0-2% pendant une certaine période, peut conduire à des coûts plus élevés que si on avait poursuivi la fourchette 0-3%. On peut légitimement se demander pourquoi on devrait laisser ce choix à une institution qui vit en dehors de tout contrôle politique.

Dans le contexte de la théorie du biais inflationniste, une solution à cette question s'avère difficile, car elle admet que toute interférence de nature autre que celle monétaire est potentiellement source d'un dérapage inflationniste. L'indépendance est la condition pour isoler la politique monétaire de ces interférences. La politique monétaire aurait ses propres lois, que la banque centrale devrait suivre. En réalité, la monnaie ne vit pas dans son propre monde: elle n'influence pas seulement les variables nominales (prix) mais elle touche aussi les variables réelles (croissance, emploi). La suppression du contrôle politique et de la responsabilité démocratique dans la politique monétaire n'est donc pas a priori souhaitable.

L'indépendance par le contrat propose une voie différente, car elle préserve une certaine responsabilité du gouvernement. Cependant, même la solution par le contrat au sens strict ne semble pas être satisfaisante, car le gouvernement n'est présent que comme autorité de contrôle sur l'orientation de la banque centrale. Le mécanisme d'incitations que le contrat entend établir, n'est rien d'autre qu'une façon d'assurer le caractère conservateur de la politique monétaire. Un gouvernement qui oserait modifier le contrat pour réduire les effets réels d'une politique désinflationniste, provoquerait un affaiblissement de la crédibilité. Le contrat, par le principe de transparence, doit servir à réduire les interférences de ce genre.

Par contraste, la solution adoptée pour la RBNZ semble soutenir la possibilité d'un contrat qui ne sert pas seulement à assurer l'engagement vers la stabilité des prix (du côté du gouvernement comme du côté de la banque centrale), mais aussi à créer un chemin pour ajuster l'objectif opérationnel à la situation économique et aux effets réels de la politique monétaire. Autrement dit, le contrat permet de garder la flexibilité monétaire nécessaire, en raison de la dimension temporelle de la politique monétaire et de l'imprévisibilité de l'évolution économique, dans le respect de l'objectif de stabilité des prix. L'objectif principal de la stabilité des prix ne peut être écarté que dans des situations très particulières et par une procédure claire (*override*). Cependant, cela n'empêche pas de garder la flexibilité de l'objectif opérationnel (défini dans le PTA) ce qui permet d'ajuster la politique monétaire à la situation économique du moment. Cet ajustement se fait avec l'accord du ministre des finances, ce qui permet de garder une certaine responsabilité politique. Responsabilité qui, comme on l'a vu, a été assumée en 1990 et en 1996: les changements du PTA ont été soutenus par des choix politiques.

L'indépendance par le contrat ne peut pas être réduite à sa version stricte (celle d'un système d'incitations visant la stabilité des prix). Si l'indépendance adoptée en Nouvelle-Zélande démontre que la stabilité des prix peut être

réalisée même en présence d'une interférence du gouvernement, cette solution met aussi en évidence le fait que le contrat n'est pas seulement un élément d'un mécanisme d'engagement qui vise la stabilité des prix. Cela comporte la distinction entre responsabilité au niveau de l'instrument et responsabilité au niveau de l'objectif. Dans la vision du contrat au sens strict, l'accent est mis sur la responsabilité instrumentale: dans une relation principal-agent, le mécanisme mis en place incite l'agent dans la bonne direction, faute de quoi il sera puni par le principal. La banque centrale s'engage en faveur de la stabilité des prix, par crainte des punitions de la part du gouvernement. Dans une telle situation, la défense de la stabilité des prix revient au gouvernement, c'est-à-dire au principal. Ce fait peut faire douter fortement de la validité du contrat comme solution au biais inflationniste, d'où la critique de McCallum (1995a) déjà retenue (cf. supra, première partie, chapitre 2.1.4).

La solution adoptée pour la RBNZ est plus riche. Il est vrai que le mécanisme de responsabilité instrumentale se met en place en raison de la relation principal-agent entre gouvernement et banque centrale mais l'intérêt concerne la responsabilité au niveau de l'objectif. Le PTA est signé par le gouverneur et par le ministre des finances, alors que le *RBNZ Act* impose à la banque centrale le respect de la stabilité des prix. Cela signifie que dans la signature du PTA, c'est le gouverneur qui défend la stabilité des prix et non pas le ministre des finances. Il y a donc une inversion des rôles par rapport au contrat au sens strict. La responsabilité au niveau de l'objectif se partage entre gouverneur (qui doit défendre le respect de la stabilité monétaire) et le ministre des finances (qui assume la responsabilité politique de l'objectif opérationnel choisi). Ce n'est qu'après la signature du contrat que le ministre des finances devient le principal de la banque centrale, d'où la possibilité de limoger le gouverneur en cas d'objectif pas respecté. Le fait que l'objectif est défini avec une fourchette signifie que le gouverneur peut être remplacé dans le cas d'une hausse des prix qui dépasse la limite supérieure mais aussi, dans le cas d'une baisse qui descend en dessous de la limite inférieure.

La RBNZ n'est pas une institution qui se limite à exécuter les ordres du ministre des finances, comme sous la vision stricte du contrat (ce qui se traduit par une perte d'indépendance): elle garde au contraire son indépendance, malgré l'entente avec le ministre des finances. C'est justement le contrat qui permet cette indépendance, car la signature comporte l'accord du ministre des finances *et* celui du gouverneur: la RBNZ possède une force contractuelle par le fait que le contrat est le résultat d'une entente réciproque et non pas un cahier d'ordre que la banque centrale doit exécuter. Il est tout de même vrai que le ministre des finances garde le dernier mot, car il peut toujours limoger le gouverneur dans le cas où on n'arrive pas à une entente, mais en raison du processus qu'il faut adopter, le ministre des finances n'a pas intérêt à adopter une telle solution sans des arguments fondés.

D'après la théorie, le conservatisme et le contrat sont assimilables: ils sont deux branches d'une alternative pour établir la crédibilité. En fait, l'une n'est pas équivalente à l'autre. Pour formuler une préférence, il faut retenir des éléments que la théorie du biais inflationniste ne considère pas. La politique monétaire doit agir continuellement, car l'inflation n'est pas vaincue une fois pour toutes. Cela implique aussi des choix (définition opérationnelle de la stabilité des prix) ayant des conséquences réelles. Dans ce cas, l'indépendance par le contrat (au sens large), apparaît plus souhaitable que l'indépendance conservatrice.

3.2.2. Rapport avec la politique budgétaire et coordination des politiques économiques

La théorie suppose que le biais inflationniste soit un problème propre à la politique monétaire. Il suffit de modifier le fonctionnement de celle-ci, notamment en extirpant les éléments perturbateurs (poursuite d'autres objectifs), pour faire disparaître l'inflation. L'indépendance est la voie logique qui permet de donner de la crédibilité à la politique monétaire: l'isolement des tentations est la condition principale pour résoudre le biais inflationniste. Il y a donc une sorte de purification de la politique monétaire. Un tel argument met nécessairement à l'écart la politique monétaire de la politique budgétaire: l'indépendance doit assurer la réalisation de la politique monétaire sans l'adoption d'une autre logique. Il faut que la politique monétaire suive sa propre voie, et que cette voie soit distincte et isolée de celle de la politique budgétaire. Cependant, la séparation entre politique monétaire et politique budgétaire implique l'oubli de plusieurs arguments⁶⁸: (1) on ne retient pas que la durabilité

⁶⁸ Capoen & Sterdyniak & Villa (1994).

de la politique budgétaire peut influencer la crédibilité monétaire, d'où le rôle de la crédibilité de l'ensemble de la politique économique et pas seulement d'un de ses volets, (2) on ne retient pas les influences sur l'inflation de la politique budgétaire, ce qui peut impliquer l'adoption d'une politique monétaire restrictive, dont les conséquences s'exercent aussi sur le plan réel, (3) on oublie les effets de la politique monétaire sur l'objectif budgétaire, ne retenant pas le possible danger d'un dérapage budgétaire provoqué par une politique monétaire excessivement restrictive (hausse de la charge de la dette), dont les conséquences peuvent se retourner même contre la stabilité monétaire (perte de crédibilité de l'ensemble de la politique économique), (4) enfin, on oublie les effets communs de la politique budgétaire et de la politique monétaire sur la croissance économique et sur l'emploi, on oublie, de même, la coordination entre politique budgétaire et politique monétaire.

Si on peut admettre que la politique monétaire doit suivre son propre objectif, il faut également accepter qu'elle ne peut pas être isolée de son contexte. Contexte qui l'influence et qu'à son tour elle détermine. L'oubli du contexte fait par la théorie du biais inflationniste est particulièrement grave car la définition du comportement monétaire optimal ainsi défini, peut se révéler erroné. Comme le souligne la RBNZ, la politique de la stabilité monétaire est un élément d'une politique de stabilité plus large, dont la cohérence peut assurer le succès de chaque élément. Cela pose la question de la coordination des politiques, qui n'est pas exclue par la présence de l'indépendance, comme la RBNZ elle-même le reconnaît.

"New Zealand has chosen not to go down the path of determining monetary and fiscal policy jointly - which would require a different set of institutional arrangements from those established by the Fiscal Responsibility Act and the Reserve Bank Act. Under the existing arrangements, a decentralised approach to co-ordination is provided for. The Government, as fiscal authority, and the Reserve Bank, as monetary authority, co-ordinate policy by each taking account of the policies of the other, but within their respective long-term frameworks. This decentralised approach to co-ordination is facilitated by each being very transparent about their respective policies. [...] The fiscal and monetary policy authorities are independently responsible for their respective areas of policy, but within a framework which leaves room - and, indeed, establishes a strong incentive for - each to have regard for the actions of the other. The existing institutional arrangements certainly do not preclude consultation between the Reserve Bank and the Government / Treasury aimed at achieving co-ordination of monetary and fiscal policy, and generally, there is active consultation. However, that consultation and co-ordination takes place within a framework which attaches importance to long-term objectives not being compromised by pursuit of short-term stabilisation objective."

(Independent Review of the Operation of Monetary Policy, octobre 2000, pp. 120-123)

L'indépendance n'écarte pas la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire. Seule la modalité de cette coordination change: en lieu d'une coordination interne à une seule autorité économique, on a une coordination entre deux autorités distinctes. Celle-ci passe par une définition non ambiguë des objectifs de chaque autorité et par l'échange d'informations (prévisions, intentions). Le fait que le ministre des finances signe à côté du gouverneur le PTA n'est pas sans conséquences.

"Moreover, joint determination of the target has the important indirect effect of improving the consistency of monetary and fiscal policies, while still leaving the central bank with instrument independence. By agreeing the inflation target with the Governor, the Minister of Finance is implicitly agreeing that if fiscal policy is changed, monetary policy may need to change also, potentially offsetting any stimulus (or restraint) emanating from fiscal policy."

(Brash, 2002a - p. 103)

L'indépendance contractuelle n'a ainsi pas entamé la cohérence de la politique économique: le policy-mix a été favorable à la stabilité monétaire, ce qui a aidé la tâche de la banque centrale.

"To date, there is no evidence of any conflict between the monetary and fiscal authorities since the Reserve Bank Act was passed. Both Labour and National governments have generally sought to improve the state of government finances since the passage of the Act. [...] This fiscal stance has assisted the Reserve Bank in its anti-inflationary stance."

(Grimes, 1996 - pp. 267-268)

La coordination ne se limite pas au seul objectif de la politique monétaire, il touche aussi aux effets de la politique monétaire sur les autres variables économiques. Les effets négatifs sur l'emploi n'ont pas été provoqués seulement par des facteurs non monétaires tel les réformes du secteur public ou la politique budgétaire restrictive: la politique monétaire de la RBNZ y a contribué. Cette interaction ne touche pas seulement la politique budgétaire mais aussi les rapports avec les autres politiques notamment celles des réformes (marché du travail, commerce international, secteur financier,...). On peut dès lors se demander, par exemple, s'il était nécessaire de conduire une politique désinflationniste, alors que la politique budgétaire était restrictive: les conséquences sur l'emploi se sont accumulés. Si pour la Nouvelle-Zélande, on peut en comprendre la raison (il fallait en tout cas redresser le dérapage monétaire), on peut se demander si cela sera toujours le cas.

3.2.3. Indépendance et caractéristiques de la politique monétaire

La théorie du biais inflationniste suppose une politique monétaire ayant deux caractéristiques: (1) la banque centrale contrôle le niveau des prix directement par la quantité de monnaie, (2) le domaine monétaire possède une dimension distincte: il peut être isolé des autres éléments qui composent le contexte économique. Cette vision légitime l'idée d'une indépendance isolationniste: l'indépendance institutionnelle découle de l'indépendance de la politique monétaire. La tâche de l'indépendance institutionnelle est celle d'isoler la politique monétaire de tous les éléments non monétaires. Cela soulève deux questions.

(1) La politique monétaire, d'après l'expérience en Nouvelle-Zélande, ne semble pas posséder les caractéristiques que la théorie du biais inflationniste admet. La banque centrale n'a pas un contrôle direct du niveau des prix: elle doit agir sur le taux d'intérêt, ce qui influence la demande globale et le taux de change qui à son tour influencent le niveau des prix. L'influence n'est ni directe ni immédiate. Cela implique que le domaine monétaire ne constitue pas une entité distincte des autres éléments économiques. L'instrument monétaire influence l'économie réelle, et des facteurs non monétaires agissent sur l'objectif monétaire. La politique monétaire interagit avec le contexte économique, duquel elle ne peut pas être détachée. Cette interaction est continue et la défense de la stabilité des prix doit être assurée dans le temps.

(2) L'argument précédent pourrait nous conduire à rejeter l'indépendance. Cependant, il faut retenir la distinction entre indépendance institutionnelle et indépendance de la politique monétaire.

Par indépendance institutionnelle, on entend l'existence d'une entité qui ne dépend pas directement du gouvernement. Cette entité doit avoir un responsable qui n'est pas soumis aux décisions du gouvernement. Elle doit garder une liberté d'action, dont les limites sont établies dans l'acte législatif qui la définit et qui la légitime. La justice est indépendante, car ses décisions ne sont pas la mise en pratique des désirs du gouvernement ou du parlement: le tribunal applique la loi, sans interférence avec le ministre de la justice. Cela ne signifie pas que le juge est roi: les décisions législatives reviennent au parlement et le juge doit s'y soumettre et les accepter. De même, la banque centrale est indépendante, au niveau institutionnel, si elle ne doit pas réaliser mécaniquement la volonté du gouvernement. Pour légitimer cette indépendance, il faut à nouveau un acte législatif qui définit les limites de cette liberté, d'où la définition des objectifs et des responsabilités. L'indépendance institutionnelle n'est pas assimilable à l'indépendance de la politique monétaire. La politique monétaire est indépendante, si sa réalisation ne prend pas en compte les facteurs qui l'entourent. Si la politique monétaire poursuit son propre objectif, sans aucune considération du contexte dans lequel son objectif est placé, alors elle est indépendante: elle suit son propre chemin, sans aucun rapport avec d'autres éléments. Autrement dit, la politique monétaire vit dans un espace isolé qui lui permet d'oublier les facteurs qui ne lui sont pas propres.

La théorie du biais inflationniste assimile l'indépendance institutionnelle avec l'indépendance de la politique monétaire: la première est la condition pour assurer la deuxième, faute de quoi on est condamné au biais inflationniste. Si, en raison des liens avec le contexte économique, on doit rejeter l'idée d'une indépendance de la politique monétaire, cela n'implique pas la négation de l'indépendance institutionnelle. Le cas néo-zélandais correspond à cette situation: malgré l'indépendance institutionnelle de la RBNZ, la politique monétaire qu'elle conduit ne se fait pas dans un espace fermé, d'où le rôle et l'importance du contrat établi entre la banque centrale et le ministre des finances. La signature que le gouverneur appose sur le contrat est le signe que la RBNZ est

indépendante mais cette signature réduit la liberté d'action de la politique monétaire. Autrement dit, par le contrat, on garde la politique monétaire en rapport avec les autres éléments de l'économie. Si la RBNZ est indépendante, sa politique monétaire ne l'est pas. L'indépendance institutionnelle n'implique donc pas l'isolement de la politique monétaire.

L'expérience de la désinflation néo-zélandaise nous a apporté plusieurs éléments: (1) la réduction de l'inflation a été le résultat non pas de l'adoption de l'indépendance, comme la théorie du biais inflationniste pourrait nous le faire croire, mais le résultat d'une série cohérente de réformes tant au niveau macroéconomique qu'au niveau microéconomique; (2) l'utilité de l'indépendance réside au contraire dans la durabilité de la stabilité monétaire: elle permet d'assurer dans le temps cet objectif; (3) dans ce contexte, la volonté politique de réaliser une politique de stabilité monétaire, mais aussi budgétaire, a été l'élément principal, d'où la mise en doute de l'idée d'une indépendance fondée sur le principe de l'isolement de la politique monétaire du gouvernement; (4) le processus désinflationniste a exigé du temps, pendant lequel la politique monétaire a dû être restrictive, au delà du fait que la RBNZ était indépendante ou pas; (5) le processus de désinflation n'a pas été sans conséquences négatives sur la croissance et l'emploi, d'où la question de la responsabilité politique d'un tel choix et la mise en doute à nouveau d'une indépendance isolationniste. Dans ce contexte, l'indépendance par le contrat adoptée par la Nouvelle-Zélande est intéressante, car elle ne se limite pas à une vision isolationniste.

Ces conclusions infirment plusieurs éléments implicites à la théorie du biais inflationniste: (1) la solution au biais inflationniste ne peut pas passer seulement par un bonus de crédibilité: les intentions doivent conduire à des faits qui ne peuvent être réalisés que par la politique monétaire en tant qu'instrument économique; (2) la crédibilité n'est pas assimilable au seul préengagement vers la stabilité, et elle se différencie de la réputation; (3) la réorientation de l'objectif doit être accompagnée par la mise à disposition des instruments monétaires efficaces; (4) la banque centrale ne garde pas un contrôle direct sur l'inflation: ses instruments agissent de façon indirecte sur le niveau des prix; (5) la politique monétaire ne constitue pas un domaine isolé du reste de l'économie.

La théorie du biais inflationniste a exagérément simplifié les causes de l'inflation et les mécanismes de la politique monétaire, de telle sorte qu'elle déforme le rôle de l'indépendance des banques centrales. Cela pourrait en conséquence mettre en doute la légitimation de l'indépendance.

TROISIÈME PARTIE

L'INDÉPENDANCE CONTRACTUELLE: LÉGITIMATION ET LIMITES

“The Bank of England is quite independent of the executive government.”

(Thornton, [1802] 1991 - p. 105)

Les mots d'Henry Thornton nous rappellent que l'indépendance n'est pas un fait récent. Célèbres sont aussi les mots de Napoléon Bonaparte: *“Je veux que la Banque [de France] soit assez dans les mains du Gouvernement et qu'elle n'y soit pas trop.”*, signe d'ailleurs d'une certaine crainte quant à une pleine indépendance, et signe aussi d'une certaine ambiguïté du terme.

Considérons brièvement l'évolution historique (cf. Tableau 3-1): en général, on remarque que le XIX^e siècle est une période d'indépendance, alors qu'avec les guerres mondiales, on s'oriente vers la dépendance (nationalisation des banques centrales en France et en Angleterre)¹. Ce n'est qu'avec la fin du XX^e siècle, qu'on retrouve un mouvement généralisé vers l'indépendance, qui dépasse d'ailleurs les cas cités et qui touche l'ensemble des pays européens participants à la Banque Centrale Européenne (BCE).

L'indépendance n'est pas irréversible: les mouvements vers l'indépendance alternent avec des mouvements contraires. L'indépendance n'est jamais acquise définitivement. L'indépendance ne place pas la banque centrale en dehors de l'État mais elle signe simplement une ligne de démarcation avec le gouvernement, qu'on peut toujours renier. Tout de même, la Banque Nationale Suisse (BNS) et dans une certaine mesure la Federal Reserve américaine, sont des exemples pour lesquels l'indépendance n'a pas été véritablement mise en cause. Ensuite, l'indépendance légale n'est pas toujours associée avec l'indépendance réelle. Si la première est facilement identifiable, la deuxième l'est beaucoup moins. Des influences plus ou moins cachées de la part du gouvernement sont parfois présentes. C'est notamment le cas en 1972 aux États-Unis, où la politique monétaire expansive de la Federal Reserve a été interprétée comme un aide pour la réélection de Nixon, même si d'autres admettent que cette politique a été réalisée pour sauvegarder l'indépendance². Par ailleurs, l'indépendance ne supprime pas les contacts, formels ou informels, avec le gouvernement. La BNS garde des contacts avec le Département des finances, sans que cela soit un signe de dépendance: il s'agit d'une consultation réciproque sur la situation économique et sur les lignes de la politique économique, explicitement prévue par la *Loi sur la Banque nationale* (art. 2, al. 2).

¹ L'indépendance n'est pas synonyme de privatisation, même si le capital de certaines banques centrales indépendantes est parfois privé. C'est le cas de la Banque Nationale Suisse, dont le capital est détenu par des privés (un tiers), mais aussi par les Cantons (deux tiers), et de la Federal Reserve, dont le capital est détenu par les banques membres. De même, le capital public n'est pas nécessairement synonyme de dépendance: la Reserve Bank of New Zealand est indépendante, mais son capital est public. Le fait d'être indépendante, ne signifie pas que la banque centrale poursuit un intérêt privé, au contraire même en cas d'indépendance la banque centrale défend un intérêt public: elle s'inscrit donc dans les institutions de l'État.

² Sylla (1988 - pp. 33-34).

Tableau 3-1 L'indépendance des principales banques centrales: un survol historique

<i>Angleterre</i>	<i>États-Unis</i>	<i>Allemagne</i>	<i>France</i>	<i>Suisse</i>
1694 / 1844 (1) indépendance fonctionnelle		1857 ind. réelle dép. légale	1800 (6) ind. réelle relative ind. légale	
1914 coopération avec le Trésor	1913 ind. réelle partielle ind. légale	1914 dép. réelle dép. légale	1914 <i>influences pour financement guerre</i>	1907 (7) ind. réelle ind. légale relative
	1917 <i>influences pour financement guerre</i>	1922 dép. réelle ind. légale		
	1929-31 <i>influences du secteur bancaire[?]</i>	1924 indép. réelle indép. légale		1921 (8) ind. réelle ind. légale relative
	1935 (4) ind. réelle ind. légale	1933 dép. réelle dép. légale	1936 dép. réelle indép. légale	
	1939 <i>influences pour financement guerre</i>			
1946 nationalisation renforcement dépendance	1951 (5) <i>Treasury-Fed Accord</i>	1948 (2) indép. réelle indép. légale	1945 nationalisation dép. réelle dép. légale	1953 (8) ind. réelle ind. légale relative
		1957 (3) indép. réelle indép. légale		
	1972 <i>influences électorales [?]</i>		1973 dép. réelle dép. légale	1978 (8) ind. réelle ind. légale relative
	1979-82 (5) <i>«monetary targeting»</i>			
1998 indépendance instrumentale			1994 ind. réelle ind. légale	1998 (9) ind. réelle ind. Légale

Notes ind. = indépendance / dép. = dépendance (1) 1694: année de fondation en tant que banque d'État; 1844: *Bank Charter Act*, qui peut être considéré comme un pas important vers la fonction de banque centrale moderne. (2) Abolition de la *Reichsbank* et fondation de la *Bank deutscher Länder*. (3) Création de la *Bundesbank* qui remplace la *Bank deutscher Länder*. (4) La réforme de 1935 a augmenté le degré d'indépendance, par la centralisation des pouvoirs au sein du *Board of Governors* (réduction du rôle des banques régionales), par l'exclusion de représentants du gouvernement fédéral dans le Board, et par la prolongation de la durée des mandats à 14 ans (en lieu de 10). (5) Cela est parfois associé à un renforcement de l'indépendance réelle de la Federal Reserve. (6) En 1806, Napoléon décide que le gouverneur est nommé directement par le chef de l'État, et non par les actionnaires. Le capital reste privé. (7) La BNS est établie par une loi de 1905: son indépendance n'est pas explicitement indiquée dans la *Constitution Fédérale* de 1874 (art. 39, al. 2). (8) Réformes de la *Loi sur la BNS*. (9) *Constitution Fédérale* de 1998 (art. 99, al. 2): l'indépendance est désormais explicite.

Sources: Goodhart (1988) et Capie & Goodhart & Schnadt (1994); en particulier: Cairncross (1988) et Mishkin & Posen (1997 - Part VI) pour l'Angleterre; Sylla (1988) pour les États-Unis; Holtfreich (1988) pour l'Allemagne; Bouvier (1988) pour la France; BNS (1982) et Jeitziner (1999) pour la Suisse.

Quels sont les facteurs qui peuvent expliquer l'alternance entre dépendance et indépendance? Trois principaux facteurs peuvent être retenus³.

Le facteur politique - Pendant les périodes de libéralisme économique, la banque centrale est plus souvent indépendante, c'est notamment le cas pendant le XIX^e siècle et depuis la fin du XX^e. Inversement, si le gouvernement cherche à intervenir directement dans le secteur économique, la banque centrale est généralement plus soumise aux objectifs du gouvernement, ce qui réduit son indépendance. C'est notamment le cas lors des guerres, moment au cours duquel l'objectif politique d'assurer la survie de l'État tend à tout absorber. Dans le cas extrême des États totalitaires, comme les États communistes, la banque centrale perd son indépendance pour devenir un instrument soumis aux objectifs du pouvoir exécutif qui, d'ailleurs, tend à tout centraliser et à tout contrôler. Le facteur politique explique aussi le fait qu'après la deuxième guerre mondiale, on ne soit pas revenu à l'indépendance: dans le contexte d'une politique qui cherche à administrer l'économie, l'instrument monétaire devient un outil nécessaire au gouvernement.

Le facteur institutionnel - Si l'État est unitaire et centralisé, la banque centrale sera généralement dépendante (France et Angleterre), si l'État est fédéral, la banque centrale sera plus probablement indépendante (Allemagne, depuis 1957, États-Unis et Suisse). Le fédéralisme se caractérise par une indépendance accrue des autorités régionales (villes, région), le pouvoir central étant généralement moins fort que dans un État centralisé. L'indépendance de la banque centrale suit cette logique de limiter le pouvoir central. Ainsi, à côté d'une multiplicité verticale, on assiste à une multiplicité horizontale, dont le but est d'éviter une centralisation au niveau national. Inversement, l'État unitaire, soumettra plus facilement la banque centrale, le but étant de centraliser sous une seule responsabilité, l'ensemble des activités publiques.

Le facteur monétaire - Si l'objectif monétaire est unique, la banque centrale sera plus facilement indépendante. Sous le régime de l'étalon-or, la politique monétaire devait essentiellement défendre la convertibilité de la monnaie, de telle sorte que sa réalisation était principalement une question technique. Le même argument était valable pour la Bundesbank, dont la tâche était fortement identifiée avec la stabilité interne des prix. Dès que l'objectif est donné et que sa réalisation ne devient qu'un fait instrumental, on accepte facilement l'idée de déléguer cette tâche à une banque centrale indépendante. La théorie du biais inflationniste s'inscrit dans cette approche. Au contraire, quand la politique monétaire n'a pas un objectif propre clairement défini fait partie d'un ensemble cohérent de politiques économiques qui visent différents objectifs, il est fréquent de soumettre la banque centrale au gouvernement. Toutefois, le cas de la Suisse et des États-Unis montre la possible coexistence de l'indépendance avec une banque centrale qui légalement poursuit plusieurs objectifs.

Si la théorie du biais inflationniste aborde le facteur monétaire, il est opportun de considérer l'indépendance sous l'ensemble de ces facteurs. L'objectif de cette partie est de vérifier la validité de l'indépendance et l'intérêt de l'approche contractuelle à la lumière d'un contexte de finance libéralisée. Cela nécessite l'approfondissement du rôle de la banque centrale au sein du système de paiements et la prise en compte de l'évolution de l'organisation de l'État.

Tout d'abord, il s'agit de vérifier le rapport entre les principes d'une finance libéralisée et l'indépendance. La libéralisation financière comporte une nouvelle définition de l'intervention de l'État (facteur politique). Est-ce que l'indépendance est compatible avec ces principes? Ensuite, l'activité de la banque centrale ne se limite pas à la politique monétaire. La banque centrale possède un rôle important au sein du système de paiements (facteur monétaire au sens large). Est-ce que ce rôle est compatible avec l'indépendance? Enfin, la banque centrale s'inscrit dans un cadre défini par l'État (facteur institutionnel). L'indépendance ne concerne pas seulement la banque centrale: pendant les dernières années, on a assisté, dans différents domaines, au développement d'autorités administratives indépendantes. Dans ce contexte, quels sont les intérêts et la modalité d'une indépendance contractuelle? Quel rôle joue le cadre institutionnel pour l'indépendance?

Afin de répondre à ces questions, on décrit, dans le chapitre V, les principes et le contenu de la libéralisation financière. Dans le chapitre VI, on retient les éléments du système de paiements et le rôle de la banque centrale en tant qu'autorité de régulation. Enfin, dans le chapitre VII, on prend en compte le rapport au gouvernement (légitimation de l'indépendance) et le rapport à l'État (modalité et intérêt de l'approche contractuelle).

³ Capie & Goodhart & Schnadt (1994 - pp. 48-63).

CHAPITRE V

LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE

La libéralisation financière constitue le passage d'une économie à endettement administré vers une économie à marché financier libéralisé. La libéralisation financière réalisée, depuis les années 80, par les pays industrialisés et, plus récemment, par les pays émergents a été soutenue par des raisons pratiques et théoriques.

Les raisons pratiques concernent les possibilités offertes par l'innovation financière de contourner les contraintes étatiques: tout système fondé sur un contrôle direct est affaibli par la créativité humaine qui cherche, en exploitant les faiblesses du système, à le dépasser légalement ou illégalement (la séparation étant parfois floue).

Des raisons théoriques constituent le deuxième pilier en faveur de la libéralisation financière. Elles se rapportent à l'idée que toute intervention étatique externe au marché (limitation des taux d'intérêt, encadrement du crédit, cloisonnement des activités bancaires,...), affecte l'allocation des capitaux en réduisant son optimalité, notamment par une déformation de l'information relative à la qualité des investissements. L'économie favorise ainsi des investissements qui ne sont pas les plus rentables. Ces contraintes réduisent également l'efficacité de l'intermédiation financière, par le fait que les coûts de transaction augmentent en raison de l'absence de concurrence entre les intermédiaires. Autrement dit, par la suppression des interventions de l'État, on veut atteindre l'optimalité et l'efficacité de l'intermédiation financière.

Notre intention n'est pas de faire un survol de la libéralisation financière dans un pays particulier mais de retenir les éléments principaux qui, d'une façon générale, la caractérisent. On retient initialement la suppression des contrôles étatiques (section 1) et les changements au niveau de l'intermédiation financière (section 2).⁴

⁴ Pour la rédaction de ce chapitre on a fait référence aux textes suivants: Plihon (1998), Zerah (1992), Ferrandier & Koen (1997), Scialom (1999), Arnould (1995), Williamson (1998), Baltensperger & Dermine (1987), Gual & Neven (1992).

1. La suppression des contrôles étatiques

Les contrôles que l'État impose lors d'une finance encadrée, concernent les taux d'intérêt, le montant des crédits, les mouvements de capitaux vers l'étranger et le taux de change. Par la libéralisation, on lève ces interventions directes, laissant au marché la tâche de déterminer ces variables.

1.1 La libre détermination des taux d'intérêt

Les justifications des contrôles étatiques sur les taux d'intérêt des dépôts bancaires sont essentiellement les suivantes. La première est de nature prudentielle: la liberté de fixer les taux d'intérêt entraîne les banques dans une mécanisme de concurrence qui les conduit, afin d'attirer nouveaux clients, à augmenter les rendements sur les dépôts. Cela implique un emploi plus risqué des ressources, d'où une fragilisation des actifs qui peut déstabiliser le système bancaire. Le contrôle sur les taux d'intérêt est censé servir à empêcher ce mécanisme: la concurrence se réalise dès lors par d'autres canaux (nombre de guichets, gratuité des services de paiement, offre de services secondaires particuliers et individualisés). La deuxième justification est liée à l'idée qu'une faible rémunération des dépôts bancaires, permet de réduire le taux d'intérêt exigé sur les prêts, de telle sorte à stimuler le volume des investissements. Une troisième raison admet que la stabilité des taux d'intérêt sur les dépôts, réalisée par le contrôle étatique, permet de prêter à des taux fixes, favorisant la distribution de crédits aux agents qui ont plus d'aversion pour le risque.

En ce qui concerne les taux d'intérêt sur les prêts bancaires, deux raisons peuvent justifier l'intervention directe de l'État: premièrement, le désir de favoriser certains types d'investissements, rendant le coût de financement plus faible (c'est le cas des taux préférentiels et des taux bonifiés, dont l'écart avec le taux normalement pratiqué est couvert par l'État); deuxièmement, la nécessité de protéger les emprunteurs individuels contre des taux excessivement élevés (c'est le cas du taux usuraire que souvent l'État fixe, notamment sur le petit crédit destiné aux besoins de consommation); troisièmement, le bas niveau du taux d'intérêt sur les crédits, permet de contenir le taux appliqué sur les titres de la dette publique, favorisant ainsi le financement des déficits publics.

Les interventions de l'État peuvent prendre la forme d'un taux d'intérêt plafond ou plancher au delà duquel la banque ne peut pas aller, tout comme celle de la fixation d'un taux à appliquer tel quel. L'exemple le plus typique est l'interdiction d'appliquer des intérêts sur les dépôts à vue et le plafonnement de la rémunération des dépôts à terme inscrite aux Etats-Unis dans la *Regulation Q* adoptée en 1933 et restée en vigueur jusqu'en 1982⁵. Cette distinction suppose l'assimilation du dépôt à vue à un instrument de paiement, de telle sorte que, tout comme les billets, il ne doit pas être rémunéré. Au contraire, les dépôts à terme correspondent à une épargne: ils peuvent donc être rémunérés, même s'ils ne peuvent pas être utilisés directement en paiement⁶. La libéralisation financière comporte la suppression, complète ou partielle, de ces restrictions. La détermination des taux d'intérêt est librement réalisée par l'interaction des agents. La libéralisation peut se justifier par les effets négatifs que les restrictions comportent (déformation de l'allocation des ressources), et par l'existence de voies alternatives qui permettent de résoudre le problème visé. Ainsi, la régulation prudentielle des risques bancaires peut se réaliser par la fixation d'un capital minimum, alors que l'instabilité du taux d'intérêt peut être réduite par l'emploi d'instruments financiers dérivés ou par les techniques d'hedging. McKinnon (1973) a soutenu la suppression des contrôles sur les taux d'intérêt par l'effet positif que cela semble avoir sur la croissance. Cela s'explique par l'effet positif de la hausse et du retour à des valeurs positives du taux d'intérêt réel, engendrés par la suppression de ces contrôles, sur la qualité des investissements et sur la quantité de fonds prêtâbles, internes et externes. Cet argument, dit de la "répression financière", a été retenu principalement pour les pays en voie de développement. Enfin, la libéralisation des taux d'intérêt a été justifiée avec l'argument du lien entre l'encadrement des taux et l'endettement public. En effet, le contrôle des taux d'intérêts a été parfois utilisé pour procurer à l'État un financement à un coût favorable. Cela a favorisé l'endettement public. La suppression de l'encadrement des taux d'intérêts devrait éviter cette situation.

⁵ Une réglementation similaire était en place en Nouvelle-Zélande avant 1984.

⁶ La création des NOW (*Negotiable Order of Withdrawal*, dépôts à terme rémunérés et utilisables pour les paiements) a érodé cette distinction, rendant caduque cette réglementation.

1.2 L'abolition des contrôles du crédit

Dans le but de contrôler la masse monétaire, les banques centrales ont parfois utilisé l'encadrement du crédit, instrument principal de contrôle du crédit. Le cas le plus connu est celui de la France qui l'a pratiqué pendant la période 1972-86. L'encadrement du crédit consiste à fixer la croissance du volume de crédit que les institutions bancaires accordent aux clients. Les banques ne peuvent pas dépasser cette limite, faute de quoi elles encourent des sanctions (réserves supplémentaires non rémunérées à garder auprès de la banque centrale). L'encadrement peut s'accompagner d'un principe de sélectivité dont l'objectif est d'influencer l'orientation des crédits, plus que leurs volumes, de sorte à favoriser l'investissement dans des activités spécifiques. Cela peut s'appuyer aussi sur un taux d'intérêt bonifié. On peut d'ailleurs différencier ces mesures par secteur économique, en favorisant par exemple les crédits à l'exportation.

Cet instrument comporte plusieurs défauts. Premièrement, il peut être facilement contourné, notamment par le recours aux crédits interentreprises ou par le développement d'un circuit non réglementé, ce qui réduit l'efficacité de l'encadrement. Deuxièmement, cet instrument est particulièrement contraignant pour les institutions bancaires, laissant peu de marge pour pratiquer une concurrence entre établissements. Troisièmement, il peut favoriser des politiques de crédit plus favorables aux anciens clients bancaires qu'aux nouveaux. Enfin, l'encadrement sélectif peut engendrer des distorsions dans l'allocation des ressources.

Dans un contexte de finance libéralisée, l'encadrement du crédit n'est plus justifié: les établissements bancaires doivent pouvoir réaliser librement leur propre politique de crédit.

1.3 La libre circulation des capitaux

La libéralisation financière ne se limite pas à la suppression des contraintes internes mais elle s'étend à la réduction des restrictions sur les opérations financières vers l'extérieur. Les contraintes visées peuvent se placer au niveau de la balance des transactions courantes, ou au niveau de la balance des capitaux⁷. La libéralisation entend réduire, voir supprimer, ces contrôles.

Le premier type de contrôles concerne les contraintes que l'État peut établir sur les mouvements liés aux transactions commerciales avec l'extérieur. Le cas le plus connu est le contrôle des changes qui peut connaître différents degrés. Dans le cas le plus extrême de l'inconvertibilité, la monnaie nationale ne peut pas être changée avec les autres devises. Cela peut s'accompagner de l'interdiction d'exporter physiquement la monnaie nationale. Dans ces cas, les relations commerciales avec l'extérieur sont pratiquement supprimées. Le contrôle des changes peut être plus souple, se limitant à inciter le rapatriement des devises gagnées par les exportations, ou à défavoriser la sortie anticipée d'un paiement à la suite des importations (ce qui serait dans l'intérêt de l'importateur s'il anticipe une dévaluation de la monnaie nationale). La centralisation des mouvements sur les changes auprès de la banque centrale facilite ces contrôles. Cependant, au delà de situations temporaires de crise, notamment en cas de graves attaques spéculatives sur le taux de change, aucune base théorique fondée n'existe qui justifie le contrôle des changes sur une longue période. En effet, cela contribue à limiter les échanges externes.

Les contrôles au niveau du compte de capital comprennent les limites sur les investissements directs, sur les opérations de portefeuille ou, plus généralement, sur les prêts. Ces contrôles peuvent être réalisés à l'entrée, dans le but d'assurer l'autonomie décisionnelle de l'industrie nationale face à l'extérieur, ou à la sortie, afin de réduire la fuite de l'épargne nationale, de telle sorte à sauvegarder les investissements internes. Ils peuvent être extrêmes (interdiction totale), ou plus souples (système d'incitations). On peut aussi avoir des cas d'asymétrie: on favorise l'entrée des capitaux mais on en interdit la sortie.

Les contrôles de capitaux comportent généralement des coûts administratifs élevés, tout en n'empêchant pas les contournements. Ainsi, afin d'éviter les contraintes sur les importations exprimées en devises, les résidents peuvent obtenir des fournisseurs étrangers une facturation en monnaie nationale. Cela sera d'autant plus facile, si les fournisseurs étrangers ont accès à un marché alternatif de cette monnaie pour l'échanger contre leur propre devise. Un marché se développe qui échappe au contrôle du gouvernement. On peut aussi assister au développement de filiales à l'étranger de sociétés nationales, dont le but est la gestion de la trésorerie pour le compte du groupe résident, contournant à nouveau ces contrôles.

⁷ cf. Flandreau & Rivière (1999).

On a critiqué les contrôles de capitaux, avec l'argument de l'allocation non optimale des ressources qu'ils engendrent: la libre circulation des capitaux permettrait au contraire de réaliser une allocation optimale.

La libéralisation financière, tout en allégeant voire supprimant ces contrôles, ne se traduit pas nécessairement par l'abolition de toute contrainte: l'existence de contraintes cachées ou indirectes est liée à l'existence d'autres types de contrôles qui peuvent limiter la mobilité des capitaux (limites prudentielles pour réduire l'instabilité financière, mesures de lutte contre le blanchiment d'argent).

Cependant, si les arguments en faveur d'un contrôle sur les capitaux à long terme (investissements directs, placements à long terme) sont assez faibles, en raison du volume des investissements qui peut être réalisé par ces capitaux étrangers, les contrôles sur les capitaux à court terme peuvent se justifier par l'instabilité qu'une libre circulation comporte. En effet, un important et rapide retrait de capitaux étrangers pose un problème sérieux au financement interne, ce qui peut aggraver l'endettement privé et public tout en déprimant le taux de change. La libre circulation des capitaux à court terme peut engendrer des déséquilibres macroéconomiques particulièrement graves, ce qui permet de justifier la mise en place d'un système de contrôle même en cas d'une libéralisation financière interne.

1.4 Le régime de changes flexibles

La libre négociation de la monnaie nationale avec les autres devises, amène à considérer le régime de change. On pourrait soutenir que la suppression des contrôles sur les intérêts et les crédits devrait s'appliquer, par analogie, aux taux de change. Ainsi, afin de compléter la libéralisation financière, il faut laisser au marché la tâche de fixer le taux de change. Cela justifie le régime de changes flexibles.

Une autre raison, probablement plus importante, conduit vers le régime de changes flexibles dans un contexte de libéralisation. L'argument, soutenu par Mundell (1963), pose l'incompatibilité entre la libre circulation des capitaux, l'autonomie monétaire et le régime de changes fixes. Ces trois objectifs ne peuvent pas être poursuivis en même temps. La libre circulation des capitaux et le régime de changes fixes réduisent l'autonomie monétaire: la banque centrale est obligée de changer les devises en monnaie nationale à un taux fixe, selon la demande suscitée par les mouvements de capitaux. La politique monétaire dépend alors de la quantité de devises qui entre et sort. Il s'ensuit que si la banque centrale achète des titres contre de la liquidité (opération d'open market), la baisse du taux d'intérêt qui en résulte (*liquidity effect*) favorise la sortie des capitaux, d'où l'échange de monnaie nationale contre les autres devises. Cela comporte l'achat par la banque centrale de liquidité nationale qui compense et annule l'opération précédente. Le raisonnement inverse est valable lors d'une opération de vente. L'autonomie monétaire nationale est entravée aussi par le fait que des pressions inflationnistes (déflationnistes) résultent de la création (destruction) de monnaie centrale à la suite de l'entrée (sortie) de capitaux. Par ailleurs, cette instabilité, notamment en cas d'inflation, peut déclencher une fuite des capitaux qui peut se conclure par la nécessité de dévaluer ou d'abandonner la parité fixe.

Pour sauvegarder, à côté de la libre circulation des capitaux, l'autonomie monétaire et éviter ainsi l'instabilité des prix internes, il est nécessaire d'abandonner le régime de changes fixes. Sous le régime de changes flexibles, la même opération d'open market (achat de titres financiers), pousse vers le bas les taux d'intérêt, ce qui favorise la sortie des capitaux. Cependant, cela se traduit par une dépréciation du taux de change, d'où un effet favorable sur les exportations, et un effet négatif sur les prix (hausse des prix des biens importés). Inversement, la vente de titres contre la monnaie nationale, entraîne la hausse des taux d'intérêt qui attire les capitaux étrangers. Cela fait apprécier le taux de change, d'où un effet de frein sur les exportations, et un effet positif sur les prix (baisse des prix des biens importés, concurrence accrue sur les prix des biens domestiques par la faiblesse des prix des biens étrangers). La politique monétaire peut alors poursuivre ses objectifs, à travers les effets engendrés par le taux de change.

Le régime de changes flexibles comporte la détermination du taux de change sur le marché des devises qui est destiné à se développer et à s'intégrer au marché international. On remarque ainsi l'interdépendance entre la libéralisation externe et la globalisation financière, qui concerne également les mouvements de capitaux cités auparavant.

2. L'intermédiation de marché

La libéralisation financière modifie les modalités de l'intermédiation financière: d'une intermédiation bancaire, on passe au développement d'une intermédiation de marché.

2.1 L'intermédiation financière: de la banque au marché

L'intermédiation financière consiste à mettre en relation les agents à capacité de financement avec les agents à besoin de financement. Les premiers désirent épargner, alors que les deuxièmes désirent investir.

L'intermédiation bancaire suit le principe d'une finance indirecte: entre le prêteur et l'emprunteur s'interpose un intermédiaire qui récolte les dépôts auprès des épargnants, avec lesquels il peut accorder des prêts aux investisseurs. La présence de l'intermédiaire bancaire s'explique par trois raisons. Premièrement, l'intermédiaire peut réaliser des économies d'échelle, notamment par le fait de travailler sur des gros montants, ce qui permet de réduire le coût unitaire des transactions et d'augmenter la diversification du portefeuille. Il réalise aussi des économies de gamme, par la combinaison de différents services offerts (fiduciaire, conseils, assurance...). Deuxièmement, l'intermédiation réduit l'asymétrie d'information qui existe dans toute relation entre prêteur et emprunteur. En effet, ex-ante, la qualité d'un plan d'investissement est mieux connue par l'emprunteur mais celui-ci n'a pas d'intérêt à en informer le prêteur: si la rentabilité est élevée, le prêteur pourrait demander un rendement plus élevé, alors que si la rentabilité est faible, le prêteur pourrait même refuser d'accorder le prêt. De même, ex-post, le rendement effectif de l'investissement n'est pas entièrement connu par le prêteur. L'intermédiaire bancaire, par l'accès direct à des informations confidentielles (notamment les comptes que l'emprunteur possède auprès de lui), par les ressources financières et temporelles qui lui permettent de mieux analyser l'investissement prévu, et par la relation qui s'établit dans le temps avec l'emprunteur, arrive à réduire les asymétries d'information, ce qu'un prêteur individuel peut difficilement réaliser. Troisièmement, l'intermédiaire effectue une transformation des échéances (dépôts liquides face à des prêts à long terme), des taux d'intérêt (fixes au passif et variables à l'actif, d'où la marge d'intermédiation, source de financement pour la banque) et des risques (dépôts à vue sans risques contre prêts risqués). Autrement dit, il y a une opération de transformation entre le passif (dépôts récoltés) et l'actif (prêts distribués) qui favorise le rapprochement entre épargne à investissement.

Par la libéralisation financière, on favorise le développement d'une finance directe qui, au contraire de la finance indirecte, met en relation le prêteur avec l'emprunteur sans passer par un troisième agent (désintermédiation). La finance directe comporte l'émission d'un titre financier par l'emprunteur qui est acheté directement par le prêteur. La liquidité de ces titres est assurée par le fait qu'ils sont librement négociables sur le marché financier. La finance directe s'accompagne ainsi d'une multiplication des intervenants sur le marché monétaire et financier (émission et négociation de titres de toutes échéances) mais aussi d'un processus de titrisation (conversion de crédits bancaires en titres financiers négociables).

Le développement du marché financier réduit l'importance de l'intermédiation bancaire, par la réduction des opérations inscrites au bilan des banques mais il augmente les opérations hors-bilan. Les transactions d'achat et de vente de titres financiers ne se font généralement pas sans l'intervention d'un troisième agent: aux bourses de valeurs, les agents individuels n'ont qu'un accès indirect par les brokers; les banques interviennent en tant que consultants et en tant que gérants de portefeuille tout en réalisant d'autres activités alternatives à l'intermédiation, tels les opérations de courtage⁸ et de *trading*⁹. On assiste aussi au développement des intermédiaires financiers non bancaires, notamment les fonds de placement (souvent gérés directement par les banques). Ces intermédiaires émettent des titres financiers (parts de participation au fond) pour acquérir les fonds nécessaires à l'investissement sur le marché financier. Enfin, les fonds de pension et les assurances, en tant qu'investisseurs collectifs effectuent une intermédiation particulière.

⁸ rapprochement entre vendeur et acheteur d'un titre financier effectué par la banque (le titre ne transite pas dans son bilan).

⁹ opération d'achat par la banque d'un titre financier qui est ensuite vendu à ses clients (le titre transite dans le bilan bancaire).

2.2 La libéralisation du secteur bancaire

Le développement de l'intermédiation de marché ne fait pas disparaître les banques: le crédit bancaire reste une source de financement assez importante, en raison de sa particularité. De plus, l'activité des banques se diversifie. Afin de faciliter l'adaptation des banques au nouveau contexte financier, la libéralisation financière doit réduire les contraintes auparavant imposées aux banques, non seulement sur les variables financières (intérêts, crédits) mais aussi sur le type d'activité (décloisonnement) et sur l'accès à l'activité bancaire (réduction des barrières à l'entrée). Le but étant aussi celui de développer la concurrence.

Le decloisonnement des d'activités bancaires - Si le passage à l'intermédiation de marché met sous pression l'activité bancaire traditionnelle, il est opportun d'amplifier leur marge de manœuvre, de telle façon que les banques puissent s'adapter au nouveau contexte. Cela comporte l'élargissement des activités que les banques peuvent réaliser. Le système d'économie encadrée a été souvent accompagné par le cloisonnement des activités bancaires et financières: séparation entre différents instituts financiers, accès sélectif, circuits de financement non intégrés. L'activité financière est ainsi morcelée en plusieurs compartiments, ce qui facilite le contrôle différencié des taux d'intérêt et l'encadrement du crédit. On retient généralement deux types d'organisation bancaire: le modèle anglo-américain de la spécialisation stricte, et le modèle européen de la banque universelle. Le premier se caractérise par une nette séparation entre établissements bancaires, en fonction de leur activité. En particulier, on retient la distinction entre *commercial banks* et *investment banks*, adoptée aux Etats-Unis en 1933 par le *Glass-Steagall Act*. Les banques commerciales récoltent des dépôts, notamment par un réseau de guichets, avec lesquels elles financent les crédits. Au contraire, les banques d'affaires, dont l'activité est principalement la gestion pour leur propre compte d'un portefeuille et la réalisation d'opérations de financement pour les grandes entreprises industrielles et commerciales, se financent sur le marché interbancaire, le marché monétaire et le marché obligataire. Le modèle de la banque universelle ne comporte pas ces distinctions. Tout établissement de crédit peut réaliser l'ensemble des opérations bancaires: collecte des dépôts, distribution de crédits, émission et gestion de moyens de paiement, opérations sur titres, prise de participations, conseil et assistance en matière de gestion de patrimoine et de gestion financière, notamment pour faciliter la création et le développement des entreprises. Par le decloisonnement de l'activité bancaire, on peut soutenir le modèle de la banque universelle, comme cela a été le cas en France (loi de 1984), après l'abolition en 1967 de la distinction entre banques de dépôts et banques d'affaires.

L'adoption du principe de la banque universelle à la suite de la libéralisation financière doit être nuancée. Premièrement, le decloisonnement des activités bancaires n'implique pas la suppression de toute distinction entre établissements financiers. La séparation entre établissements de crédits et institutions financières non bancaires persiste (seuls les premiers peuvent collecter des dépôts), de même qu'une certaine différenciation en fonction des activités et d'autres caractéristiques¹⁰. Ainsi, en Suisse¹¹, on distingue les banques cantonales, les grandes banques, les banques régionales, les banques Raiffeisen et les banques privées. Par ailleurs, malgré le decloisonnement des activités, on peut assister à un processus de spécialisation, résultat des différentes stratégies bancaires et non pas d'une imposition légale. Deuxièmement, la banque universelle n'est pas nécessairement une caractéristique exclusive de la finance libéralisée. Enfin, on assiste aussi au développement de la bancassurance qui est une tentative de rapprochement entre deux types d'activités financières traditionnellement distinctes.

La réduction des barrières à l'entrée - Il s'agit d'ouvrir le secteur bancaire aux établissements étrangers, de supprimer les séparations géographiques (comme aux États-Unis, avec la mise en discussion du *McFadden Act* adopté en 1927 et interdisant le libre établissement d'une banque dans plusieurs Etats; d'ailleurs la même question se pose de nos jours pour le secteur bancaire européen considéré dans son ensemble¹²). Cependant, il peut aussi s'agir tout simplement de la possibilité d'ouvrir une nouvelle banque. Néanmoins, en raison de la particularité de l'activité bancaire, les barrières à l'entrée dans ce secteur ne sont jamais entièrement levées.

La privatisation des banques - La libéralisation du secteur bancaire pousse l'État à privatiser les banques dont il était propriétaire. Cela a été le cas en France en 1986, après les nationalisations de 1945 et de 1982. Et, comme on l'a vu, cela a été aussi le cas en Nouvelle-Zélande. De façon analogue, on peut mettre en cause la garantie des

¹⁰ C'est par exemple le cas de la structure du capital: à côté des sociétés anonymes cotées ou pas, on trouve des sociétés coopératives, des sociétés dont la garantie est entièrement assumée personnellement par le propriétaire,...

¹¹ cf. la statistique bancaire de la Banque Nationale Suisse.

¹² En Suisse, la séparation géographique des banques cantonales a été elle aussi mise en discussion.

dépôts que l'État assure parfois à ses établissements (c'est par exemple le cas des banques cantonales suisses), de même que le rôle bancaire souvent assumé par la poste.

La libéralisation du secteur bancaire s'accompagne d'un processus de restructuration: chaque établissement modifie ses activités (diversification, spécialisation) et sa structure (organisation interne, fusions, acquisitions), afin de s'adapter au nouveau système. Ce processus peut contribuer à la réduction du nombre des établissements bancaires¹³, et à la concentration des activités.

2.3 Le développement des marchés de capitaux

Dans un contexte de finance libéralisée, les marchés de capitaux deviennent un lieu important du financement de l'économie: on y négocie les titres financiers (instruments de financement et formes d'épargne alternatives aux prêts et aux dépôts bancaires). On parle de marchés au pluriel, car il n'y a pas un seul marché. Les marchés de capitaux se différencient en fonction du type de titre négocié et des agents qui y interviennent¹⁴. Par ailleurs, il faut aussi prendre en compte les marchés de devises, indispensables pour le fonctionnement des marchés de capitaux entre différents pays.

Le marché monétaire comporte généralement une partie réservée aux instituts bancaires (marché monétaire interbancaire, sur lequel la banque centrale intervient en influençant le taux d'intérêt), ainsi qu'une partie accessible à tous les agents (marché monétaire élargi). Sur les marchés monétaires, sont émis et échangés des titres dont la durée va du très court terme jusqu'au moyen terme.

Le marché financier concerne les valeurs mobilières, principalement des obligations et des actions. Les émissions de nouveaux titres ont lieu sur le marché primaire, alors que les échanges des titres existants s'effectuent sur le marché secondaire, sur lequel le prix de ces actifs financiers est déterminé.

Enfin, on peut retenir le marché hypothécaire, qui donne la possibilité de négocier des créances hypothécaires titrisées, et les marchés de produits dérivés, sur lesquels sont négociés des contrats à termes ou des options, dont le but est de couvrir le risque des agents.

Cette rapide classification permet de retenir les éléments de la libéralisation financière qui concernent les marchés de capitaux et qui en favorisent l'essor.

L'accès des agents aux marchés - Dans le cas d'une finance encadrée, l'accès aux marchés financiers, s'ils existent, est très limité. Par la libéralisation, on élargit cet accès à plusieurs agents. On donne alors la possibilité, en particulier aux agents non financiers, d'émettre des titres financiers, comme les billets de trésorerie. L'accès en tant qu'émetteur de titres n'est pas sans limites. En particulier, la réglementation des marchés des actions est particulièrement stricte (capital propre minimum, exigences de publications régulières des comptes sujets à une révision indépendante). Ces restrictions limitent l'accès aux petites et moyennes entreprises qui restent ainsi encore dépendantes du crédit bancaire. C'est pour cette raison qu'a été créé le "nouveau marché", comme le Nasdaq américain, dont les conditions sont moins restrictives. Il faut remarquer que sur le marché monétaire et sur le marché financier, l'État intervient largement en tant qu'emprunteur, entrant ainsi en concurrence avec les entreprises financières et commerciales. Si l'accès en tant qu'émetteur est réglementé, l'accès en tant que prêteur l'est moins: tout agent privé (personne physique ou juridique) peut y intervenir. Ces agents doivent généralement passer indirectement par une banque ou par un broker qui, eux, ont un accès direct au marché.

La segmentation et l'intégration des marchés - En règle générale, il n'y a pas la création d'un marché de capitaux unique. Cela peut s'expliquer par la nécessité d'une réglementation différenciée en fonction du type des opérations et des titres négociés. Ainsi, l'ouverture du marché monétaire s'accompagne du développement du marché interbancaire, strictement réservé aux établissements de crédit. Cette distinction permet à la politique de la banque centrale d'être plus efficace, notamment par la présence réduite d'acteurs. De même, on peut prévoir la création d'un marché de valeurs mobilières particulier, qui s'adresse à une certaine catégorie d'entreprises: c'est l'exemple des "nouveaux marchés". Malgré cette segmentation, les marchés sont intégrés à l'interne (niveau

¹³ Ainsi, par exemple le nombre d'établissements bancaires est passé en France de 1033 (1984) à 593 (1995). Cette réduction, à différents degrés, s'est vérifiée dans la majorité des pays industrialisés (cf. Plihon, 1998 - p. 28). La Nouvelle-Zélande a, au contraire, vécu une évolution différente: de 4 établissements (tous publics) en 1987 on est passé à plus de 20 en 1991, en retournant à 17 en 1999 (cf. Stinson, 2000 - pp. 7-8).

¹⁴ De Mourgues (2000 - pp. 147-182), Ferrandier & Koen (1997), Plihon (2001 - pp. 55-59).

national) et, à la suite de la libre circulation des capitaux, aussi à l'externe. Autrement dit, les agents peuvent effectuer des opérations sur l'ensemble de ces marchés ce qui contribue à renforcer l'interdépendance de ces marchés. On sait d'ailleurs, que si le marché des actions perd son attrait, le marché des obligations peut reprendre vigueur. De même, les marchés de produits dérivés sont liés aux titres sous-jacents, négociés sur les marchés financiers. L'intégration réduit la distinction entre le court terme et le long terme, de telle sorte que la classification entre marché monétaire (titres à court terme) et marché financier (titres à long terme) concerne plus la durée du titre que son degré de liquidité.

La réglementation des marchés - Malgré la libéralisation, les marchés de capitaux restent réglementés. Le but est la stabilité et la continuité du marché lui-même. L'accès, les titres et les opérations ne sont pas libres au sens que tout est permis mais ils doivent respecter des règles qui ne sont pas nécessairement définies par l'État. Il existe des réglementations générées par les acteurs eux-mêmes, en particulier les banques. La réglementation favorise la standardisation des instruments financiers, ce qui en facilite la négociation. Enfin, à côté des marchés réglementés, il existe les marchés qui ne le sont pas: il s'agit des marchés "de gré à gré" sur lesquels les opérations se négocient directement entre les parties, sans restrictions particulières.

Historiquement, au XIX^e comme au XX^e siècle, l'indépendance des banques centrales survient en même temps que des périodes de libéralisation financière. De même, la dépendance est liée aux périodes dans lesquelles l'État a voulu diriger l'économie ou, parfois même, tout soumettre à son pouvoir. Est-ce qu'il s'agit de simples coïncidences ou est-ce qu'il existe une raison de la relation entre les deux termes? Par ailleurs, la libéralisation financière pourrait également s'étendre au domaine monétaire et viser la suppression du monopole d'émission. Dans cette perspective, quelles sont les raisons qui permettent de justifier l'existence de la banque centrale?

Pour répondre à ces questions, il faut d'abord retenir les fonctions d'une banque centrale (chapitre VI). On pourra alors justifier l'indépendance de la banque centrale en prenant également en compte la modalité contractuelle de celle-ci (chapitre VII).

CHAPITRE VI

LE SYSTÈME DE PAIEMENTS ET LA BANQUE CENTRALE

L'expérience historique montre que la monnaie a été liée à l'autorité, au pouvoir politique. Le roi des Lydiens, Gygès, semble avoir introduit pour la première fois en Occident au VII^e siècle avant Jésus-Christ des pièces de monnaie pourvues d'un sceau et ayant cours légal afin, semble-t-il, de rémunérer les mercenaires. Au I^e siècle avant Jésus-Christ, aux temps d'Auguste, la frappe des monnaies était un privilège de l'empereur romain. Plus tard, cette activité a été assumée par les princes et les rois qui apposaient leur sceau sur les pièces de monnaie, certifiant ainsi, non sans abus, le contenu en métal. À nos jours, l'État intervient par l'action de la banque centrale, autorité parfois à capital privé mais soumise à une législation particulière. La monnaie est aussi en rapport étroit avec la nation, la communauté: l'unification monétaire a souvent accompagné la naissance des États-nations au XIX^e siècle.

L'apparition de la monnaie a été expliquée soit par la théorie de la contrainte légale, selon laquelle la monnaie est le résultat d'une volonté politique, soit par l'émergence spontanée en tant que convention entre les individus.

“La monnaie est devenue, en vertu d'une convention, pour ainsi dire, un moyen d'échange pour ce qui nous fait défaut. [... la monnaie est une] institution, non pas naturelle, mais légale [...] et] il est en notre pouvoir, soit de la changer, soit de décréter qu'elle ne servira plus.”

(Aristote, Éthique de Nicomaque, Paris, édition 1992 - p. 148)

“[La convention] n'est qu'un sens général de l'intérêt commun, sens que les membres de la société s'expriment les uns aux autres, et qui les conduit à régler leur comportement selon certaines règles. [...] Quand ce sens commun de l'intérêt est mutuellement formulé et qu'il est connu des deux, il produit une résolution et un comportement qui lui correspondent. Et cela, on peut l'appeler avec assez d'à propos une convention ou un accord entre nous, bien que fasse défaut la médiation d'une promesse, puisque les actions de chacun d'entre nous font référence à celles de l'autre et sont accomplies en supposant que de l'autre côté, on doit aussi accomplir quelque chose. [...] La règle qui porte sur la stabilité des possessions découle moins de conventions humaines qu'elle ne se développe peu à peu, acquérant des forces en progressant lentement et par l'expérience répétée des inconvénients liés à sa transgression. Cette expérience nous procure, au contraire, encore plus l'assurance que le sens de l'intérêt est devenu commun à tous nos semblables et nous donne confiance quant à la régularité de leur conduite dans l'avenir; et notre modération comme notre abstention ne se fondent que sur l'attente de cette régularité. C'est d'une manière semblable que les langues sont graduellement établies par des conventions humaines, sans aucune promesse. C'est d'une manière semblable que l'or et l'argent deviennent les mesures courantes de l'échange et sont jugés comme des paiements suffisants pour ce qui a cent fois leur valeur.”

(Hume, [1740] 1993 - pp. 90-91)

L'existence de la monnaie, tout comme le langage ou la propriété privée, serait d'après David Hume¹⁵ le résultat d'un accord collectif tacite qui résulte d'une prise de conscience commune des avantages collectifs d'un tel choix. La codification légale serait une prolongation de cet accord et non pas l'origine première. Toutefois, dans les deux cas, la monnaie reste liée à la collectivité et à ses institutions.

¹⁵ Pour une interprétation de la pensée de David Hume dans le sens qu'on vient d'illustrer cf. Wennerlind (2001).

La monnaie est étroitement liée au marché. D'après les manuels d'économie, la monnaie est le résultat du marché, afin de surmonter les difficultés d'un système d'échange fondé sur le troc. Une autre interprétation peut être envisagée: la monnaie serait l'élément fondateur d'une économie d'échange. C'est l'hypothèse marchande retenue par Aglietta & Orléan (2002), d'après laquelle il n'y a pas d'échange sans une monnaie préalable. La monnaie n'est pas le résultat mais la raison d'être de l'économie marchande. Dans les deux cas, la monnaie et le marché sont interdépendants. Le développement des transactions économiques s'accompagne d'un développement, postérieur ou préalable, des moyens de paiement. Le marché ne fonctionne que s'il existe une monnaie qui permet de réaliser des transactions économiques.

“Il faut [...] un nombre proportionnel de chaussures pour équivaloir à une maison ou à l'alimentation d'une personne, faute de quoi il n'y aura ni échange ni communauté de rapports. Ce rapport ne serait pas réalisé, s'il n'existait un moyen d'établir l'égalité entre des choses dissemblables. Il est donc nécessaire de se référer pour tout à une mesure commune [...]. Et cette mesure, c'est exactement le besoin que nous avons les uns des autres, lequel sauvegarde la vie sociale [...]. Car, s'il n'y avait pas d'échanges, il ne serait y avoir de vie sociale; il n'y aurait pas davantage d'échange sans égalité, ni d'égalité sans commune mesure.”

(Aristote, *Éthique de Nicomaque*, Paris, édition 1992 - pp. 148-149)

La monnaie est une condition au fonctionnement du marché. Elle est une institution nécessaire au marché au même titre que la certitude du droit et le respect de la propriété sans lesquels la signature de contrats et les échanges de biens seraient entravés. La monnaie donne vie et rend efficace les relations économiques: elle unifie et elle met en relation un ensemble d'agents. Reconnaître une monnaie, signifie adhérer à l'espace économique auquel elle se réfère. Entrer en sa possession signifie pouvoir participer à cet espace. L'adoption d'une monnaie unique a souvent été un facteur de renforcement des relations économiques. De nos jours, la création de l'euro, en tant que désir de s'accorder sur un seul étalon et sur un seul instrument de paiement, signe la même volonté au niveau européen.

En tant qu'instrument de paiement généralement accepté à l'intérieur d'une économie marchande, la monnaie appartient à la sphère collective qui définit les institutions. La monnaie n'est pas un objet privé, elle est principalement une institution collective qui réalise une médiation entre des agents privés.

La libéralisation financière renforce la nécessité d'un instrument monétaire par l'essor du marché financier qu'elle implique. Le marché financier est un lieu d'émission (marché primaire) et d'échange (marché secondaire) d'actifs financiers. Ces opérations se réalisent par des paiements entre agents. Le système de paiements constitue, en conséquence, une condition indispensable au fonctionnement du marché financier¹⁶. La libre circulation des capitaux exige à son tour un système de paiements stable et efficient au niveau international.

Si la monnaie est nécessaire au marché, il n'est pas dit que l'initiative privée soit capable de se la donner ou de la gérer par lui-même. Dans ce contexte on peut placer le débat entre *free banking* et *central banking*. On pourrait, en effet, croire que l'existence d'une monnaie centrale et d'une banque centrale monopoliste crée des marges pour poursuivre la libéralisation financière. C'est la perspective du *free banking*¹⁷ qui souhaite la suppression du monopole étatique de l'émission monétaire, afin de réaliser un système dans lequel plusieurs monnaies privées sont en concurrence. La justification d'une telle position est double¹⁸: une première considère le secteur bancaire comme comparable à tout autre secteur économique, ce qui rend incompréhensible un traitement différent quant au degré de concurrence¹⁹; une deuxième justification repose sur la critique que toute autorité publique, émission monétaire comprise, est inefficace. Cependant, le *free banking* ne semble pas avoir réussi à assurer la stabilité du système, ni même à surmonter l'évolution historique spontanée qui conduit vers l'émergence de la banque centrale. Le système de paiements hiérarchisé admet la multiplicité des émetteurs (toute banque secondaire émet une monnaie secondaire), seule l'émission de la monnaie centrale (hiérarchiquement supérieure) est monopolisée par la banque centrale. Le *central banking* est compatible avec la concurrence des banques secondaires entre elles pour les activités d'intermédiation monétaire et financière. La monnaie centrale sert d'instrument de

¹⁶ Le développement des marchés financiers requière aussi la mise en place d'un système de *settlement* pour l'échange de titres financiers (*Securities Settlement Systems*), tout autant stable et efficient qu'un système de paiements, avec lequel il doit être en étroit rapport.

¹⁷ cf. Capie & Goodhart & Schnadt (1994 - pp. 85-91).

¹⁸ Goodhart (1988 - ch. 2).

¹⁹ Cette approche est soutenue par Bagehot, qui est tout de même conscient de la difficulté de changer le système centralisé en place, surgit d'une lente évolution historique (Bagehot, [1873] 1999 - ch. II, pp. 66-68 et ch. XIII, pp. 329-332).

paiement interbancaire, permettant l'intégration des différents acteurs. Si les monnaies privées sont interconvertibles, comme c'est le cas entre devises internationales, la monnaie centrale permet de stabiliser le rapport de conversion. Le *free banking* ne fait que ramener à une situation de multiplicité des créances privées, sans comprendre l'intérêt des spécificités d'une monnaie centrale et des fonctions d'une banque centrale. Malgré le fait que ces éléments peuvent être réalisés par une autorité privée²⁰, il faut différencier entre la privatisation des fonctions de la banque centrale et le mode de décision qui, pour ces fonctions, est collectif.

Si le libéralisme, dans son contenu le plus radical, cherche à renier toute gestion publique, une voie plus réaliste admet la compatibilité d'une finance libéralisée avec l'existence de la banque centrale en tant qu'institution collective. En abordant l'indépendance de la banque centrale, on assume implicitement une position favorable au *central banking*. Ce choix est compatible avec les caractéristiques propres à la monnaie et au système de paiements hiérarchisé (section 1) ainsi qu'avec la rationalité collective de la banque centrale (section 2).

²⁰ C'est notamment le cas de caisses de compensation gérées et détenues directement par les banques commerciales.

1. Le système de paiements hiérarchisé

La banque centrale se place au sommet d'un système de paiements pyramidal par la hiérarchie établie entre les monnaies secondaires et la monnaie centrale. Afin de comprendre ce rôle, on doit retenir la logique d'émission d'un paiement.

1.1 Les fonctions de la monnaie et l'émission d'un paiement

Depuis Aristote²¹, on sait que la monnaie est une unité de compte, une réserve de valeur et un moyen qui permet l'échange. À ces trois fonctions, il faut ajouter celle d'instrument de paiement, parfois sous-entendu à la fonction d'échange mais qui est distincte.

1.1.1 Définition fonctionnelle de la monnaie

En tant qu'unité de compte, la monnaie est un étalon de valeur indispensable pour quantifier et confronter des variables économiques. La référence à un seul étalon permet la commensurabilité des biens, condition nécessaire pour assurer la justice commutative et indispensable à l'échange. En tant qu'unité de compte, la monnaie est numérique²² et immatérielle, le prix n'est qu'une utilisation de cette unité, comme la distance entre deux villes n'est qu'une expression en termes de "kilomètres". Cette même distance peut s'exprimer en "miles": l'unité de compte est différente mais la distance réelle reste la même. Ainsi, on peut exprimer un prix dans une unité de compte différente, sans que le contenu réel soit changé. L'immatérialité, lui donne une dimension abstraite, appropriable par l'esprit humain.

En tant qu'instrument d'échange, la monnaie permet les échanges des produits entre les agents, en tout respect de la justice commutative. Par cette fonction, la monnaie est intimement liée à l'économie marchande (elle est, en tant qu'instrument d'échange collectivement reconnu, une institution constitutive du marché), et aux droits de propriété (l'échange de biens est essentiellement un échange de droits à posséder des biens: la monnaie permet le transfert de ces droits). Par ailleurs, la monnaie elle-même fait l'objet d'une possession. Tout actif monétaire est sous la propriété d'un agent particulier.

La réalisation des échanges passe par les paiements. Le paiement est un règlement définitif entre deux individus, par lequel le payeur cède un actif monétaire et le payé en gagne un d'un montant équivalent²³. Cette opération est définitive, dans le sens qu'une fois effectuée, le payeur n'a plus d'engagement vis-à-vis du payé, et le payé n'a plus de créances sur le payeur. Le paiement permet de solder une dette mais aussi d'entrer en possession d'un bien réel.

Enfin, la monnaie reflète des biens réels: elle est une réserve de valeur. Détenir un actif monétaire, signifie être en possession d'un droit à acheter, un droit à consommer. À tout moment, on peut céder l'actif en contrepartie d'un bien réel. L'actif monétaire est l'expression numérique du bien réel qu'on peut potentiellement acquérir. En tant que réserve, la monnaie s'inscrit dans la durée: le droit à consommer perdure dans le temps, jusqu'au moment de son exercice.

On peut différencier la monnaie, selon l'état dans lequel elle se trouve, comme toute matière qui d'un état solide se transforme dans un état gazeux: la monnaie-flux, l'actif monétaire et l'actif financier²⁴.

La monnaie-flux, c'est la monnaie à l'instant du paiement. Elle ne traverse pas le temps: la monnaie-flux est créée et détruite dans l'instant, celui du paiement. Elle n'est donc pas une réserve de valeur. Si elle l'était dans les mains du payeur, le paiement n'aurait pas encore eu lieu (le payé n'a rien reçu: le payeur n'a rien dépensé), et si elle l'était pour le payé, alors le paiement aurait déjà eu lieu (le payeur ayant déjà perdu son droit). Le temps du paiement est l'instant, moment dans lequel toute transaction a lieu et dans lequel la monnaie-flux existe.

²¹ Aristote - Éthique de Nicomaque, Livre V, Chapitre V.

²² C'est le numéraire de Walras, monnaie en tant que nombre pur.

²³ Dans l'hypothèse d'absence de frais de transactions, ceux-ci n'étant que le prix du service (l'opération de paiement) réalisée par l'intermédiaire (banque, poste, ou autre institut).

²⁴ Rattaggi (1994 - pp. 38-43).

L'actif monétaire (pièces de monnaie ou dépôt bancaire) est un pouvoir d'achat (droit à acquérir) par le fait qu'il peut générer une monnaie-flux, c'est-à-dire qu'il peut engendrer à tout moment un paiement. L'actif monétaire persiste dans le temps, en tant que réserve de valeur, jusqu'au moment de sa consommation (exercice du droit), opération dans laquelle l'actif est détruit. L'actif monétaire ne représente pas un bien particulier mais il fait référence à un ensemble de biens dans lesquels il peut être, à tout moment, converti.

L'actif financier (action, obligation ou tout autre placement financier) traverse le temps comme l'actif monétaire mais ne peut pas être utilisé directement en paiement. À la différence de l'actif monétaire, droit immédiat à la consommation, l'actif financier est le renoncement à un droit immédiat. Son droit à consommer est différé dans un temps futur: le droit immédiat étant cédé à un autre individu sur lequel le détenteur de l'actif financier a une créance monétaire (reconnaissance de dette de l'emprunteur, agent identifiable et unique). Pour pouvoir être consommé, l'actif financier doit être cédé en contrepartie d'un actif monétaire. L'actif financier survit à cette opération d'échange, comme à celle de consommation, car il est préalablement transféré à l'agent qui fournit l'actif monétaire consommé. Si l'actif monétaire est liquide, l'actif financier ne l'est pas: sa liquidité dépend de l'existence d'un marché financier qui puisse assurer la présence continue d'un acheteur possible. C'est le rôle des marchés secondaires, sur lesquels les actifs financiers sont échangés.

1.1.2 L'émission d'une unité de paiement

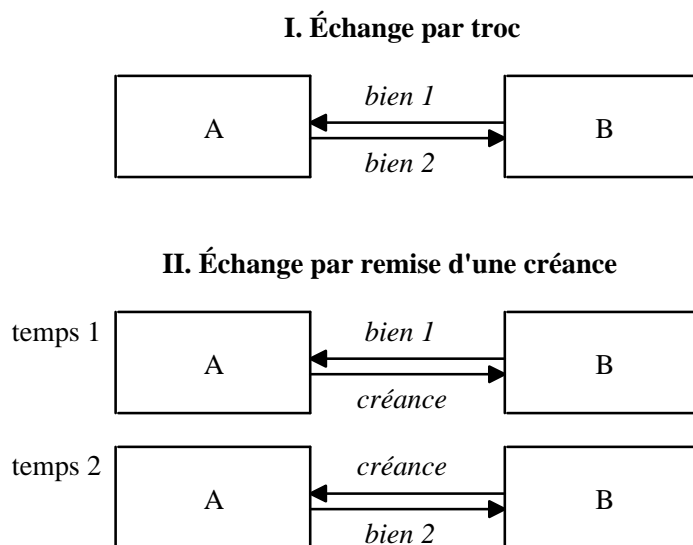
Considérons l'opération d'échange sans monnaie (cf. Figure 3-1, I.), c'est-à-dire le troc, dans lequel deux individus s'échangent réciproquement deux biens. Cela requiert trois conditions: (1) la double coïncidence des intérêts, c'est-à-dire le fait que A soit disposé de céder le bien 2 contre le bien 1 et que B soit disposé de céder le bien 1 contre le bien 2; (2) un accord sur les quantités des biens à s'échanger; (3) l'absence d'un délai temporel entre la cession du bien 1 et la cession du bien 2, faute de quoi on se place dans le cas suivant, celui fondé sur la créance.

"[...] le commerce des hommes ne se limite pas à l'échange de marchandises, mais peut s'étendre aux services et aux actions que nous pouvons échanger pour notre avantage et notre intérêt réciproques. Votre blé est mûr aujourd'hui, le mien le sera demain. Il nous est profitable à tous deux que je travaille avec vous aujourd'hui et que vous m'aidiez demain. Je n'ai pas de bonté pour vous, et je sais que vous en avez aussi peu pour moi. Par conséquent, je ne me donnerai pas de peine pour votre compte et je sais que si je travaillais avec vous pour le mien, espérant votre aide en retour, je serais déçu et que c'est en vain que je dépendrais de votre gratitude. Dès lors, je vous laisse travailler seul et vous me traitez de la même manière. Les saisons changent, et tous deux nous perdons nos récoltes par manque de confiance et de garantie mutuelles."
(Hume, [1740] 1993 - p. 126)

La citation de David Hume met en évidence les limites du troc, en particulier le caractère trop restrictif de la troisième condition. Souvent, les échanges ne sont pas immédiats: un délai temporel s'interpose entre la cession des deux biens. Il apparaît ainsi nécessaire d'adopter un système fondé sur la créance mais comme nous le fait encore comprendre Hume, cela nécessite une confiance entre les individus. L'émission d'une créance de A à B (cf. Figure 3-1, II.), en contrepartie du bien 1 que B cède à A, permet de disjoindre l'échange en deux opérations temporellement distinctes. Avec la première opération, A cède implicitement à B une créance, celle-ci peut être explicitée par la cession d'un titre, d'une reconnaissance écrite de dette. Cependant, par le fait qu'il s'agit d'une promesse, il faut encore que A s'engage à la respecter: l'opération au temps 1 doit être suivie par l'opération au temps 2. Néanmoins cet engagement est aussi important si B cherche à céder le titre à C. En effet, C n'acceptera la créance sur A que s'il croit à un effectif respect de la promesse, qui concerne en fin de compte la solvabilité de A. Le principal problème des créances privées est le fait qu'après la première opération, B reste encore lié à A. L'agent B n'a pas été définitivement payé par A, la preuve est que B est titulaire d'une créance sur A, et qu'il faut l'opération au temps 2 pour annuler toute relation entre A et B. En effet, aucun agent ne peut payer par l'émission d'une créance sur lui-même. A ne peut payer B, d'une façon définitive, qu'en lui cédant un bien réel, ou en faisant appel à un troisième acteur. C'est le cas de l'émission monétaire, par l'intermédiation d'une banque²⁵.

²⁵ Plusieurs éléments de ce paragraphe dérivent de Schmitt (1988 - pp. 53-102). Pour d'autres présentations cf. Cencini (1999 - pp. 19-47), Rossi (1996 - pp. 59-69) et Rattaggi (1994 - pp. 197-211).

Figure 3-1 Échange de biens sans utilisation d'une monnaie



Dans nos économies modernes, le moyen de paiement est principalement bancaire: la banque intervient en tant qu'agent qui assume le paiement de A en faveur de B. L'individu A donne à la banque un ordre de payer B, la banque émet alors un paiement, par simple écriture bancaire, en faveur de B. L'individu A est débité, et B est crédité par la banque qui s'interpose ainsi entre les deux agents. Après le paiement, la banque est débitrice de B, tout en étant créancière de A. La relation directe entre A et B a disparu, celle-ci étant remplacée par deux relations dont l'agent commun est la banque. Le paiement est définitif, dans le sens que A n'est plus débiteur vis-à-vis de B, et que celui-ci n'est plus créancier de A.

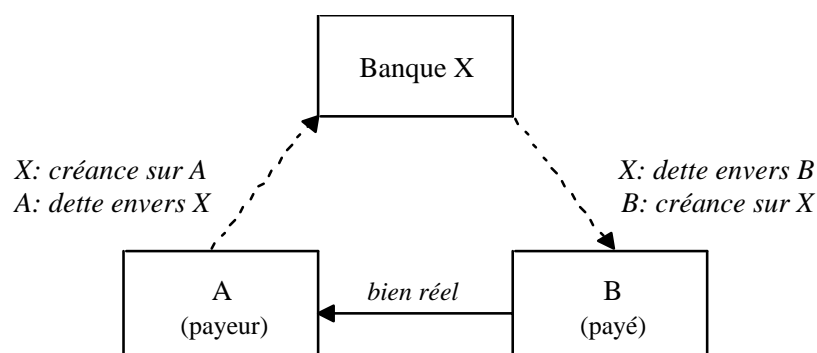
Pour être plus précis, l'émission d'une unité de paiement comporte deux étapes logiquement distinctes.

Première étape - La banque X crédite et débite en même temps A d'un montant de x unités. Il s'agit d'une opération de création-destruction de monnaie. Cette opération ne nécessite pas un fonds monétaire préalable: la logique même d'une création exige l'apparition d'un objet nouveau et non pas la simple transmission d'un objet préexistant. Il faut que cette création soit financée: il faut que le crédit soit suivi d'un débit, faute de quoi la banque pourrait créer de façon nette des fonds monétaires (crédit sans débit). Le débit est formé dans l'opération elle-même: il n'est pas préalable. D'un côté A reçoit un dépôt mais de l'autre il doit le rendre à la banque, ce qui n'affecte en rien les positions nettes des deux agents, d'où l'importance de l'étape suivante.

Deuxième étape - La banque X débite A, en créditant B. Il s'agit d'une opération d'intermédiation: le dépôt de A (au passif du bilan de X) est attribué à B. Cette attribution ne peut pas avoir lieu sans l'étape précédente, faute de quoi on serait dans une logique de transmission (prêt d'un objet préalable) et non pas de création (nouvelle émission). Cette étape n'est pas chronologiquement successive à l'étape précédente: le paiement se compose de ces deux étapes logiques, instantanément réalisées.

Après la réalisation de ces étapes, on peut constater les résultats (cf. Figure 3-2): l'individu A est débiteur de la banque X pour un montant de x unités (la banque inscrit ce crédit à son actif), alors que B a acquis un dépôt bancaire, c'est-à-dire une créance sur la banque que celle-ci inscrit au passif. Bien que A ait reçu des biens réels de B, contre lesquels il n'a rien donné directement, il n'y a aucune relation qui persiste entre A et B. L'agent A a définitivement payé B, celui-ci ne possède après l'opération aucune créance sur A. Sa créance est sur la banque X qui a pris la place de A.

Figure 3-2 **L'intermédiation monétaire d'une banque**



Afin de compléter l'illustration, on peut encore formuler les remarques suivantes.

(1) La créance sur la banque X, détenue par B, n'est généralement pas soldée à travers la cession d'un bien réel de la banque en faveur de B. En effet, dans une autre opération de paiement, dans laquelle B paie un agent C en contrepartie d'un bien réel, B entre en possession d'une dette envers la banque X avec laquelle il peut compenser sa créance. À la fin de cette opération, B a une position nette envers la banque qui est nulle. Cela correspond au fait qu'il a complété ses échanges: le bien réel cédé à A a été compensé par le bien réel obtenu depuis C. L'égalité des montants nominaux de la créance et de la dette sur X assurent l'équivalence entre ces deux biens réels.

(2) Le paiement comporte une intermédiation monétaire (paiement effectué par X, pour le compte de A, en faveur de B) qui diffère de l'intermédiation financière. Celle-ci consiste à prêter à un individu D, l'actif monétaire (dépôt) possédé par B. Cette opération présuppose l'existence d'un actif monétaire, qui est l'objet du prêt. Si l'agent B renonce temporairement à la jouissance de son actif, la banque X peut le prêter à D. Ensuite, D devra rembourser à la banque le prêt reçu, afin que B puisse à nouveau bénéficier de son actif. Cet actif est seulement prêté et non pas définitivement cédé à D. Au contraire, le dépôt reçu par B, lui appartient entièrement et définitivement: il ne doit pas le rembourser.

(3) La banque X ne crée pas une réserve de valeur (actif monétaire) mais seulement un paiement (monnaie-flux). L'actif monétaire, c'est-à-dire le dépôt que l'individu B détient à la fin de l'opération n'a pas été généré par la banque elle-même. La banque ne peut pas créer des dépôts nets (crédit sans débit) mais seulement des opérations de crédit-débit. Globalement, l'actif et le passif de son bilan, tout en augmentant de volume, restent en parité: ce qu'elle inscrit à l'actif, elle l'inscrit aussi au passif. Ce n'est que par la dissociation entre les deux individus (l'actif par rapport à A, et le passif par rapport à B), que l'opération a du sens. Mais cette dissociation résulte d'une relation réelle entre A et B (B a travaillé pour A, ou A a acheté un bien à B). La banque ne fait qu'émettre des signes numériques qui n'ont de valeur que par le fait qu'ils s'appuient sur des opérations réelles. La banque n'émet qu'une monnaie-flux (unité de paiement), alors que la valeur monétaire (le pouvoir d'achat représenté par l'actif monétaire) résulte de la présence d'un objet produit par l'économie réelle. La banque ne fait que mettre en relation cet objet avec une forme numérique: elle assume des paiements mais elle ne génère pas des actifs. Cela est particulièrement important, la conséquence étant le fait que la croissance économique revient au système productif, lieu dans lequel le travail se réalise, et non pas au sein de la banque. Certes, la monnaie joue un rôle important mais la source première de la richesse économique revient au travail, à la production.

(4) Reste encore à savoir pourquoi B accepte d'acquiescer une créance sur la banque X, son intérêt étant d'entrer en possession d'un bien réel correspondant à celui qu'il a cédé. Autrement dit, quel est le sens du dépôt acquis par B? L'actif monétaire qui résulte du paiement reflète une relation réelle entre A et B: la rémunération d'un travail effectué par B en faveur de A, ou l'achat de A d'un bien de consommation auprès de B. Dans le premier cas, le dépôt correspond au salaire que B a gagné par son travail, signe de la monétisation d'une nouvelle production. Autrement dit, il y a formation d'un nouveau pouvoir d'achat, à la fois réel (les biens produits) et

monétaire (le dépôt bancaire). Dans le deuxième cas, le dépôt que B trouve à la fin du paiement, constitue le chiffre d'affaire réalisé par la vente d'un bien de consommation. Cette opération n'est possible que si A possède préalablement un pouvoir d'achat, généré par la monétisation d'une production. Dans cette opération, au contraire de la précédente, un pouvoir d'achat préexistant est détruit: A perd, dans l'acte même d'acheter le bien, son droit à consommer. Le dépôt que B reçoit est le chiffre d'affaires qui résulte de la vente de ce même bien, duquel le vendeur doit déduire les coûts de production avant de le considérer comme un pouvoir d'achat net (profit). L'achat d'un titre financier (bien capital) en lieu d'un bien de consommation, constitue une situation différente par le fait que le pouvoir d'achat préexistant n'est pas détruit mais cédé au vendeur en contrepartie du titre financier. Autrement dit, il y a une permutation de propriété à la fois sur un dépôt bancaire (de A à B) et sur un bien capital (de B à A). Dans les trois cas, le dépôt dont B entre en possession, n'existe qu'en raison de l'existence d'un bien réel produit ou vendu par ce même individu en faveur de A. C'est d'ailleurs la raison du paiement: A n'est généralement pas un bénévole qui effectue des paiements contre rien²⁶ mais un agent économique qui rémunère ses travailleurs ou qui paye ses achats de biens de consommation ou de biens capitaux.

1.2 Le rôle de la banque centrale et de sa monnaie

La monnaie émise par la banque centrale (monnaie centrale) possède des caractéristiques qui lui sont propres et qui expliquent la spécificité de la banque centrale.

1.2.1 La banque des banques

Jusqu'à présent on a parlé de banque d'une façon générale mais il est nécessaire de différencier les banques secondaires de la banque centrale. L'émission de l'unité de paiement, telle qu'on vient de l'illustrer, ne nécessite pas nécessairement la présence d'une banque centrale: elle est d'ailleurs réalisée par les banques secondaires. Les paiements sont en effet le plus souvent effectués par les banques secondaires. Cela signifie, au contraire de ce qu'on pourrait penser, que la création monétaire n'est pas une exclusivité de la banque centrale. Il est alors nécessaire de considérer le rôle spécifique de la banque centrale au sein du système de paiements, rôle qui la différencie des banques secondaires.

Admettons le cas d'un individu A qui possède un compte auprès de la banque X et qui doit payer l'individu B qui possède un compte auprès de la banque Z. Le paiement entre A et B comporte un deuxième paiement entre X et Z. Le paiement entre les individus passe par un paiement interbancaire. La banque X est, à la suite de l'ordre de paiement de A, débitrice de la banque Z.

La banque X peut chercher à compenser plusieurs positions mais il n'est pas dit qu'elle pourra tout compenser. Autrement dit, il est fort probable qu'une position nette persiste après toute compensation²⁷. Cette solution requière une unité de compte commune au sein du système bancaire.

Une autre possibilité consiste, pour X, à obtenir un crédit de telle sorte à différer dans le temps le règlement définitif. Dans un système fermé, c'est-à-dire en l'absence de fuite ou d'entrée de liquidité dans le système bancaire, toute dette interbancaire nette peut être financée par le prêt d'une créance interbancaire: la totalité des dettes nettes étant nécessairement égale à la totalité des créances nettes. Cependant, cette modalité ne va pas résoudre entièrement la question: (1) l'échange de créances ne constitue pas un règlement définitif (X se libère de la relation envers Z mais il reste endetté auprès du prêteur), (2) cette solution requière un marché monétaire sur lequel un taux d'intérêt soit déterminé, (3) enfin, l'échange des créances nécessite une émission monétaire qui transfère les actifs du prêteur à l'emprunteur. Cela nécessite une fonction qui est propre à la banque centrale.

En effet, le rôle de la banque centrale est celle d'émettre des unités de paiement en faveur des banques secondaires. Si un individu ne peut pas payer par l'émission d'une créance sur lui-même (son engagement ne pouvant pas dépasser la dimension d'une promesse), la même impossibilité s'impose à une banque secondaire par rapport à une autre banque. De la même façon que la banque X permet d'effectuer un paiement d'un agent à

²⁶ La cession d'un pouvoir d'achat sans contrepartie réelle, correspond au cas d'une donation bénévole dont l'essence et la passage de propriété d'un individu à l'autre d'un dépôt.

²⁷ L'activité de *clearing* (transfert et confrontation des instructions de paiement) se différencie de l'activité de *settlement* (exécution du paiement).

l'autre, la banque centrale permet d'effectuer les paiements interbancaires en assumant l'émission des unités monétaires nécessaires à ces paiements. Pour cette raison, on définit la banque centrale, comme étant "la banque des banques".

Dans le cas d'un système qui n'est pas fermé, c'est-à-dire qu'il y a une fuite ou une entrée de liquidités d'autres systèmes (poste, institutions financières ne participant pas au marché interbancaire, systèmes étrangers) le rôle de la banque centrale est encore plus évident. Dans ce cas, l'égalité entre dettes et créances nettes interbancaires est cassée, ce qui justifie l'intervention de la banque centrale afin d'assurer la liquidité nécessaire pour permettre, en fin de journée, la réalisation de l'ensemble des paiements.

Dans le cas d'un système fermé ou non, la banque centrale par l'émission monétaire permet la réalisation des paiements interbancaires, de telle sorte à annuler les positions nettes entre les banques. Autrement dit, la banque centrale permet aux banques secondaires de solder définitivement leurs dettes.

1.2.2 La monnaie centrale et les monnaies secondaires

Le fait que les banques secondaires recourent à la banque centrale pour effectuer leurs paiements, place celle-ci au sommet d'une pyramide. Il devient alors presque inévitable que les unités monétaires émises par la banque centrale (monnaie centrale) acquièrent un statut différent des unités monétaires de chaque banque secondaire (monnaies secondaires).

Par définition, la monnaie centrale est l'ensemble des pièces et des billets en circulation (monnaie fiduciaire) auxquels on ajoute les dépôts des banques secondaires auprès de la banque centrale (partie de la monnaie scripturale). On parle aussi de base monétaire M0 ou de monnaie à haute puissance (*high-powered money*). Cette base monétaire est l'ensemble des unités monétaires que la banque centrale a directement émis. Toute cette masse est inscrite au passif de son bilan.

Les paiements entre agents non-bancaires se font généralement en monnaie centrale (*cash*) ou par les dépôts bancaires (ou postaux) qui sont d'ailleurs convertibles en monnaie centrale. Dans le premier cas, le paiement comporte un transfert physique d'une pièce métallique ou d'un billet de monnaie d'un agent à un autre, alors que dans le deuxième cas (*cashless*), le paiement s'effectue par des enregistrements comptables sur les comptes bancaires. C'est le cas de l'ordre de paiement bancaire, avec lequel un agent donne à la banque les instructions des transferts monétaires à effectuer. De nos jours, les agents non-bancaires détiennent en général plus de monnaie privée que de monnaie centrale (cf. Tableau 3-2). Ainsi, après le passage de la monnaie métallique à la monnaie fiduciaire, survenue au XIX^e siècle, on a assisté au XX^e siècle au passage de la monnaie fiduciaire à la monnaie scripturale comme moyen principal de paiement. Cette évolution est soutenue par le développement des cartes de crédit, des cartes prépayées et des paiements électroniques.

Les paiements entre banques secondaires se font soit en monnaie centrale, soit par des dépôts auprès d'autres banques secondaires (cf. Tableau 3-3). Dans ce dernier cas, le virement se fait entre dépôts bancaires de la même façon que pour les individus (la banque étant un simple client d'une autre banque); dans le premier cas, le virement passe dans les dépôts que les banques secondaires détiennent auprès de la banque centrale. En général, seules les banques principales ont un accès direct à la banque centrale, de telle sorte que les autres doivent avoir recours à ces banques. Cela constitue une hiérarchisation supplémentaire du système de paiements. Cependant, le sommet revient à la banque centrale, qui est le véritable point final de tout paiement à l'intérieur d'un espace monétaire.

Par la relative faiblesse des paiements effectués en monnaie centrale, on pourrait facilement croire à l'inutilité ou presque de celle-ci. Cela serait méconnaître le rôle de la monnaie centrale.

Le dépôt bancaire qu'un individu possède auprès d'une banque secondaire est défini en termes d'un étalon commun (la monnaie centrale), ce qui lui permet la convertibilité dans un rapport de 1 à 1. Il suffit de prélever le dépôt (au guichet ou au distributeur automatique) pour obtenir des pièces de monnaie centrale pour un montant équivalent, coûts de transaction exclus. Le fait que cela fasse de moins en moins dériver du développement des instruments de paiement qui ne nécessitent plus le transfert physique d'une pièce ou d'un billet de monnaie. Cela n'est cependant pas lié à une éventuelle inutilité de la convertibilité en monnaie centrale des dépôts bancaires, au contraire.

Tableau 3-2 Actifs monétaires et moyens de paiement des agents non-bancaires, 1999

	<i>Pièces et billets de monnaie en % du PIB (1)</i>	<i>Dépôts transférables en % du PIB (2)</i>	<i>Moyen de paiement principal en % du volume des transactions non-cash</i>
Allemagne	6,6	21,2	ordre de paiement bancaire: 50,6
Canada	3,8	19,0	paiement avec cartes de crédit: 51,7
États-Unis	5,6	6,6	chèques: 68,6
France	3,3	21,7	(1998) chèques: 40,7
Japon	12,0	36,4	n.a.
Royaume-Uni	2,9	59,8	paiement avec cartes de crédit: 34,6
Suisse	8,1	25,9	ordre de paiement bancaire: 68,4

Notes: (1) pièces et billets détenus par les individus (non-résidents inclus), à l'exclusion des pièces et des billets détenus par la banque centrale et les banques secondaires;
(2) dépôts détenus par les individus (non-résidents inclus) pour effectuer des paiements.

Source: BRI (2001b - Tableaux 1, 2, 8)

Tableau 3-3 Moyens de paiement du secteur bancaire, 1999

	<i>Réserves auprès de la banque centrale en % de M1</i>	<i>Dépôts transférables auprès d'autres banques secondaires en % de M1</i>
Allemagne	6,0	20,6
Canada (1)	0,6	1,7
Etats-Unis	1,0	2,7
France	5,4	n.a.
Japon	4,0	3,2
Royaume-Uni (2)	0,4	37,9
Suisse	4,0	18,2

Notes: (1) en % de M3, (2) en % de M2

Source: BRI (2001b - Tableau 3)

Une pluralité de monnaies secondaires, sans une monnaie centrale dans laquelle ces monnaies seraient définies et convertibles, pose toute la difficulté des taux de conversion entre les différentes monnaies secondaires. La convertibilité des monnaies secondaires en une seule monnaie centrale assure l'unité du système monétaire: l'unité de compte est commune et les dépôts bancaires sont compatibles entre eux. Ainsi, le fait d'être payé à partir d'un dépôt auprès d'une banque A plutôt que par une banque B, n'est pas important: le payeur est toujours débité d'un même montant, et le payé reçoit toujours un dépôt convertible en une seule monnaie centrale. Il y a parfaite substituabilité entre les actifs monétaires émis par les différentes banques secondaires. L'étalon commun rend homogène les différentes monnaies secondaires, tout en rendant homogènes les différentes productions, facilitant ainsi les paiements et les échanges.

Les monnaies secondaires sont de nature privée, alors que la monnaie centrale est l'instrument de tout le monde, ce qui justifie le monopole d'émission donné à la banque centrale. Cependant, ce monopole ne comporte pas une action exogène: la banque centrale n'émet de la monnaie centrale qu'à la suite des opérations des banques secondaires et des agents économiques. Par ailleurs la création monétaire est initialement assumée par les

banques secondaires à la suite des relations économiques qui se tissent entre les agents. La nécessité d'un paiement, en partant du système économique, remonte à la banque centrale en passant par les banques secondaires. La monnaie est donc endogène au système économique: la banque centrale n'injecte pas d'une façon exogène des actifs monétaires ou financiers mais elle émet des paiements en fonction de la nécessité du système économique exprimé par les agents et par les banques secondaires. Si la banque centrale peut déterminer avec précision le montant de la monnaie centrale (c'est elle qui l'émet), elle ne peut pas fixer avec la même précision le montant de la masse monétaire composée principalement des dépôts bancaires. Elle ne peut que rendre plus coûteuse, la transformation de ceux-ci en monnaie centrale, ce qui explique l'importance de la politique du taux d'intérêt interbancaire.

1.3 Le pouvoir libératoire de la monnaie

La monnaie centrale se différencie d'une créance privée par le pouvoir libératoire. Sans la propriété spécifique du pouvoir libératoire, toute créance bancaire reste privée.

1.3.1 Définition et éléments

Si l'individu A cède à l'individu B, en contrepartie d'une prestation matérielle ou immatérielle, une créance sur lui-même (créance privée), le paiement entre A et B n'a pas lieu. L'individu A n'a cédé qu'une promesse de paiement qui ne le libère pas des engagements envers B. En effet, A doit encore honorer la créance cédée. Si A cède à B une créance vis-à-vis d'un troisième individu C, alors A arrive à se libérer des engagements directs envers B, même si B n'est pas encore définitivement payé. Dans ce cas, A a cédé à B un droit sur C mais il faut encore que C paie réellement B de façon à fermer l'opération. Si cela ne se réalise pas, B peut encore revenir sur A. Autrement dit, A ne s'est libéré que partiellement de ses engagements. Il le sera définitivement qu'au moment dans lequel C aura honoré la créance vis-à-vis de B, c'est-à-dire quand B aura été effectivement payé.

Dans les systèmes modernes de paiements, la monnaie prend le plus souvent la forme d'une créance bancaire pourvue d'un pouvoir libératoire. Cette modalité comporte différents avantages mais suppose des conditions pour son existence.

Par définition, une créance privée n'est pas chargée d'un pouvoir libératoire. Elle établit une relation dette-crédence entre deux agents. L'émission d'une créance privée n'annule pas cette relation, au contraire, elle la confirme, alors que l'émission d'un paiement permet de la dépasser. Comme son nom l'indique, le pouvoir libératoire donne la possibilité à A de se libérer définitivement de ses engagements envers B. Celui-ci reçoit un paiement et non pas une simple promesse. En raison du pouvoir libératoire, le paiement est final et irrévocable au sens que A solde la dette envers B. Celui-ci est définitivement payé.

Le possesseur d'une créance privée peut, au plus, trouver un troisième agent disposé à l'accepter mais la méconnaissance de la solvabilité de son émetteur réduit la portée de cette démarche. Le pouvoir libératoire peut au contraire s'exercer vis-à-vis d'un ensemble d'agents. Le fait de disposer d'un instrument chargé d'un tel pouvoir assure une acceptation, une circulation, du titre plus large et qui s'étend à l'ensemble des agents qui font référence à un espace monétaire donné. L'actif monétaire qui résulte d'un paiement est alors un équivalent général. Ce titre peut être utilisé pour acheter n'importe quel bien auprès de n'importe quel autre agent faisant partie de cet espace. L'échange entre deux agents n'est alors pas contraint à l'exigence de la double coïncidence des besoins.

Le pouvoir libératoire est une propriété de l'actif monétaire mais également de la monnaie-flux, par le fait qu'il donne un sens à l'opération de paiement. L'émission d'une monnaie-flux indique l'exercice du pouvoir libératoire par un agent. Celui-ci se sert de cette propriété de l'instrument monétaire pour réaliser des paiements. L'actif monétaire, postérieur à l'émission d'une monnaie-flux, n'indique qu'un droit à exercer le pouvoir libératoire au même sens qu'il représente un pouvoir d'achat. À ce stade, le pouvoir libératoire n'est que potentiel: son exercice se fait au moment de l'émission du paiement (monnaie-flux). Le pouvoir libératoire n'est pas une caractéristique de l'actif monétaire mais de l'unité monétaire dans laquelle cet actif est défini. Le pouvoir libératoire est exercé dans l'opération de paiement en tant que propriété, caractéristique, de l'instrument monétaire. La possession privée d'un actif monétaire constitue un droit à exercer le pouvoir libératoire, à s'en servir.

Le pouvoir libératoire est une caractéristique de la monnaie centrale. Les dépôts bancaires acquièrent cette propriété par la hiérarchisation du système de paiements et pas la convertibilité en monnaie centrale. Le pouvoir libératoire s'étend aux créances bancaires de telle sorte qu'il les transforme en équivalents généraux. Sans le pouvoir libératoire, la créance bancaire reste une créance privée. Avec cette propriété, elle acquière une dimension publique.

L'existence du pouvoir libératoire exige le respect de trois conditions.

L'unité monétaire doit représenter une valeur réelle - L'agent B ne se considère définitivement payé par A que s'il entre en possession d'un bien réel correspondant à celui qu'il a cédé. Toutefois, dans un système de paiements bancaire, B reçoit une simple écriture comptable ou une pièce de vil métal (l'or et l'argent n'étant plus utilisés depuis longtemps). Pourquoi B est-il satisfait? L'entrée en possession d'un nombre²⁸ inscrit sur un support de si faible nature, donne à B un droit sur un ensemble de biens: l'actif monétaire, si simple et immatériel qu'il soit, constitue un pouvoir d'achat. Le support (métal, papier, inscription sur un livre comptable ou enregistrement sur le disque dur d'un ordinateur) est moins important que le pouvoir d'achat que l'actif représente et qui le fait accepter par B. En effet, l'unité monétaire possède une valeur qui ne dépend pas de son support physique mais du rapport qu'elle entretient avec les biens réels. Dans l'approche néoclassique, ce rapport se définit dans l'échange (possibilité d'échanger la monnaie contre des biens)²⁹, alors que dans l'approche keynésienne, il résulte de l'intégration entre la création monétaire et la production (l'actif monétaire est la rémunération d'un travail, d'une création de valeur). Dans ce cas, l'actif monétaire n'est pas un bien réel *physique* mais sa représentation *numérique*. Comme l'indique le nom, le titre monétaire est un actif réel sous une forme purement numérique, monétaire. La satisfaction d'avoir reçu une unité monétaire en lieu d'un bien réel physique est même plus grande: avec cette unité, on peut encore choisir la forme physique du bien réel qu'on veut acquérir. L'actif monétaire, par sa potentialité directe en tant que moyen de paiement, donne à son possesseur la possibilité d'acquérir n'importe quel bien réel. L'actif monétaire est un équivalent indifférencié de différents biens. La créance que le dépôt bancaire représente et que B reçoit n'est plus vis-à-vis de A ou de C mais vis-à-vis du secteur économique qui charge d'une valeur réelle ces unités monétaires. B entre en possession d'un droit sur un ensemble de biens indifférenciés produits par le secteur économique. Cela constitue tout le sens d'un pouvoir d'achat.

L'unité monétaire doit être valide - Valider signifie certifier. La validité d'une unité monétaire assure au payé qu'il n'a pas été trompé: il peut l'accepter sans craintes. Lors de la monnaie-marchandise, le sceau assurait la quantité et la qualité de métal dont la pièce était faite. Avec la monnaie-papier, le sceau, qui se réduit à la signature du gouverneur de la banque centrale et à un ensemble de signes sophistiqués de reconnaissance, équivaut à en certifier le pouvoir libératoire. En effet, la validité assure les agents économiques de la possibilité de convertir l'unité monétaire (forme numérique d'un bien réel) dans un bien réel physique. L'actif monétaire est un droit à acquérir un bien réel: sa possession indique que "*je peux acheter*", sa validité assure qu'il peut être effectivement utilisé dans cette fonction dans une relation avec les autres agents. Plus simplement, un billet valable n'est pas un faux billet, celui-ci n'étant pas certifié. Cela explique la nécessaire lutte contre les faux-monnayeurs. Dans les systèmes de paiement modernes, on doit pouvoir assurer les agents quant à la validité des signes numériques qu'ils reçoivent en paiement (extrait bancaire et attestation de dépôt). Le développement technologique dans le domaine monétaire ne fait que renforcer cette nécessité.

L'unité monétaire doit être légalement définie - Le pouvoir libératoire suppose la définition par la loi d'un espace d'utilisation et de validité propre à la monnaie. L'unité monétaire doit être affectée d'un cours légal qui lui attribue un espace dans lequel elle peut être légalement utilisée en paiement (espace d'utilisation). Le cours légal attribue une légitimation à l'usage d'une simple unité numérique comme la monnaie. Cela explique pourquoi la monnaie d'un pays n'est pas nécessairement utilisable dans un autre. Par cette définition légale, on décrète aussi les caractéristiques de la monnaie en tant qu'unité de compte (dénomination et subdivision des unités).

²⁸ C'est le concept de *numéraire* introduit par Walras.

²⁹ Simmel (1907) différencie entre valeur-fonction (ce que la monnaie permet de réaliser) et valeur-substance (support physique à la monnaie). La source de la valeur monétaire se trouve, selon Simmel, non pas dans la valeur-substance (ce qui est correct) mais dans la valeur-fonction (ce qui doit être nuancé). La valeur-fonction met en évidence une relation d'échange entre l'unité monétaire et les biens réels, oubliant l'intégration entre production et monnaie.

Le pouvoir libératoire est une norme, une règle dont la fonction est d'ordonner les devoirs de comportement des agents. La dimension normative de cette règle conduit les agents à s'y soumettre. En tant que norme, le pouvoir libératoire appartient aux institutions d'une communauté.

1.3.2 Confiance, crédibilité et cadre institutionnel

La confiance est le fait de croire qu'un agent, privé ou public, assume un comportement conforme à ce qu'il annonce. La confiance permet de dépasser une situation d'incertitude, de méconnaissance, qu'elle contribue à réduire de façon à donner une plus grande sécurité qui ne peut cependant pas être démontrée. On fait confiance de la même façon qu'on croit: la confiance est une croyance. Selon Arrow (1974), la confiance est un lubrifiant important du système social. Il la définit comme une institution invisible telle que les principes éthiques et moraux.

La dénomination de *monnaie fiduciaire*, du mot latin *fiducia* (confiance), n'est pas un hasard. Bien que le détenteur d'un actif monétaire soit en possession d'un pouvoir d'achat, il faut encore qu'il puisse effectivement l'exercer. L'actif monétaire est une créance: il constitue un droit sur un ensemble indifférencié de biens. L'actif monétaire représente, au plus, une forme numérique d'un bien réel dans lequel il doit encore être changé. La confiance monétaire est le fait de croire que l'instrument monétaire permet d'exercer pleinement ses fonctions, elle résulte de différents facteurs.

La confiance peut résulter d'une tradition³⁰, projection dans le présent d'une relation passée. Cela explique le fait qu'on ne change pas d'instrument monétaire tous les jours. La confiance par tradition prolonge dans le temps une confiance formée auparavant. Elle peut aussi résulter d'une imitation. Il s'agit d'une relation activée par les autres qui peut prendre la forme du mimétisme: les autres y croient, donc on y croit nous aussi, ce qui renforce à son tour le fait que tout le monde y croit. Cette confiance est collective. En tant que résultat d'une croyance mimétique, la confiance par imitation ne peut pas être un facteur suffisamment stable de confiance. On peut encore retenir la confiance hiérarchique et la confiance éthique³¹. La première fait intervenir une autorité légitimée qui va fonder la confiance des agents. Le sceau que l'autorité appose sur l'unité monétaire suit cette idée. La deuxième fait dépendre la confiance du respect d'un ordre, d'une norme. On fait confiance à une monnaie par le fait qu'elle est gérée d'après un certain principe. L'indépendance et l'ancrage de la stabilité des prix en tant qu'objectif monétaire peuvent contribuer à cette forme de confiance par le fait qu'ils constituent un ordre selon lequel la politique monétaire est gérée.

La définition du pouvoir libératoire en tant que norme conduit à le prendre en compte comme un élément de la confiance monétaire. Dans ce contexte, on peut différencier la confiance et la crédibilité. La confiance est donnée, accordée, alors que la crédibilité est émanée, assurée. Celle-ci peut être une source de la confiance. La crédibilité possède une dimension instantanée (cohérence) mais également une dimension temporelle. On l'appelle alors réputation (cf. supra, chapitre IV, section 3.1). Dans le cas de la monnaie, le pouvoir libératoire est un facteur important de la crédibilité: la valeur, la validité et la légalité sont les éléments nécessaires et suffisants pour assurer l'exercice des fonctions monétaires. Cela incite les agents à accorder leur confiance à l'instrument monétaire et à l'utiliser. D'une part, la confiance concerne l'instant du paiement. Les agents font confiance à l'unité monétaire qui est utilisée dans l'opération de paiement. Cette confiance les rassurent quant au fait d'avoir reçu un paiement effectif, définitif. D'autre part, la confiance concerne la dimension temporelle intrinsèque à l'instrument monétaire. Les agents accordent leur confiance à l'actif monétaire qui résulte du paiement en anticipant sa valeur réelle et la possibilité de l'utiliser dans un paiement futur. Ainsi, la confiance monétaire résulte de la crédibilité de l'instrument monétaire en tant que moyen chargé du pouvoir libératoire et qui garde dans le temps de la valeur.

Si l'un des éléments du pouvoir libératoire n'est pas donné, les agents retirent leur confiance, la crédibilité de la monnaie étant en doute. Les crises d'hyperinflation conduisent les agents à fuir l'instrument monétaire. De même, les agents cherchent à éviter de recevoir une pièce de fausse monnaie (invalidité). La fin du cours légal conduit à se débarrasser de la monnaie en question. Cela a été le cas lors du passage à l'euro: en raison de la fin du cours légal des monnaies nationales, les agents les ont abandonnées pour acquérir la nouvelle monnaie européenne.

³⁰ Aglietta & Orléan (2002 - pp. 104-106) parlent de confiance méthodique.

³¹ Aglietta & Orléan (2002 - pp. 104-106).

La dématérialisation de la monnaie renforce le rôle de la confiance et de la crédibilité. Par définition, la monnaie immatérielle n'a aucun support physique précieux à offrir en gage. Lors d'une monnaie-marchandise (ou d'une monnaie-papier convertible), le support physique d'or ou d'argent (ou métal dans lequel elle peut être convertie) constitue un gage sur la créance que la monnaie représente. Si avec la monnaie, on ne peut rien acquérir, on peut tout de même entrer en possession du support physique sur lequel la monnaie est inscrite. La dimension purement numérique de la monnaie permet de réduire la valeur intrinsèque du support physique, comme c'est le cas pour les monnaies-papiers ou les monnaies-scripturales. Dans ces cas, l'importance de la confiance et de la crédibilité est plus prononcée³².

Comment assurer la crédibilité de l'instrument monétaire?

Le rôle du pouvoir libératoire conduit à l'idée qu'il faut soutenir la valeur, la validité et la légalité de l'instrument monétaire, afin de sauvegarder sa crédibilité. Cela conduit à considérer les agents et les institutions qui sont chargées de cette tâche.

Pour assurer la valeur, il faut un secteur productif. Cela n'exige pas seulement un ensemble d'agents producteurs, mais aussi un cadre institutionnel qui favorise l'activité productive par les agents privés. La validité exige un système de paiements qui fonctionne selon la logique de l'émission monétaire. Le système bancaire doit en conséquence être liquide (possibilité d'émettre des paiements) et solvable (couverture par des actifs réels des dépôts bancaires, afin d'assurer le lien avec la valeur réelle). Enfin, la légalité dépend de la stabilité et de l'autorité du cadre législatif. Il n'est pas suffisant de légiférer le cours légal d'une monnaie, il faut encore en assurer le respect.

La crédibilité, dont dépend la confiance monétaire, résulte de la façon dans laquelle les normes légales et les autorités institutionnelles (banque centrale, autorités de surveillance et pouvoirs politiques) soutiennent le pouvoir libératoire de la monnaie. Dans ce contexte, on peut considérer l'apport de la banque centrale en tant qu'autorité chargée d'un objectif public et dépourvue d'une éthique collective.

Cette approche élargit le domaine retenu par la théorie du biais inflationniste. Cette théorie limite la crédibilité à la politique monétaire (dépréciation de la valeur réelle), tout en réduisant la solution à une question d'engagement (conservatisme) ou à un système d'incitations (contrat). Au contraire, les arguments qu'on vient de retenir mettent l'accent sur un ensemble d'éléments (valeur, validité et légalité) qui sont également nécessaire pour assurer la crédibilité monétaire. Cela n'est possible que par l'implication conjointe de différents acteurs, parmi lesquels la banque centrale garde un rôle important mais pas exclusif.

³² L'argument a été retenu aussi par Simmel (1907).

2. La banque centrale, une autorité de régulation monétaire

“Garantir la communauté contre toute variation de la valeur de la monnaie autre que celles auxquelles l’étalon est lui-même soumis et, dans le même temps, assurer la circulation monétaire avec le moyen le moins coûteux, reviendrait à atteindre la situation la plus parfaite possible en matière de circulation monétaire.”
(Ricardo, [1821] 1992 - p. 368)

La dualité de l’activité monétaire se retrouve dans la distinction retenue par Goodhart (1988 - ch. 1) entre fonction macroéconomique (gestion de la politique monétaire) et fonction microéconomique (banque des banques). Ces deux fonctions caractérisent la banque centrale et la différencient des banques secondaires en raison de l’aspect collectif, public, qu’elles comportent.

L’agent public se différencie de l’agent privé par son mode de décision. L’agent privé poursuit individuellement son propre intérêt suivant une logique de maximisation et en étant soumis à un régime de concurrence avec les autres agents privés (décentralisation). Au contraire, l’agent public poursuit un objectif collectif s’écartant d’une logique de maximisation individuelle et de concurrence (centralisation).

La monnaie comporte une dimension publique qui peut être considérée avec les notions de non-rivalité et de non-exclusion retenues par la littérature de l’économie publique³³. Par rivalité, on entend que la consommation d’un bien par un agent ne permet plus à un autre agent de le consommer également: la jouissance du bien revient à l’un ou à l’autre agent. Par exclusion, on entend que le producteur d’un bien peut en empêcher la consommation aux agents ce qui lui permet d’exiger un prix en contrepartie à chaque unité consommée. Avec ces deux principes et leurs contraires, on constitue quatre situations.

Le premier cas est celui de biens privés. L’agent, qui détient ou consomme un bien privé, le fait aux dépens des autres agents: le mot même “priver” signifie refuser la possession ou la jouissance à quelqu’un. Un bien privé est un bien qui appartient à un individu et, identiquement, un bien qui n’appartient pas aux autres (rivalité). Le producteur d’un bien privé peut limiter l’accès des agents à ce bien (exclusion). Les biens matériels sont généralement des biens privés.

Le deuxième cas concerne les biens collectifs mixtes tels, par exemple, les routes. L’utilisation d’une route par un agent n’empêche pas, dans les limites de capacité, l’utilisation de la même route par un autre agent (non-rivalité). Cependant, l’accès à une route peut être contrôlé par un système de péage (exclusion).

Le troisième cas, assez rare, est celui de biens collectifs particuliers tels les ressources marines, notamment dans les eaux internationales: l’accès est libre (non-exclusion) mais l’exploitation d’un agent va aux dépens de celle des autres (rivalité). Ces situations résultent de l’absence ou d’une mauvaise définition d’un droit de propriété qui gère la rivalité en contrôlant l’accès.

Enfin, on a le cas des biens collectifs purs, parmi lesquels, souvent, on cite la défense nationale. La consommation par un agent n’empêche pas la consommation aux autres agents (non-rivalité). Une fois le bien produit, on n’arrive pas à en limiter l’accès et à en identifier individuellement les consommateurs (non-exclusion). Dans ce cas, l’offre est dite indivisible.

La non-rivalité comporte le fait que l’utilisation d’une unité supplémentaire d’un bien (par exemple le passage d’une voiture en plus sous un tunnel) engendre un coût de production additionnel pratiquement nul. La non-exclusion, liée à la difficulté d’attribuer un droit de propriété et d’appliquer un prix pour chaque unité consommée, peut être bilatérale ou unilatérale. Elle est bilatérale si l’agent ne peut pas s’empêcher de consommer un bien collectif une fois qu’il a été produit (*jouissance non optionnelle*). Elle est unilatérale si, bien que le producteur ne puisse pas contrôler l’accès au bien, les agents peuvent décider de le consommer ou non (*jouissance optionnelle*). La défense nationale représente le cas d’une non-exclusion bilatérale, alors que la diffusion d’une radio par ondes indique le cas d’une non-exclusion unilatérale. Enfin, la non-exclusion ne permet pas au producteur d’exiger l’encaissement d’un prix pour chaque unité supplémentaire consommée (les agents peuvent se comporter en tant que passagers clandestins), ce qui signifie que les forces de marché n’arrivent pas nécessairement à produire de tels biens.

³³ cf. Weber (1997 - pp. 41-49) et Stiglitz (2000 - pp. 127-136).

D'après ces notions, l'actif monétaire est un bien privé (l'argument est valable aussi pour les actifs financiers). Les billets ou les dépôts bancaires appartiennent soit à un agent, soit à un autre: tout actif monétaire peut être approprié individuellement. La possession ou l'utilisation de cet actif par un agent, empêche celle des autres (rivalité). Par ailleurs, la banque centrale et les banques secondaires peuvent limiter l'accès aux actifs monétaires. Le dépôt émis est affecté à un agent particulier et identifiable (exclusion).

La monnaie ne se limite pas à sa dimension d'actif monétaire et de bien privé. La monnaie en tant qu'unité de compte est un bien collectif pur. L'utilisation par un agent de la dénomination CHF pour la réalisation de comptes ou de calculs comptables, n'empêche pas l'utilisation de la même unité par d'autres agents (non-rivalité). Par ailleurs, une fois que cette unité a été définie, il est difficile d'en contrôler l'utilisation (non-exclusion). La non-exclusion est unilatérale, car les agents peuvent refuser de l'utiliser. C'est d'ailleurs ce qui se passe lors des changements d'unité de compte: plusieurs agents persistent à raisonner en termes d'anciennes unités. Dans une économie marchande, il est souhaitable que l'unité de compte soit utilisable par un ensemble d'agents et qu'elle ne soit pas privée afin d'intégrer les relations économiques (échelle de mesure unique). L'unité de compte, pour être efficace dans sa fonction, doit être publique au même titre que le langage: tous les agents doivent pouvoir y faire librement référence.

2.1 La fonction microéconomique

“La Banque nationale a pour tâche principale de servir, en Suisse, de régulateur du marché de l'argent, [et] de faciliter les opérations de paiement [...]” (Loi de la BNS, 1953, art. 2, al 1)

“[...] the ECB may make regulations, to ensure efficient and sound clearing and payment systems within the Community and with other countries.”

(Protocol (n. 18) of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, article 22)

La fonction microéconomique est explicitement retenue dans les législations modernes des banques centrales comme les deux citations l'attestent. La fonction microéconomique, historiquement antérieure à la fonction macroéconomique, concerne le rôle de la banque centrale au sein du système de paiements. Quels sont les objectifs et les instruments de cette fonction?

2.1.1 Stabilité, sécurité et efficience du système de paiements

Le système de paiements peut être considéré comme un réseau (*network*)³⁴. Le réseau est un système de liaisons entre un ou plusieurs centres. Son fonctionnement exige une standardisation qui assure la compatibilité entre les agents qui interviennent. La mise en place d'un réseau peut ne pas être satisfaisante en raison des externalités de réseau et de la position de dominance que l'agent qui le fournit peut garder. Par externalités de réseau (*network externalities*)³⁵, on entend qu'il existe une relation positive entre l'utilité de l'agent qui se sert du réseau et le nombre d'agents présent dans le réseau. Dans le cas du système de paiements, plus le nombre des membres augmente, plus les possibilités d'effectuer des paiements augmentent aussi. L'utilité que chaque agent tire du réseau s'accroît avec l'augmentation des membres. L'adhésion au réseau d'un agent supplémentaire engendre une utilité externe en faveur des autres agents. Si ces agents ne font pas encore partie du réseau leur intérêt à y adhérer augmente (pour bénéficier de ces externalités, il faut pouvoir participer au réseau). La mise en place du réseau (réalisation d'une infrastructure technique) est distincte de l'utilisation du réseau (opérations singulières). Les rendements croissants qui résultent de l'importance des coûts fixes (mise en place du réseau) par rapport aux coûts variables (utilisation du réseau) peuvent conduire à des cas de monopole naturel. Dans ces cas, l'intervention publique peut se justifier en raison des possibles défauts du marché (*market failure*) pour la mise en place du réseau ou dans son fonctionnement.

Le système de paiements est un réseau composé de différents sous-réseaux au sommet desquels se trouve la banque centrale et le système interbancaire. Les sous-réseaux dépendent de la modalité de l'instrument de paiement (carte de crédit, monnaie électronique,...). Ils sont intégrés dans un seul système de paiements, au sens

³⁴ cf. McAndrews (1997), Weinberg (1997).

³⁵ cf. Katz & Shapiro (1985), Economides (1996).

large, qui est délimité par l'espace d'utilisation de la monnaie centrale³⁶. La monnaie centrale est un élément de standardisation et d'uniformisation du système de paiements au sens large.

L'utilisation du réseau (opération de paiement) se fait individuellement. En lui-même, le paiement respecte la définition de bien privé. L'existence du réseau comporte au contraire une dimension publique, collective. C'est dans cette optique qu'on peut comprendre la fonction microéconomique de la banque centrale³⁷.

Le rôle de la banque centrale n'est pas celui de réaliser des paiements pour l'ensemble des agents (le secteur privé peut le faire efficacement) mais celui d'assurer le fonctionnement du système de paiements lui-même. Cela passe par l'émission de paiements interbancaires, pivot du système de paiements au sens large, et par la prise d'une responsabilité de réseau. En tant que banque des banques, la banque centrale se place au sommet du système de paiements en assurant les paiements interbancaires et en émettant la monnaie de règlement ultime³⁸. Le monopole de la monnaie centrale se justifie dans le contexte d'une économie marchande fortement intégrée dans laquelle l'existence de plusieurs monnaies privées apparaît comme étant inefficace. Cette situation implique une responsabilité propre à la banque centrale qui se différencie de celle des banques secondaires. En effet, l'objectif de la banque centrale est d'assurer l'efficacité, la stabilité et la sécurité du système de paiements dans son ensemble.

L'efficacité concerne le coût des opérations et la flexibilité du système de paiements (facilité et rapidité des paiements). L'adoption d'une seule unité de compte permet d'améliorer l'efficacité par la réduction des taux de conversion d'une unité à l'autre. L'intégration des intermédiaires monétaires dans un même réseau informatisé et l'adoption de principes standardisés contribuent à faciliter les opérations et à en réduire les coûts. L'efficacité peut être réalisée par l'adoption de nouvelles modalités de paiement que le développement technique permet.

La sécurité concerne la validité et la valeur des unités de paiement. Elle exige un fonctionnement du système respectueux de la logique de l'émission monétaire. Il ne doit pas y avoir émission de faux paiement, non seulement au sens qu'il faut réprimer la falsification des billets mais aussi au sens qu'il faut contrôler l'émission monétaire afin d'éviter toute surémission inflationniste et toute sousémission déflationniste (écart entre émission monétaire et création de valeur). Le développement par l'innovation financière de nouveaux actifs et de différentes modalités de paiement (cartes de crédit, cartes prépayées, paiements par internet, monnaie et porte-monnaies électroniques,...) pose des nouvelles questions au fonctionnement du système de paiements. Cela exige une veille constante qui revient aussi à la banque centrale.

Enfin, la stabilité implique la continuité du fonctionnement ce qui exige une disponibilité suffisante de liquidité dans le système afin de réduire le risque systémique. La risque systémique est le danger qu'une crise systémique se réalise³⁹. La crise systémique concerne non pas des agents particuliers mais l'ensemble de ces agents. La crise systémique peut être engendrée par un effet de propagation qui d'un agent se diffuse plus ou moins rapidement aux autres (contagion) ou par un choc qui touche au même instant l'ensemble des agents (événement systémique). La caractéristique principale d'une crise systémique est le fait que les agents individuels n'y peuvent presque rien. Leurs comportements, rationnels et légitimement orientés vers l'intérêt privé, sont incapables de sortir de la trappe dans laquelle ils sont collectivement tombés. Souvent, ce sont ces mêmes comportements qui ont conduit tout droit dans cette situation. Cette possibilité s'explique par la non prise en compte dans les décisions individuelles des effets externes.

Le domaine monétaire et financier n'échappe pas au risque systémique: la structure des bilans des banques (intermédiation financière), les interdépendances des expositions entre agents financiers (interrelations débit-crédit), de même que les comportements mimétiques (comportements moutonniers) peuvent conduire à une crise

³⁶ Si la banque centrale assume les paiements interbancaires, elle ne réalise pas nécessairement les autres modalités de paiement en faveur des agents privés qui sont au contraire réalisées par les banques secondaires ou par d'autres instituts financiers.

³⁷ Le rôle de la banque centrale au sein du système de paiements a été retenu par différents auteurs, cf. entre autres Green & Todd (2001) et Summers (1991).

³⁸ Cela peut être réalisé directement, comme il est le cas de la BCE qui gère le système TARGET ou de la Federal Reserve américaine qui contrôle le Fedwire, mais il peut aussi être indirect, comme il est le cas de la BNS qui a délégué la gestion technique du système de paiements interbancaire (*Swiss Interbank Clearing*) à une société privée (Telekurs SA). Cette société est tout de même sous le contrôle de la BNS.

³⁹ cf. De Bandt & Hartmann (2000), pour un résumé de la littérature théorique et empirique; Aglietta (2001, deuxième tome, pp. 38-51), pour les notions principales et FMI (1998), pour une typologie des crises financières.

systémique à la suite de laquelle le secteur financier tombe en panne. On peut différencier entre la crise de liquidité, la crise de crédit et la crise opérationnelle.⁴⁰

La crise de liquidité a lieu quand un agent n'arrive plus à faire face à ses engagements de paiement. Une telle situation peut se propager à d'autres agents engendrant une crise générale. Le *bank run* est un cas particulier de cette typologie⁴¹. Il est lié à la particularité de l'activité d'intermédiation financière des banques. Au passif des bilans bancaires, se trouvent les placements de fonds liquides (dépôts) et à l'actif sont inscrits les investissements (prêts). La structure en termes de liquidité du passif bancaire s'écarte de la structure de l'actif. Les dépôts bancaires sont plus rapidement convertibles en actif monétaire que les crédits. Cette situation peut conduire, à la suite d'une crise de confiance de la part des déposants, à un retrait massif et imprévu de dépôts: c'est la panique bancaire (*bank run*). Les déposants ne savent pas avec précision la qualité des crédits accordés par la banque qui sont la base de la sûreté de leurs dépôts. À la suite de craintes plus ou moins fondées, les déposants peuvent retirer (au début individuellement mais ensuite un déposant après l'autre) cette confiance en exigeant la liquidation du dépôt. Une course aux guichets s'engendre même si la banque a accordé des crédits dont la solvabilité est assurée. Le résultat est que la banque se trouve en difficulté non pas par une mauvaise qualité des prêts accordés mais par le fait que les déposants pensent que cette qualité est mauvaise (crise auto-réalisatrice). Dans une telle situation, la course aux dépôts entraîne la chute de la banque: le montant des dépôts dépassent nécessairement les réserves d'actifs monétaires de la banque. L'effet peut ensuite se propager aux autres banques par une série de paiements interbancaires qui font défaut.

La crise de liquidité peut résulter d'un dysfonctionnement technique dans les opérations de paiement comme par exemple la panne du réseau informatique (crise opérationnelle).

La crise de solvabilité peut résulter d'une expansion excessive de crédits bancaires de mauvaise qualité. Les difficultés économiques d'un secteur auquel les banques ont prêté se répercutent sur les banques elles-mêmes. La relation entre prêteur et emprunteur est sujette à une information asymétrique: la banque prêteuse n'a pas la complète connaissance des décisions de l'agent emprunteur. Celui-ci peut, une fois après avoir reçu le crédit, investir dans une activité plus risquée que celle anticipée, étant donné que sa participation financière directe est plus faible (aléa moral ou *moral hazard*). En augmentant le risque, il peut obtenir à son bénéfice un rendement potentiellement plus élevé, alors que la perte potentielle se fera principalement aux dépens de la banque. De même, si un taux d'intérêt élevé peut conduire les banques à accorder, en raison d'une relation positive entre risque et rendement, des prêts de plus en plus risqués (antisélection ou *adverse selection*), un taux d'intérêt trop faible peut favoriser la distribution de crédits (*lending boom*), tout en fragilisant les emprunteurs (surendettement). Le résultat est une concentration de crédits dont la solvabilité est incertaine.

Ces fragilités ne concernent pas seulement les banques mais aussi les marchés financiers. La chute brutale des prix des actifs financiers représente une crise financière. Les comportements mimétiques jouent un rôle assez important dans la réalisation de ces crises. Dans la difficulté de déterminer correctement la valeur d'un actif financier, chaque agent suit l'opinion commune exprimée par le prix de marché. N'ayant pas une opinion personnelle, les agents suivent celle des autres mais cette opinion n'est rien d'autre que le reflet de ce que les agents pensent singulièrement (mimétisme). Lors d'une rumeur ou d'une information plus ou moins précise sur la possible réelle valeur d'un actif, l'opinion commune peut brutalement changer et se fixer sur un autre équilibre. Dans ces situations, les agents modifient leur portefeuille (*flight to quality*) ou sortent du marché (*flight to liquidity*). Dans le premier cas, la crise est sectorielle mais dans le deuxième elle est générale. Le comportement de chaque agent, rationnel et légitimement orienté vers l'intérêt privé, peut alimenter une crise systémique: chacun cherche à réduire son risque par la vente d'actifs financiers ce qui contribue à aggraver la crise (chute des prix). Le cercle vicieux est alors inévitable.

La crise de solvabilité peut aussi résulter d'une politique de surinvestissement dans des activités qui se révèlent ne pas être rentables à la suite d'une mauvaise anticipation.

Ces crises sont interdépendantes. Une politique de surinvestissement peut conduire à un crash boursier et par là déterminer une crise bancaire ou une crise de liquidité. La liquidité des actifs financiers dépend de la possibilité de les vendre à un prix connu et stable (logique de négociation). La liquidité de l'actif financier est donc liée au

⁴⁰ Cette typologie de crise est retenue par BRI (2001a - p. 6).

⁴¹ Le *settlement risk* indique le risque qu'un paiement ne soit pas correctement réalisé de telle sorte à entraîner de possibles pertes pour l'une des contreparties. Dans les paiements en devises on parle d'*Herstatt risk*.

L'idée, déjà présente chez Bagehot ([1873] 1999 - ch. XI), a été formalisée par Diamond & Dybvig (1983).

fonctionnement du marché financier de telle sorte qu'un crash boursier est une source qui réduit cette liquidité par la contraction du volume des transactions. Enfin, une crise de liquidité peut engendrer une crise de solvabilité par les faillites qui peuvent en résulter.

La libéralisation financière ne réduit pas le risque systémique. Au contraire, la stabilité de l'ensemble des activités financières est fragilisée par la libre circulation des capitaux au niveau international. Les crises monétaires affectent les taux de change qui peuvent subir des fortes fluctuations (*currency crises*). La titrisation des créances comporte une dispersion du risque qui échappe ainsi à un contrôle d'ensemble. Le rôle croissant des marchés financiers, dont le fonctionnement est en large partie mimétique, et les déséquilibres économiques (endettement interne et externe) parfois favorisés par la libéralisation, contribuent également à fragiliser le système monétaire.

2.1.2 Les mesures préventives et le prêt en dernier ressort

Les instruments pour assurer la stabilité, la sécurité et l'efficacité du système de paiements sont de deux types. En premier lieu, on doit considérer les principes à respecter pour la mise en place d'un système de paiements (mesures préventives). En deuxième lieu, il faut retenir l'intervention *ex-post* de la banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort.

La *Banque des Règlements Internationaux* (BRI, 2001a - pp. 6-11) a identifié des principes fondamentaux (*core principles*) pour assurer un bon fonctionnement d'un système de paiements. Ces principes concernent le système de paiements interbancaire et plus généralement tout sous-système de paiements. À côté des principes qui exigent la mise en place d'une procédure pour gérer les risques de crédit et de liquidité, des principes techniques et des principes qui réaffirment la nécessité d'un système efficace et sécurisé, on trouve l'importance d'une base juridique solide. Il s'agit même du premier principe. La base juridique est nécessaire afin de réduire l'incertitude dans les opérations de paiement. Ce cadre juridique dépasse la simple définition du cours légal de la monnaie: il s'étend à la réglementation du système de paiements, de l'activité bancaire, des titres et des contrats, des relations entre créanciers et emprunteurs et des situations d'insolvabilité. Le risque juridique indique la possible faiblesse du cadre juridique qui est potentiellement source d'une crise systémique.

La banque centrale émet généralement la monnaie de règlement ultime⁴² et, parfois, elle gère le système de paiements interbancaire. Cela lui confère des responsabilités spécifiques qui peuvent se résumer par (1) la surveillance de l'application des principes fondamentaux par les systèmes de paiement qu'elle gère directement mais aussi par les systèmes dont elle n'est pas l'opérateur, (2) la coopération avec les autorités nationales et internationales afin d'assurer la sécurité et l'efficacité du système de paiements, notamment avec l'autorité de surveillance prudentielle (BRI, 2001a - pp. 63-73).

Si la banque centrale peut définir des normes de comportement pour les opérateurs d'un système de paiements, elle ne peut pas légiférer. Toutefois, elle peut, voire elle devrait, conseiller le législateur et participer à la discussion préalable à l'adoption ou à la modification d'une loi qui concerne directement ou indirectement le système de paiements. Cela justifie le principe de la coopération avec d'autres autorités.

Malgré ces mesures préventives, il se peut qu'un système de paiements soit affecté par une crise systémique, au cours de laquelle la banque centrale est appelée à intervenir par un prêt en dernier ressort. Ce rôle se différencie de l'activité courante de la banque centrale. Le prêt en dernier ressort est une action exceptionnelle pour gérer une crise afin d'assurer la stabilité du système de paiements et, plus en général, la stabilité du système financier. Cela ne signifie pas que les moyens techniques sont différents d'une opération courante. Ce sont les objectifs et les conditions qui sont particuliers.

Thornton ([1802] 1991 - ch. IV) et plus tard Bagehot ([1873] 1999 - ch. II) ont souligné que la Bank of England détenait la réserve monétaire ultime et se plaçait au sommet d'une hiérarchie bancaire. Elle a dû alors assumer des responsabilités qui la différencient des autres banques commerciales. C'est le rôle de prêteur en dernier ressort. Cet acte se justifie par le fait que l'ensemble du système monétaire est en danger et que les agents particuliers, tout étant rationnels, ne font rien qui puisse éviter ce péril. Au contraire, ils contribuent à l'aggraver. Si les intérêts privés ne coïncident plus avec l'intérêt collectif, il faut une action exogène au marché (sorte de

⁴² Le principe fondamental n. 6 retenu par la BRI (2001a - p. 9) soutient à juste titre cette nécessité.

deus-ex-machina financier) qui s'écarte du principe de l'intérêt privé, et qui défend l'intérêt public. Telle est la logique du prêt en dernier ressort assumé par la banque centrale et fondé sur les principes suivants⁴³.

(1) L'action de la banque centrale, ne doit viser que la sauvegarde du système monétaire et financier dans son ensemble: tout en aidant des agents particuliers, cette action ne doit pas viser l'intérêt privé de ces agents mais l'intérêt général. Il ne s'agit ainsi pas d'éviter la faillite d'un agent financier mais de contenir les effets de propagation à l'ensemble du secteur.

(2) L'action ne doit intervenir qu'en cas d'absence de liquidité, et non pas d'insolvabilité. La banque centrale ne doit accorder que des aides en contrepartie d'actifs financiers de bonne qualité. L'évaluation de ces actifs ne doit pas se faire au prix du marché mais hors-marché. Autrement dit, la banque centrale doit considérer la valeur réelle sous-jacente au titre présenté dans l'opération, car la valeur exprimée par le marché est inévitablement sous-estimée en raison de la situation de crise. La banque centrale ne doit donc pas raisonner en terme d'échange instantané sur le marché mais prendre en considération un horizon temporel plus long. Son intervention est une action hors marché, non seulement par sa nature exogène mais aussi par son critère d'évaluation: la banque centrale ne doit pas raisonner dans les termes d'un acteur individuel. Se limiter aux cas d'absence de liquidité, signifie aussi faire assumer aux agents financiers leurs responsabilités, faute de quoi les prises de risque par ces agents ne feraient qu'augmenter (aléa-moral). On entrerait alors dans un cercle vicieux, pour lequel même la totalité des ressources à disposition de la banque centrale ne seraient plus suffisantes. Malheureusement, il n'est pas facile d'établir une nette séparation entre cas d'insolvabilité et cas d'absence de liquidité: toute crise de liquidité peut provoquer une crise de solvabilité. Si on ajoute le fait que des informations précises peuvent faire défaut à la banque centrale, alors que le temps d'action doit être rapide, on s'aperçoit que la marge de confusion ou de mauvaise conduite n'est pas étroite. En plus, face à l'insolvabilité d'une banque particulièrement importante par sa dimension et dont la chute pourrait entraîner celle de beaucoup d'autres, il apparaît assez difficile de ne pas intervenir (*too big to fail*).

(3) L'objectif ultime du prêt en dernier ressort est de sauvegarder l'existence et les fonctions de la monnaie. Il s'agit d'assurer la disponibilité d'instruments de paiement (liquidité), selon les besoins des différents acteurs. Pour cette raison, le prêt en dernier ressort est une activité de nature monétaire, compatible avec l'objectif monétaire de la banque centrale. Cette dernière remarque ne fait pas l'unanimité. Parfois, on met en conflit le prêt de dernier ressort avec la poursuite de la stabilité des prix: on peut effectivement croire qu'un prêt exorbitant peut mettre en péril la stabilité des prix. Cependant, ce prêt est strictement délimité dans le temps, alors que l'objectif de la stabilité des prix concerne le moyen et le long terme (cf. Humphrey & Keleher, 1984 - p. 281). Par ailleurs, la sauvegarde du système de paiements, en lui mettant à disposition les actifs monétaires, est complémentaire et non pas alternative à la stabilité monétaire. Tout de même, le prêt en dernier ressort ne doit être qu'un cas exceptionnel, et non pas la règle de la conduite monétaire de la banque centrale. Le but étant d'éviter la propagation d'une crise financière, et non pas celui de fournir de la liquidité à tous les agents qui le demandent.

(4) Les conditions du prêt en dernier ressort doivent-elles être connues à l'avance ou non? Cette question reste ouverte. On peut soutenir qu'une attitude ambiguë peut réduire l'aléa-moral, évitant de placer la banque centrale dans une situation d'automatisme qui serait source d'une fragilité systémique supplémentaire: les conditions du prêt étant endogénisées dans les décisions des agents particuliers. Cependant, le fait de connaître à l'avance que la banque centrale interviendra, peut donner de la confiance aux agents, facilitant ainsi la stabilité du système financier (réduction des crises de confiance). Ainsi, si la fonction de prêteur en dernier ressort doit être affirmée ouvertement et préalablement, les conditions d'intervention devraient au contraire être discrétionnaires. En quelque sorte, il s'agit d'un mélange de transparence et d'ambiguïté.

Les limites principales du prêt en dernier ressort sont l'aléa-moral et sa véritable efficacité. Tout mécanisme d'assurance peut élever la prise de risque, rendant inefficace son action. Par ailleurs, le prêt en dernier ressort n'arrive pas à résoudre la solvabilité d'une activité. Pour cette raison, il doit être accompagné d'une supervision prudentielle, dont la logique est différente: *ex-ante* et elle vise la solvabilité alors que le prêt en dernier ressort vise *ex-post* la liquidité.

⁴³ L'invention du mot est généralement attribuée à Sir Francis Baring (*Observations on the Establishment of the Bank of England*, 1797), alors que les principes ont été formulés par Thornton ([1802] 1991) et par Bagehot ([1873] 1999 - ch. II et VII) - cf. aussi Humphrey & Keleher (1984) et Baltensperger (1992).

La solvabilité du système bancaire est aussi importante que la liquidité. Il faut, en effet, assurer le lien entre la valeur réelle et les dépôts bancaires, faute de quoi le pouvoir libératoire ne serait plus assuré.

La question de l'attribution de la supervision prudentielle⁴⁴ à la banque centrale ou non se pose⁴⁵. Dans la réalité, on trouve les deux situations. L'approche allemande est fondée sur le principe de la séparation. C'est le cas adopté aussi au niveau européen: la Banque Centrale Européenne n'assume pas la fonction prudentielle, celle-ci est réalisée au niveau national. C'est aussi le cas en Suisse: la Commission Fédérale des Banques est une entité indépendante du gouvernement et de la Banque Nationale Suisse, ce qui n'empêche pas une certaine collaboration. Aux États-Unis, la situation diffère un peu par le fait que la Federal Reserve n'assume cette fonction que pour les banques membres du système fédéral. Les autres banques sont supervisées par l'Office of the Comptroller of the Currency, partie du Trésor (banques ayant reçu une licence fédérale) ou par le gouvernement de chaque État (banques non membres et ayant une licence régionale). L'Angleterre a récemment adopté une voie différente: si auparavant la fonction prudentielle était assumée par la Bank of England, depuis 2001, elle revient à la Financial Services Authority (FSA), autorité indépendante du gouvernement et distincte de la banque centrale. La FSA est responsable non seulement du secteur bancaire mais pour l'ensemble du secteur financier, assumant donc aussi le rôle qu'aux États-Unis est dévolu à la Securities and Exchange Commission. Enfin, le cas néo-zélandais attribue, selon la tradition anglaise, la fonction de la supervision prudentielle à la banque centrale.

D'un point de vue théorique, la question fait encore l'objet de discussion⁴⁶. En bref, les auteurs en faveur de la séparation font référence aux possibilités de conflits d'intérêt avec la politique monétaire. Par ailleurs, si cette supervision s'élargit à l'ensemble du secteur financier, on voit mal une gestion directe par la banque centrale. De l'autre côté, l'argument qui critique la séparation, met en évidence les caractéristiques communes aux deux fonctions, et surtout la nécessité de connaître dans les détails les situations particulières des banques, avant d'effectuer un prêt en dernier ressort. Cependant, la supervision prudentielle concerne essentiellement l'allocation des actifs financiers. Cette fonction n'est pas intrinsèque à la fonction microéconomique de la banque centrale. Pour cette raison, la supervision prudentielle peut être attribuée à une autorité distincte de la banque centrale, même si une collaboration est souhaitable.

2.2 La fonction macroéconomique

La fonction macroéconomique d'une banque centrale concerne la réalisation de la politique monétaire. L'objectif principal est la stabilité des prix et l'instrument fondamental est le taux d'intérêt.

2.2.1 Les instruments monétaires de marché

Le secteur bancaire et financier est modifié dans son ensemble par la libéralisation. Cela concerne également les instruments monétaires de la banque centrale. Les délais temporels et l'incertitude qui se placent entre les instruments et les objectifs, conduisent à adopter des objectifs intermédiaires (rapidement mesurables, liés à l'objectif final, et influençables directement ou indirectement par les instruments). Les banques centrales retiennent des objectifs opérationnels et des objectifs intermédiaires.

La libéralisation financière a eu une double conséquence sur la politique monétaire (cf. Tableau 3-4). D'abord, d'une politique fondée sur des contrôles administratifs et quantitatifs, on passe à des techniques de marché. Cela s'explique par le principe même de la libéralisation qui ouvre les portes à la libre confrontation des agents pour déterminer les prix et les quantités, ce qui limite, en conséquence, les actions étatiques qui cherchent à imposer des contraintes à ces variables. La logique d'incitation se substitue à la logique de la contrainte.

⁴⁴ Cela concerne en principe la définition d'un capital minimum (ratio Cooke), selon les principes du *Comité de Bâle* qui a fixé le capital minimum à 8% des actifs pondérés par leurs risques. Une révision de ces directives est actuellement en cours, afin de rester en prise avec l'évolution financière récente (libéralisation, internationalisation, innovations). On assiste aussi à une tendance à unifier les différents instituts financiers, sous un seul organe de surveillance.

⁴⁵ À côté de cette question se pose aussi celle de la coordination internationale des différentes autorités de supervision (cf. *The Economist*, 3 mai 2001, "Regulators' arbitrage. Markets are evolving faster than regulators").

⁴⁶ cf. Goodhart & Schoenmaker (1995).

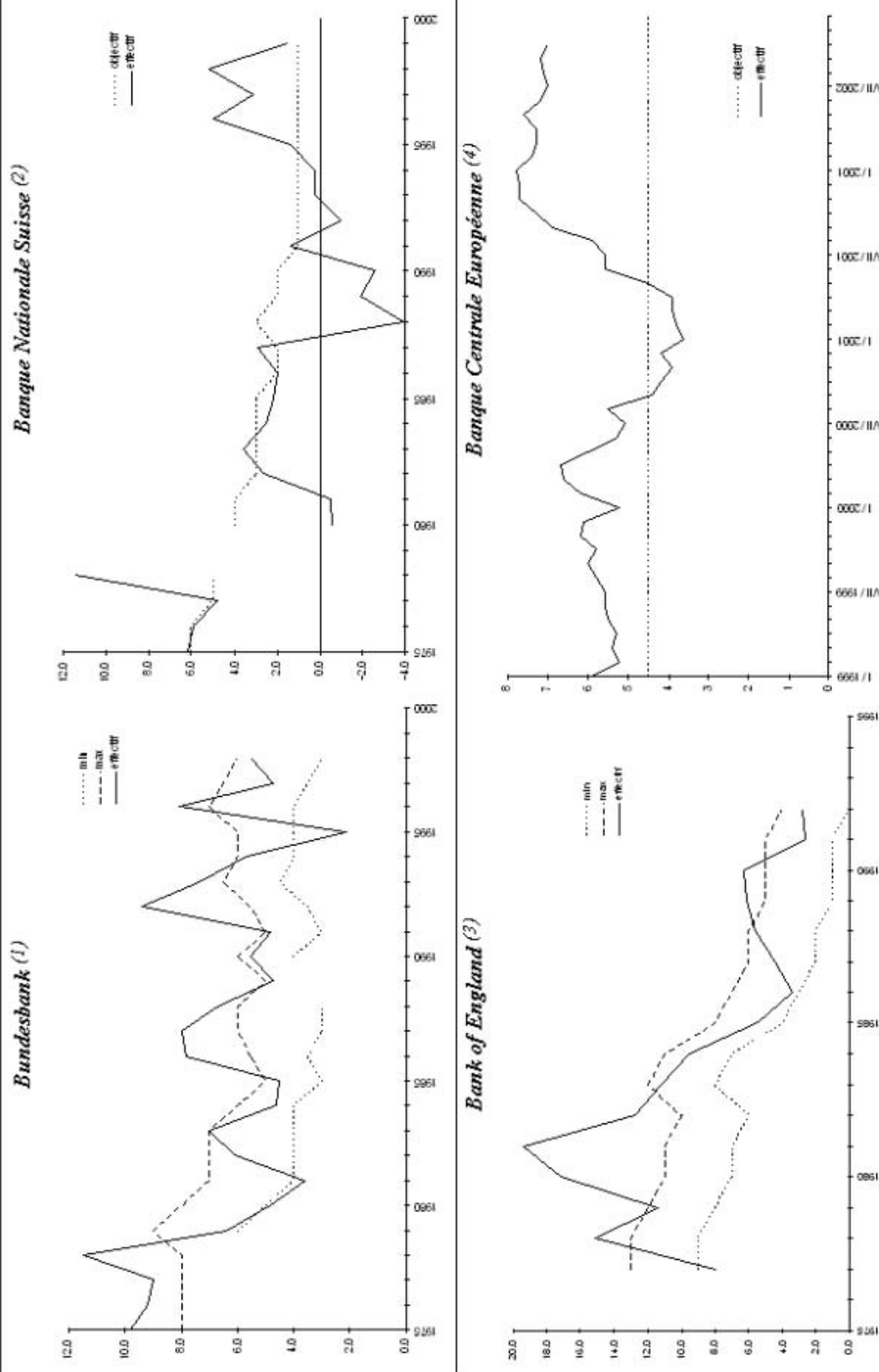
Tableau 3-4 Instruments et objectifs de la politique monétaire				
	<i>Instruments monétaires</i>	<i>Objectifs opérationnels</i>	<i>Objectifs intermédiaires</i>	<i>Objectif final principal</i>
Politique de la base monétaire	encadrement du crédit contrôle des changes et des taux d'intérêt	base monétaire	agrégats monétaires (M1, M3,...)	stabilité des prix
Politique des taux d'intérêt	opérations d'open market taux directeurs opérations sur devises réserves obligatoires	taux de marché interbancaire	taux d'intérêt à court et à long terme taux de change	stabilité des prix
<i>Note: M1 = pièces et billets en circulation + dépôts des banques secondaires auprès de la banque centrale + dépôts bancaires à vue. M3 = M1 + dépôts bancaires d'épargne et à terme + autres placement financiers à court terme. Les éléments de M1 sont directement utilisables en paiement, alors que les éléments qui s'ajoutent dans M3, ne le sont que sous certaines conditions ou après transformation.</i>				
<i>Sources: élaboration d'après De Mourgues (2000 - p. 246) et Plihon (2001 - pp. 86-96)</i>				

Ensuite, d'une politique de la base monétaire, on passe à une politique des taux d'intérêt, en raison des effets déstabilisants que la libéralisation et l'innovation financière ont provoqué sur les relations empiriques propre à la théorie quantitative.

La politique de la base monétaire (*monetary targeting*) comprend les éléments suivants: (1) une relation positive et stable entre la masse monétaire et le niveau des prix, conformément à la théorie quantitative; (2) l'offre de monnaie exogène, sous contrôle de la banque centrale; (3) la définition d'un objectif de croissance pour un agrégat monétaire (règle monétariste). Les principales banques centrales qui ont adopté cette approche, n'ont pas réussi à la réaliser entièrement. En particulier, les objectifs fixés n'ont pas été atteints à plusieurs reprises (cf. Figure 3-1), non pas en raison d'une absence de volonté mais par une véritable perte d'efficacité des instruments monétaires qui s'explique par la libéralisation et l'innovation financière. Cela s'est vérifié aussi pour la Federal Reserve américaine, pendant la période 1979-82 au cours de laquelle le gouverneur Volker avait suivi une politique désinflationniste, très souvent associée à l'approche monétariste. Dans cette période, aucun des objectifs sur les agrégats monétaires annoncés n'a été véritablement atteint, malgré le succès dans la réduction de l'inflation⁴⁷. Le dépassement systématique de la cible, tout comme une fréquente révision de l'agrégat de référence ou de la fourchette prévue, affecte la réputation de l'autorité monétaire. Cela a conduit à la politique des taux d'intérêt (cf. Tableau 3-5), plus facilement compatible avec le régime de finance libéralisée. L'abandon de la cible monétaire n'implique pas l'abandon complet des agrégats monétaires, même si leurs rôles se réduit à être un indicateur parmi d'autres de l'évolution financière et économique.

⁴⁷ Bernanke & Mishkin (1992 - pp. 189-194).

Graphique 3-1 Croissance effective et objectif de l'agrégat monétaire
croissance annuelle en %



Sources: (1) Deutsche Bundesbank (*Geschäftsbericht*, 1994-1998), ENS (*Rapports de gestion*, 1983-1993), et Bernanke & Mishkin (1992, pour la période 1975-83); (2) ENS (*Rapports de gestion*, 1983-2000; Les banques suisses, 1975-78), et Bernanke & Mishkin (1992, pour la période 1980-83); (3) Bernanke & Mishkin (1992), et ENS (*Rapport de gestion*, 1992, pour la donnée de la même année); (4) BCE (*Bulletin mensuel*, différents numéros).

**Tableau 3-5 Les instruments des banques centrales:
vers une politique du taux d'intérêt**

année d'adoption de la politique du taux d'intérêt	caractéristiques de la politique monétaire	instruments monétaires	taux de référence
1982 / 1994 Federal Reserve a) 1), 7), 8)	réduction de l'importance accordée à la <i>cible monétaire</i> introduite en 1975 et renforcée en 1979, pour adopter une politique du taux d'intérêt	open market swaps sur devises	Federal Funds Rate
1991 Bank of Canada 1), 2), 6)	introduction d'une <i>cible inflation</i> , après avoir abandonné en 1982 la <i>cible monétaire</i> introduite en 1975	prises et concessions en pension open market swaps sur devises	taux cible de financement à un jour
1992 Bank of England 1), 2), 3)	abandon de la <i>cible monétaire</i> et sortie du SME, pour adopter la <i>cible inflation</i>	open market	taux directeur (repo)
1999 BCE b) 4)	politique des deux piliers, avec objectif intermédiaire pour la croissance de M3, et check-list d'indicateurs pour réaliser l'objectif final exprimé en termes de variation des prix	open market facilités permanentes réserves obligatoires	taux de soumission minimal taux facilité de prêt marginal et taux de dépôt taux de pénalité
2000 BNS 5)	abandon de la <i>cible monétaire</i> pour une <i>cible inflation</i> , fondée sur l'annonce de l'objectif en termes de variation des prix, la prévision de l'inflation, et la fixation d'une marge de fluctuation du taux Libor	substitution des <i>repurchase agreement</i> (repo) aux swaps sur devises	<i>London interbank offered rate</i> Libor à 3 mois sur le franc suisse

Notes: (a) Les modifications du taux de référence sont officiellement annoncées seulement depuis 1994.
(b) La Banque Centrale Européenne accorde un rôle assez important aux agrégats monétaires, malgré le dépassement régulier de la cible. Cependant, la politique des deux piliers qu'elle adopte dépasse le cadre strictement monétariste et introduit des éléments très proches à la politique par le taux d'intérêt.

Sources: (1) Bernanke & Mishkin (1992);
(2) Mishkin & Posen (1997);
(3) Girard (1999);
(4) BCE (Rapport annuel, 2000 - pp. 66-72);
(5) BNS (93. Rapport de gestion, 2000);
(6) Banque du Canada (Rapport annuel, 2000);
(7) Federal Reserve of New York (Annual Report, 2000).

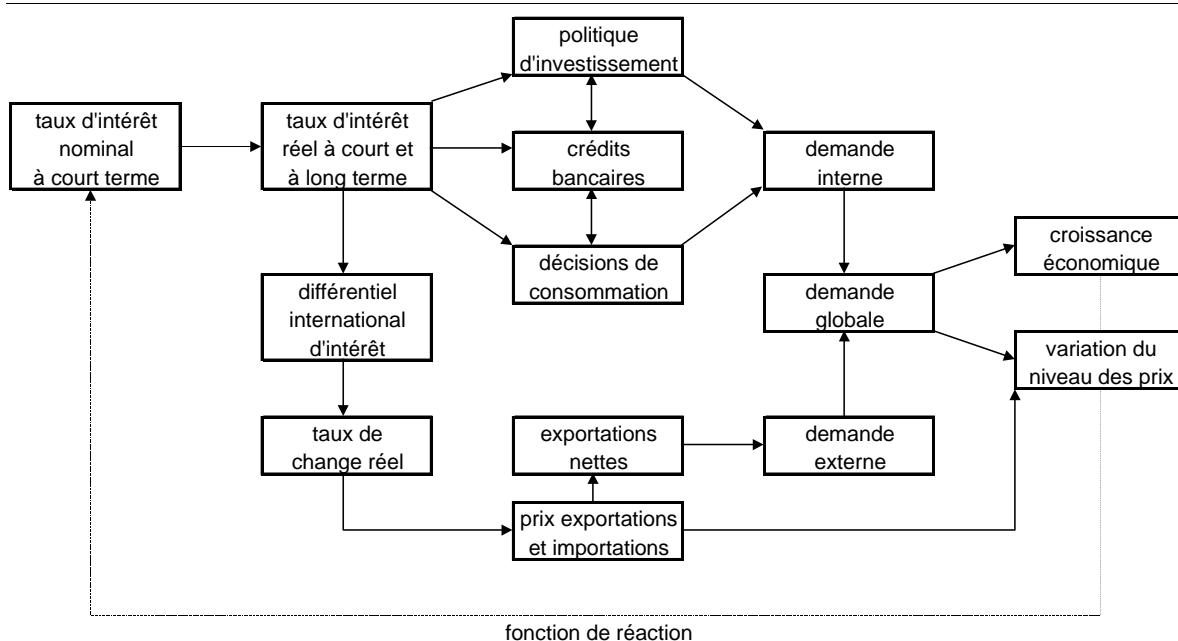
2.2.2 Renouveau du cadre théorique

On explique la perte d'efficacité du *monetary targeting*, par les effets déstabilisants de la libéralisation financière sur la relation entre agrégats monétaires et niveau des prix. En particulier, on s'est aperçu que la demande de monnaie et la vitesse de circulation, au lieu d'être stables, sont devenues instables en raison de l'apparition, favorisée par l'innovation financière, d'actifs financiers facilement transformables en moyens de paiement. L'orientation vers le taux d'intérêt s'accompagne aussi d'une mise en discussion du fondement théorique de la politique de la base monétaire. On redécouvre le taux d'intérêt en tant qu'instrument monétaire, et on s'interroge sur les canaux de transmission indirects.

On rétablit ainsi les liens avec une longue tradition qui avait mis l'accent sur le taux d'intérêt et qui remonte au début du XIX^e siècle, lors d'un premier pas important vers la prise de conscience de la spécificité de la banque centrale⁴⁸. Avec Thornton (1802), on commence à prendre conscience du rapport théorique entre le taux d'intérêt et l'évolution des prix. Sa théorie anticipe le processus cumulatif développé plus tard par Wicksell (1898), d'après lequel tout écart entre le taux d'intérêt monétaire et le taux naturel⁴⁹ comporte une variation du niveau des prix: à la hausse si l'écart est négatif, à la baisse si l'écart est positif. Afin de stabiliser les prix, il faut alors ajuster le taux monétaire au taux naturel.

Sous le régime de l'étalon-or, le taux d'escompte était l'instrument principal pour assurer la convertibilité en or de la monnaie. De nos jours, on décrit la relation entre le taux d'intérêt et le niveau des prix par une série de canaux de transmission indirecte⁵⁰. Le schéma illustré dans le Figure 3-3 est assez largement accepté, son fondement étant un mélange d'empirisme et de théorie⁵¹. L'influence de la banque centrale sur le niveau des prix passe par toute une série de canaux de transmission.

Figure 3-3 Mécanisme de transmission d'une modification du taux d'intérêt



Sources: élaboration d'après Mishkin (1996). Taylor (1995) et Bank of England (1999).

⁴⁸ cf. Schumpeter ([1954] 1990 - vol. II, ch. 7).

⁴⁹ Taux d'intérêt qui égalise l'épargne avec l'investissement et qui est déterminé par le rendement des investissements (notion proche de l'efficacité marginale du capital de Keynes, 1936). La séparation entre taux monétaire et taux naturel résulte du système bancaire fondé sur la monnaie-papier qui permet un accroissement illimité du crédit bancaire.

⁵⁰ cf. Mishkin (1996), Bernanke & Gertler (1995), Plihon (2001 - pp. 97-105) ainsi que les numéros consacré au sujet de la *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (1995, vol. 77, n. 3) et du *Journal of Economic Perspectives* (1995, vol. 9, n. 4).

⁵¹ À ce titre, il faut citer la règle de Taylor (1993) qui définit une règle de comportement pour la banque centrale en terme de taux d'intérêt, en fonction d'un premier écart entre taux d'inflation effectif et taux ciblé, et d'un deuxième écart entre croissance économique effective et croissance potentielle.

Le canal du taux d'intérêt affecte le coût du capital et par là les décisions d'investissement. En règle générale, une baisse du taux d'intérêt, réduit le coût du capital, favorisant ainsi le lancement de nouveaux investissements.

Le canal des prix des actifs influence les décisions de placement et de consommation des agents. Ce canal comporte un effet de substitution (d'un actif à l'autre) et un effet de richesse (variation du patrimoine). Dans ce contexte on peut considérer le coefficient "q" de Tobin, rapport entre la valeur boursière et le coût de renouvellement du capital: une baisse des taux d'intérêt, provoque la hausse de la valeur boursière, ce qui favorise le lancement de nouveaux projets d'investissements.

Les canaux des crédits se partagent entre un canal étroit du crédit bancaire (*banking lending channel*) et un canal large ou canal du bilan (*balance sheet channel*). En raison de l'imparfaite substituabilité entre endettement bancaire et émission de titres financiers, le canal étroit du crédit garde un rôle important pour les entreprises qui n'ont pas d'accès direct aux marchés financiers. Le mécanisme est essentiellement lié au fait que la hausse (baisse) du taux d'intérêt diminue (augmente) le volume de crédits bancaires, défavorisant (favorisant) l'activité des agents dépendants du financement bancaire. Dans le cas d'une hausse particulièrement prononcée du taux d'intérêt, l'effet peut même se transformer en *credit crunch*: les banques réduisent brutalement les crédits, ce qui peut enclencher une dépression financière et économique. Le canal du bilan concerne au contraire l'ensemble du financement: bancaire et non bancaire, externe et interne (autofinancement). On admet que les capacités à obtenir du financement dépendent d'une prime de financement externe et de la situation patrimoniale nette de l'entreprise. La prime de financement externe, équivalente à la différence entre le coût du financement externe et le coût de l'autofinancement, existe en raison de l'information asymétrique implicite à la relation entre le prêteur et l'emprunteur. L'information imparfaite s'explique par le fait que le prêteur connaît moins bien le risque et le rendement de l'investissement et par le fait qu'il ne contrôle pas directement les décisions de l'emprunteur. On peut alors assister à des effets d'anti-sélection (investissements dans les activités les plus risquées) et d'aléa moral (comportements imprudents). La hausse du taux d'intérêt augmente la prime de financement externe par l'aggravation de ses risques mais elle réduit aussi la situation patrimoniale nette (réduction des profits induite par l'augmentation des charges de la dette, et réduction de la valeur des actifs qui servent de gage au prêts), d'où une capacité réduite à obtenir du financement.

Le canal du taux de change affecte les termes de l'échange ce qui a une influence sur l'inflation importée mais aussi sur le volume des importations et des exportations.

L'objectif de la stabilité des prix n'est pas mis en doute. De nos jours, cet objectif fait presque l'unanimité auprès des économistes. Au contraire, les modalités du chemin pour y arriver restent encore ouvertes. En particulier, on distingue une approche favorable à une cible de l'inflation (*inflation targeting*)⁵² et une approche qui adopte un taux de change fixe (*currency board*). La première solution, qui permet de garder l'autonomie monétaire, comporte l'annonce d'un objectif d'inflation et la prise en compte de plusieurs indicateurs sous la forme d'une *check list* qui permet de prévoir l'évolution des prix, de façon à modifier le taux d'intérêt. Cela laisse d'ailleurs la place à une certaine flexibilité dans la mise en œuvre de la politique monétaire: on parle en effet de "discretion disciplinée" (*disciplined discretion*). La solution du *currency board*, comporte au contraire l'engagement à défendre une parité fixe avec une devise de référence. Cela signifie l'abandon de l'autonomie monétaire (conformément aussi au problème de Mundell, cf. supra). On retrouve ainsi le dilemme entre la stabilité interne et la stabilité externe de la monnaie.

Avant de poursuivre il est nécessaire de retenir les remarques suivantes.

(1) La libéralisation financière, tout en modifiant les modalités de la politique monétaire, désormais caractérisée par des techniques de marché et par la gestion des taux d'intérêt, n'a pas remis en question l'objectif final. Il est effectivement illusoire de vouloir augmenter à long terme la production par la politique monétaire. Même dans le contexte d'une finance libéralisée, la croissance économique dépend fondamentalement du secteur productif. Cela ne fait que réaffirmer le principe du travail (direct et indirect) en tant que source de la valeur économique. Cependant, cela ne signifie pas que l'objectif monétaire est neutre. La politique monétaire, affecte le contexte économique: ses instruments ne sont pas neutres. Cela renforce la question de la responsabilité monétaire et de la coordination de la politique économique, comme contrepartie à l'indépendance de la banque centrale. Par ailleurs, comme on l'a déjà soutenu, la stabilité des prix n'est pas définie une fois pour toutes, il faut l'interpréter.

⁵² cf. Svensson (1997), Haldane (1995).

(2) Avec l'essor du marché financier et de ses effets sur l'évolution économique, un débat a été lancé sur la nécessité pour la banque centrale de prendre en considération la stabilité financière au delà de la stabilité monétaire. En particulier, on s'interroge sur le rôle que la banque centrale doit accorder à l'évolution des prix des actifs financiers⁵³.

(3) Le développement de la finance met aussi en question l'efficacité de la politique monétaire: est-ce que la banque centrale est véritablement capable d'influencer le taux d'intérêt? De plus, le système monétaire international se caractérise par l'absence d'un étalon international, par la libre circulation des capitaux et par le régime de changes flexibles. Or, les théories monétaires du XIX^e siècle font généralement référence à un contexte d'étalon-or et à une prépondérance des transactions commerciales⁵⁴. Si les théories modernes ont retenu l'importance des opérations financières, on n'a pas véritablement intégré l'absence d'un étalon international. On peut dès lors s'interroger sur les conséquences en termes d'efficacité de l'instrument monétaire dans ce contexte. En effet, surtout pour une petite économie ouverte (*small open economy*), la gestion monétaire interne pourrait être perturbée par des déséquilibres monétaires internationaux. L'évolution du taux de change ne semble plus être liée aux seuls soldes de la balance commerciale. Autrement dit, le système monétaire international ne comporte pas un mécanisme de rééquilibrage qui ajuste les taux de change et résorbe les déséquilibres commerciaux. Par ailleurs, face à l'importance des mouvements de change, les réserves de devises des banques centrales sont souvent insuffisantes pour influencer durablement les taux de change. L'absence d'un mécanisme de rééquilibrage peut se traduire par des déséquilibres de changes durables. Par exemple, on peut imaginer un pays à monnaie de réserve, dont une partie de l'émission monétaire peut être utilisée pour financer des importations de plus en plus croissantes, sans que la monnaie se déprécie et sans qu'une inflation interne n'apparaisse. Cela permet la formation d'un déficit externe élevé. D'autre part, lors d'un retour massif au pays d'origine de la monnaie initialement émise sans limites, par exemple par la perte de prestige au niveau international, on aura des pressions inflationnistes, aggravées par la dépréciation du change, difficilement gérables par la banque centrale. Un autre exemple est lié aux variations erratiques du taux de change à la suite des mouvements des capitaux. Admettons le cas d'une banque centrale qui veut contenir les pressions inflationnistes internes en augmentant le taux d'intérêt. En raison d'un effet négatif escompté sur la croissance économique interne, les capitaux quittent ce pays, dépréciant le taux de change, ce qui peut relancer les exportations mais qui augmente aussi l'inflation importée, d'où la nécessité d'une hausse supplémentaire du taux d'intérêt. Inversement, face à une entrée massive de capitaux et à une appréciation du taux de change, la banque centrale peut réduire le taux d'intérêt sans craindre des poussées inflationnistes, d'où une possible croissance économique, qui ne ferait qu'attirer des nouveaux capitaux. Dans la première situation, la volonté de limiter toute inflation peut se révéler très coûteuse (cercle vicieux), alors que dans la deuxième situation, une politique monétaire expansionniste peut se poursuivre sans limites (cercle vertueux). Au contraire de l'idée qui prône la poursuite de la stabilité interne pour assurer la stabilité externe de la monnaie, le système monétaire international actuel semble soutenir une relation inverse. Cet argument montre à nouveau comment l'indépendance à elle seule n'est pas suffisante pour contenir tout biais inflationniste: le contexte monétaire international⁵⁵ et l'efficacité des instruments monétaires sont tout aussi importants que l'engagement vers la stabilité des prix mise en évidence par la théorie du biais inflationniste.

2.3 Considérations finales

La banque centrale est une autorité de régulation. Ses objectifs ont une dimension publique, collective. Sa logique diffère d'une logique privée fondée sur la maximisation du profit dans un contexte de concurrence. L'acte de réguler signifie modérer, discipliner, soumettre à un principe. Le terme micro pourrait faire penser que cela n'est pas véritablement le cas. Cependant, même la fonction microéconomique comporte une dimension collective.

Chaque opération de paiement est un bien privé: la banque émet un paiement pour le compte d'un client en faveur d'un agent identifiable. Le principe de rivalité est respecté. La banque peut même imposer un prix sur

⁵³ cf. *The Economist*, 18 avril 2002, "More bubble and squeak. A modern central bank needs to watch asset prices as well as traditional inflation", ainsi que BRI (2001c - pp. 148-150).

⁵⁴ cf. Schumpeter ([1954] 1990 - vol. II, ch. 7, section 5).

⁵⁵ On n'a que rarement considéré l'indépendance sous l'angle de l'économie externe. Parmi les exceptions on trouve Fasel Berger (2001) qui analyse l'expérience de la Banque Centrale Européenne.

chaque opération de paiement ou exiger des conditions préalables à tout paiement. Le principe de l'exclusion est également respecté. L'actif monétaire (résultat d'un paiement) peut être approprié individuellement, faute de quoi le droit de propriété sur les biens que cet actif représente ne serait plus respecté. Tout cela concerne la dimension privée de la monnaie.

Le système de paiements est au contraire une infrastructure, proche au réseau routier, qui respecte la définition de bien public mixte. L'utilisation du système par un agent n'empêche pas, dans les limites de capacités, l'utilisation du même réseau par quelqu'un d'autre (non-rivalité). L'accès à l'utilisation, à obtenir des paiements, est cependant contrôlé (exclusion)⁵⁶. Dans le cas de billets et de pièces de monnaie, le contrôle est plus difficile, ce qui explique l'utilisation de ces actifs par les réseaux qui exercent des activités illégales. Cependant, l'accès au réseau n'est pas sans contrôle.

Enfin, la stabilité, la sécurité et l'efficacité du système de paiements, objectifs microéconomiques de la banque centrale, respectent les principes de non-rivalité (ils bénéficient à l'ensemble des participants au système) et de non-exclusion (impossibilité de trier entre les bénéficiaires en raison d'une offre indivisible). Pour les membres qui participent au système de paiements, ces propriétés sont des biens publics purs. De plus, l'exclusion est unilatérale par la possibilité que les agents ont d'adopter un système alternatif, sous l'hypothèse que cela soit concrètement possible⁵⁷ ou économiquement souhaitable (échange par troc ou par une devise étrangère). Par membre, il faut entendre non seulement les agents qui produisent les services de paiement mais aussi les agents qui se servent de ces services. Cela couvre pratiquement la totalité des agents présents dans la zone monétaire.

Pour réaliser ces objectifs, la logique des instruments ne suit pas celle d'un agent privé. La fonction microéconomique, par la définition de normes de comportement ou par l'intervention en tant que prêteur en dernier ressort, s'écarte des principes de maximisation de l'intérêt privé et de la soumission à la concurrence⁵⁸. La banque centrale diffère des autres banques. La logique veut que l'autorité de régulation soit distincte et hiérarchiquement supérieure aux agents régulés. Cela comporte un mode de fonctionnement également différent.

La banque centrale doit surmonter le conflit d'intérêts dans lequel se trouve une banque commerciale qui chercherait à assumer le rôle de prêteur en dernier ressort ou de responsable du réseau. En effet, la maximisation du profit conduit à réaliser une politique de crédit pro-cyclique, alors que le prêt en dernier ressort doit être anti-cyclique. En situation de crise, il faut augmenter et non pas réduire le crédit. On peut aussi se demander quel serait l'intérêt d'une banque à intervenir en aide d'une banque concurrente en difficulté. Par ailleurs, afin d'assurer la sécurité du système de paiements, la banque centrale doit édicter des normes de comportement (réserves obligatoires). Cela nécessite une autorité qu'une banque en concurrence avec les banques auxquelles ces normes s'imposent possède difficilement. Enfin, la responsabilité microéconomique déséquilibre, en faveur de la banque centrale, le rapport concurrentiel. Il n'y a de véritable concurrence que si les banques sont sur un plan d'égalité, ce qui n'est pas le cas face à un responsable de réseau. Cela est lié au rapport entre la monnaie centrale et les monnaies secondaires. En raison du fait que la monnaie centrale est hiérarchiquement supérieure aux autres monnaies, l'institut qui l'émet se place à un niveau également supérieur.

L'évolution historique de la banque d'État vers la fonction de *banque des banques*⁵⁹ reflète cette situation. Le fait d'être une banque d'État, même à nature commerciale et même à capital privé, donnait un avantage en termes de garantie par rapport aux autres banques. Ces dernières ont commencé à déposer des actifs auprès d'elle. Née en tant que banque commerciale, la banque d'État est ensuite devenue un point de référence pour les autres banques commerciales, ce qui entraîne une hiérarchisation des rapports. L'introduction du monopole de l'émission monétaire au XIX^e siècle, n'a fait qu'accentuer cette situation, permettant à la banque d'État d'acquérir les fonctions d'une banque centrale au sens moderne du terme.

Cette évolution montre la transformation des banques commerciales d'État, comme l'était aux origines la Bank of England, en banques centrales par l'abandon des principes de la maximisation du profit et du régime concurrentiel.

La dimension publique de la banque centrale est également valable pour la fonction macroéconomique. Par définition, le niveau macroéconomique se place au niveau de l'économie dans son ensemble et non pas des

⁵⁶ Cela concerne aussi la participation d'une banque au système de paiements interbancaire est souvent soumis à des conditions définies par la banque centrale à la quelle revient la décision d'accorder ou pas l'accès au système de paiements.

⁵⁷ Un exemple est l'utilisation du dollar, sous forme de billets, en lieu de la monnaie locale.

⁵⁸ cf. Goodhart (1988 - ch. 3, 4 et 5).

⁵⁹ cf. Goodhart (1988) et Capie & Goodhart & Schnadt (1994).

éléments singuliers qui la composent. La dimension macroéconomique est celle des variables globales et non pas des variables individuelles. L'inflation et la déflation sont des phénomènes macroéconomiques qui concernent l'ensemble d'un espace monétaire donné. La stabilité des prix est un objectif public, au sens qu'on peut la retenir en tant que bien collectif pur.

Réaliser la stabilité des prix signifie assurer la valeur réelle des actifs monétaires par la stabilité du niveau général des prix. La stabilité d'un actif n'empêche pas celle d'un autre: l'ensemble des agents bénéficie au même instant de la stabilité des prix (non-rivalité). La définition des actifs monétaires et financiers dans une même unité monétaire implique que toute stabilité ou variation de la valeur réelle de cette unité affecte l'ensemble de ces actifs, sans possibilité de différencier (non-exclusion). L'exclusion est unilatérale du côté des détenteurs des actifs qui peuvent toujours s'en débarrasser et acquérir d'autres devises alors que la réalisation de la stabilité des prix est indivisible. Le même raisonnement est valable pour la stabilité ou la variation du taux de change, valeur externe de la monnaie.

La logique de la politique monétaire est différente d'une logique de maximisation ou de concurrence. Par les opérations monétaires, la banque centrale ne cherche pas à maximiser le profit ou le rendement de son capital. De même, les modifications du taux d'intérêt ne sont pas réalisées dans l'optique de concurrencer l'activité des autres banques commerciales mais dans le but d'orienter l'ensemble des taux d'intérêt.

Ce retour à la politique monétaire ne signifie pas une sous-évaluation de la fonction microéconomique. La fonction macroéconomique s'est en effet installée sur la base de cette fonction. La politique monétaire exploite le rôle de la banque centrale au centre du système de paiements pour pouvoir exercer son influence sur les taux d'intérêt. Celle-ci se réalise par les conditions que la banque centrale exige sur les crédits *overnight* et sur les opérations d'open market, tels les *repos* ou les *swaps*.

La stabilité des prix est complémentaire au pouvoir libératoire pour assurer la crédibilité monétaire. D'après la logique de l'émission monétaire, tout paiement ne nécessite pas un actif monétaire préalable, ce qui rend le pouvoir libératoire distinct de la stabilité de la valeur réelle des actifs monétaires. La stabilité de la valeur réelle prolonge dans le temps la valeur qui a été transmise par l'exercice du pouvoir libératoire. Si le paiement transmet une valeur qui dans un très bref délai se déprécie fortement, la crédibilité de l'instrument monétaire est mise en doute bien que le pouvoir libératoire ne soit pas directement contesté. Dans ce sens, il y a complémentarité. Celle-ci se vérifie aussi inversement: un système de paiements sécurisé favorise une politique non inflationniste par l'absence de fausses émissions. Bien que distinctes, les fonctions de la banque centrale sont complémentaires.

CHAPITRE VII

L'INDÉPENDANCE CONTRACTUELLE: LÉGITIMATION, MODALITÉ ET LIMITES

L'idée de séparer l'autorité monétaire du gouvernement n'est pas nouvelle. David Ricardo l'avait soutenue dans le *Plan for the establishment of a National Bank*, texte publié après sa mort en 1824, qui réaffirme ce qu'il avait avancé dans les *Principes* ([1821] 1992 - pp. 373-374).

"It is said that Government could not be safely entrusted with the power of issuing paper money; that it would most certainly abuse it; and that, on any occasion when it was pressed for money to carry on a war, it would cease to pay coin, on demand, for its notes; and from that moment the currency would become a forced government paper. The would, I confess, be great danger of this, if Government - that is to say, the ministers - were themselves to be entrusted with the power of issuing paper money. But I propose to place this trust in the hands of Commissioners, not removable from their official situation but by a vote of one or both Houses of Parliament. I propose also to prevent all intercourse between these Commissioners and ministers, by forbidding every species of money transaction between them. The Commissioners should never, on any pretence, lend money to Government nor be in the slightest degree under its control of influence. Over Commissioners so entirely independent of them, the ministers would have much less power than they now possess over the Bank Directors. Experience shows how little this latter body have been able to withstand the cajolings of ministers; and how frequently they have been induced to increase their advances on Exchequer bills and Treasury bills, at the very moment they were themselves declaring that it would be attended with the greatest risk to the stability of their establishment, and to the public interest."

(Ricardo, [1824] 1951 - p. 282)

Plusieurs arguments importants ressortent: (1) la distinction entre les *Commissioners* et les ministres du gouvernement (définition même de l'indépendance); (2) le conflit d'intérêt qui surgit au sein du gouvernement lorsque celui-ci assume l'activité d'émission monétaire; (3) le rôle du financement public dans le conflit d'intérêt; (4) l'interdiction faite à l'autorité monétaire, comme corollaire à son indépendance, d'accorder des prêts directs au gouvernement; (5) la procédure de nomination des responsables monétaires; (6) l'assimilation de l'indépendance à l'absence d'influence de la part du gouvernement. Ricardo ne semble pas penser à l'indépendance comme remède à l'inflation pour lequel il propose le *currency principle* (couverture de l'émission monétaire par l'or). Il s'agit d'une solution technique plus qu'institutionnelle. Plus tard, John R. Hicks défend à nouveau l'indépendance:

"I think we should say that monetary regulation is a major function of Government; but we should emphasize that if it is to be exercised decisively, it needs to be separated, in what is in fact the constitutional sense, from other functions. We need to remember the ancient doctrine of the Separation of Powers. The judicial function, in well-ordered states, is recognized to be a function of Government, but a function that is better separated. So it is with the monetary function. It is far too responsible a function to be handed over to a 'company of merchants' (Ricardo's pejorative expression for the Bank of England). Nevertheless it is harmful for it to be confused, as Keynesianism has led it to be confused, with the regular financing of the executive government. It belongs to the province of the executive government to further the maintenance of high employment and steady growth, within the framework of an economy that is monetarily well-regulated. But it is a disaster that these things have got so mixed together."

(Hicks, 1977 - pp. 132-133)

On fait généralement remonter le principe de la séparation des pouvoirs au livre *De l'esprit des lois* de Montesquieu ([1748]). En bref, son idée peut se résumer ainsi: (1) un gouvernement est modéré s'il est soumis à des lois et s'il n'abuse pas du pouvoir. D'après Montesquieu, la liberté n'existe pas en dehors de la loi, celle-ci est une condition préalable pour assurer la liberté: l'absence de règles conduit au règne de la licence et des abus; (2) la séparation des trois pouvoirs (législatif, exécutif et judiciaire) permet de réaliser un contrôle réciproque et croisé, de telle manière à réduire les risques d'abus; (3) la séparation des pouvoirs est possible par l'identification d'une fonction (domaine d'activité) propre à chaque pouvoir, (4) la séparation des pouvoirs n'empêche pas une interaction, notamment entre législatif et exécutif, en particulier par le fait que le premier surveille le deuxième. Il ne s'agit donc pas de séparer pour réaliser un fonctionnement isolé de chaque pouvoir mais il s'agit d'assurer une interaction qui conduit chaque pouvoir vers une action modérée. De ces arguments, on peut retenir les deux perspectives suivantes.

La séparation des pouvoirs fait appel à une différenciation de fonctions qui, si elles sont réunies auprès d'une seule autorité, peuvent conduire à des abus. L'argument, avant Montesquieu, a été retenu aussi par Locke ([1690], Chapitre XII) afin de justifier la séparation entre le pouvoir législatif et le pouvoir exécutif. On ne peut appliquer une loi qu'une fois qu'elle est édictée, toute possibilité de la modifier au moment de son application peut conduire à des abus. La séparation des pouvoirs permet de résoudre ces conflits. Cette approche peut être reprise pour le cas de la banque centrale, en identifiant ses propres fonctions et les possibles abus en cas d'attribution de la fonction monétaire au gouvernement (section 1).

La séparation des pouvoirs ne place pas les différents pouvoirs en dehors de l'État. Au contraire, chaque autorité est soumise à des normes et elle interagit avec les autres autorités (pouvoir contre pouvoir). Il est, en effet, nécessaire de différencier le gouvernement de l'État; le pouvoir exécutif est un élément institutionnel parmi d'autres qui composent l'État. L'État, en tant qu'entité unique, dépasse les différents pouvoirs, tout en les englobant. Le principe de la séparation des pouvoirs est une caractéristique propre à l'État et non pas au gouvernement. La Constitution est l'acte législatif suprême qui rend compte de l'existence de l'État et qui en définit les institutions et les principes. Ainsi, c'est l'État qui est démocratique, et non pas le gouvernement. Tout au plus, celui-ci est démocratiquement élu mais ce n'est pas aux élus de décider si, pendant leur mandat, leur gouvernement sera démocratique ou pas. On prendra en compte l'indépendance contractuelle d'après l'idée que la banque centrale est une autorité qui se place au sein de l'État (section 2).

1. L'indépendance fonctionnelle: la banque centrale face au gouvernement

“L’expérience montre cependant que jamais un État ou une Banque n’a disposé d’un pouvoir illimité d’émission de papier-monnaie sans en abuser.”
(Ricardo, [1821] 1992 - p. 368)

L’abus de pouvoir semble être à la racine du dérapage monétaire. L’idée est d’ailleurs présente dans la théorie du biais inflationniste qui prend en compte les tentations de l’autorité monétaire essentiellement d’après sa fonction macroéconomique. Il est dès lors intéressant de considérer l’indépendance d’après la fonction microéconomique de la banque centrale.

1.1 L’indépendance, comme remède aux conflits de rôle

Imaginons que la fonction microéconomique soit assumée par le ministère des finances, ou plus généralement par le gouvernement. Quels sont les principaux conflits qui peuvent surgir?

1.1.1 Conflit entre le rôle d’émetteur ultime et celui de payeur

Un premier conflit de rôle concerne l’activité d’émission monétaire et le financement public. Le rapport entre la banque centrale et les finances de l’État remonte à l’origine de cette institution et il s’est maintenu pendant toutes les évolutions successives. Les premières banques d’État étaient fondées pour procurer du financement aux gouvernements à des conditions privilégiées⁶⁰. Ensuite, les gouvernements, notamment pour faire face aux efforts de guerre, ont exploité le rapport étroit avec les banques d’État, favorisant très souvent l’instabilité monétaire. L’apparition synchrone entre périodes inflationnistes, déficits publics et guerres s’est produite à plusieurs reprises: des guerres napoléoniennes aux deux guerres mondiales.

Dans tout État, le gouvernement réalise une série d’activités économiques: il paye ses employés, il achète toute sorte de biens et de services nécessaires à son fonctionnement, il fait réaliser des œuvres publiques (routes, bâtiments,...) en rémunérant des entreprises, très souvent privées, et surtout il redistribue les ressources entre les citoyens pour des raisons de justice distributive. Dans toutes ces activités, le gouvernement assume le rôle de payeur. Le gouvernement dans ces activités ne peut pas échapper à la contrainte budgétaire qui s’impose à tout agent économique et qui se résume par l’exigence d’un pouvoir d’achat à la source de toute dépense.

Si le gouvernement, peut payer en émettant de la monnaie centrale, celle-ci ayant le privilège du pouvoir libératoire, cela signifie qu’il peut se donner à lui-même le pouvoir d’achat nécessaire pour financer ses dépenses. Dans une telle situation, le gouvernement pourrait se donner n’importe quel montant de pouvoir d’achat, il lui suffit de l’émettre. Ayant défini le paiement comme une opération à trois agents (le payeur, le payé et l’intermédiaire bancaire), on s’aperçoit que dans ce cas le gouvernement occupe le rôle de payeur et d’intermédiaire. Cela signifie que le gouvernement peut payer avec sa propre créance, ce qui n’est pas souhaitable: il n’y a aucune contrainte budgétaire qui s’impose à ses paiements. Il s’ensuit un risque de dérapage inflationniste qui devient inévitable si le gouvernement considère l’émission de la créance comme paiement définitif. En effet, dans une telle situation, le gouvernement s’est approprié illicitement des biens aux dépens des agents, cas qui correspond à la monétisation du déficit public.

Deux solutions peuvent dès lors se présenter pour limiter le dérapage monétaire. Première solution: le gouvernement échange les créances émises contre un titre financier par lequel il reconnaît son endettement (ce qui exige d’ailleurs la présence d’un marché financier développé). Cela ne fait que déplacer dans le temps la créance, tout en reconnaissant que les agents n’ont pas été définitivement payés. Le danger d’une explosion de l’endettement public est maintenu. Deuxième solution: le gouvernement finance les créances émises par l’imposition fiscale, ce qui signifie revenir au moins à l’équilibre budgétaire. Cependant, dans ce cas, le gouvernement doit fournir en contrepartie un bien ou un service aux agents, faute de quoi ils n’accepteront que difficilement l’imposition fiscale. Comme le résume Ricardo:

⁶⁰ C’est en particulier le cas de la Bank of England et de la Banque de France (cf. Capie & Goodhart & Schnadt, 1994 - p. 7).

“If Government wanted money, it should be obliged to raise it in the legitimate way; by taxing the people; by the issue and sale of exchequer bills, by funded loans, or by borrowing from any of the numerous banks which might exist in the country; but in no case should it be allowed to borrow from those, who have the power of creating money.”
(Ricardo, [1824] 1951 - p. 283)

La prise en compte de la logique de l'émission monétaire clarifie les raisons du conflit de rôle. Elle permet de justifier la séparation des fonctions qui attribue à la banque centrale, désormais indépendante, l'intermédiation monétaire en limitant les risques majeurs d'un dérapage des paiements du gouvernement⁶¹.

Dans le contexte d'un système de paiements hiérarchisé, cet argument doit être précisé. Ce n'est pas l'absence d'une séparation entre la fonction de payeur et celle d'émetteur de monnaie, en tant que telle, qui est à la base de ces dérapages. En effet, si le gouvernement contrôle des sociétés qui gèrent des paiements, comme c'est souvent le cas pour la poste ou de certaines banques commerciales publiques, il garde sous son contrôle des sociétés qui ont la capacité d'émettre de la monnaie, comme les banques secondaires privées. Le dérapage résulte par la possibilité d'émettre de la monnaie *ultime* (monnaie centrale). De ce point de vue, les banques secondaires, bien qu'elles aient tout le pouvoir d'émettre de la monnaie, ne sont pas source de dérapage, en raison de la contrainte qui leur impose l'obligation d'assurer la conversion entre monnaie secondaire et monnaie centrale. Ainsi, les banques secondaires peuvent émettre de la monnaie (secondaire) mais ne peuvent pas payer véritablement avec cette émission: les paiements interbancaires se font, en fin de compte, par la monnaie centrale. De façon similaire, le gouvernement peut bien contrôler une activité émettrice de monnaie (secondaire) mais, afin d'éviter les dérapages inflationnistes, il est souhaitable qu'il ne puisse pas contrôler l'émission de la monnaie centrale (instrument ultime de paiement).

On pourrait alors soutenir que ce genre de conflit, se présente pour la banque centrale. Celle-ci, tout ayant le pouvoir d'émettre la monnaie centrale, effectue des paiements, au moins pour ce qui concerne ses frais opérationnels. Cependant, le risque de dérapage est moindre. Premièrement, la banque centrale se finance par ses ressources propres (intérêts, commissions, prestations), de telle sorte que ses paiements ne sont pas intrinsèquement inflationnistes. Deuxièmement, le budget de la banque centrale est nettement inférieur au budget public. En 2000, par exemple, les dépenses courantes de la BNS ont atteint CHF 545 Mio. (0,13% du PIB)⁶², alors que la seule Confédération a dépensé sur la même année CHF 47'899 Mio. (12% du PIB), dépenses qui passent à CHF 153'741 Mio. (38% du PIB)⁶³ si on ajoute les Cantons et les Communes. De façon similaire, les dépenses de la BCE en 2000 on atteint 5'913 Mio. d'euro (0,09% du PIB de la zone-euro)⁶⁴, contre des dépenses publiques (ensemble des administrations publiques de la zone-euro) équivalentes à 48,7% du PIB⁶⁵. À cela s'ajoute, enfin, le fait que la séparation des autorités permet un contrôle, par le gouvernement, sur le montant des dépenses de la banque centrale. Par exemple, la BNS doit présenter pour acceptation les comptes annuels au Conseil Fédéral (Loi de la BNS, art. 25), de même elle doit lui soumettre le règlement interne qui définit, entre autres, les salaires des collaborateurs (Loi de la BNS, art. 63, al. 2, pt. h). En Nouvelle-Zélande, les coûts opérationnels de la RBNZ sont fixés dans le *Funding Agreement*, en accord avec le gouvernement (*RBNZ Act*, art. 159).

1.1.2 Conflit entre régulateur et acteur financier

Il existe un conflit d'intérêt fondamental entre la fonction monétaire microéconomique qui vise la stabilité du système financier et l'activité du gouvernement en tant qu'acteur particulier de ce système. Le régulateur doit respecter le principe d'impartialité face à tous les acteurs du secteur régulé, qu'ils soient importants ou de taille économiquement modeste.

⁶¹ La justification de l'indépendance de la banque centrale en raison des possibles dérapages financiers du gouvernement est d'ailleurs déjà retenu par Thornton ([1802] - ch. IV).

⁶² Sources: BNS (93. Rapport de gestion, 2000, ensemble des intérêts passifs, des charges pour billets, charges du personnel et autres charges d'exploitation. On a exclu les amortissements, par le fait qu'il ne s'agit pas de charges monétaires) et Office fédérale de la statistique, qui évalue à CHF 404'392 Mio. le PIB à prix courants en 2000.

⁶³ Sources: Département fédérale des finances, Berne.

⁶⁴ Sources: BCE (Rapport annuel, 2001 - p. 204, somme des charges d'intérêts, des charges de personnel et des autres charges d'exploitation. À nouveau, on a exclu les amortissements), et BCE (Bulletin mensuel, mars 2002 - p. 44*, pour le PIB à prix courants évalué à 6'429 Mia. d'euro).

⁶⁵ BCE (Rapport annuel, 2001 - p. 54*).

Le gouvernement récolte des fonds sur le marché financier. Les acteurs privés détiennent, en conséquence, des titres du Trésor. Le fait qu'en tant que prêteur en dernier ressort, l'autorité monétaire doit évaluer la liquidité et la solvabilité des titres, de même qu'elle fixe des pénalités différentes en fonction de la qualité des titres, peut engendrer un conflit d'intérêt si cette fonction est assumée directement par le gouvernement.

Le danger n'est pas seulement celui de juger trop favorablement les titres du Trésor mais de juger trop négativement les titres du secteur privé afin de favoriser l'acquisition des titres publics. Cela peut, en effet, influencer l'allocation des capitaux, en faveur du Trésor. Le résultat n'est pas désirable non seulement par l'interférence injustifiée dans le fonctionnement de la finance libéralisée mais aussi par le fait qu'il peut contribuer à l'endettement public en raison d'un coût affaibli du financement.

On peut aussi imaginer des conflits lors d'une privatisation d'une entreprise publique par émission d'actions sur le marché financier.

L'indépendance de la banque centrale, tout en permettant le respect du principe d'impartialité, oblige le Trésor à suivre les conditions du marché pour ses financements. Cet argument met en évidence le fait que l'indépendance concerne non seulement la relation avec le gouvernement mais aussi la relation avec les banques secondaires et tout autre acteur privé. Les principes du régulateur ne peuvent pas se réduire aux intérêts privés des agents régulés: le prêt en dernier ressort vise la stabilité de l'ensemble, et non pas la survie d'un agent particulier. Toute confusion entre ces dimensions ne fait que favoriser l'aléa moral et réduire l'efficacité de la banque centrale.

Il reste la question des fonds propres gérés directement par la banque centrale. Voici la solution adoptée au niveau européen:

“Le principal objectif du capital de la BCE est de servir de fonds de réserve destiné à lui procurer des revenus suffisants tout en garantissant un niveau de sécurité approprié. [...] Les fonds propres de la BCE étant actuellement investis exclusivement sous forme d'actifs libellés en euros, il est primordial d'empêcher toute interférence avec les décisions de politique monétaire prises par la BCE. Afin d'éviter tout usage abusif d'informations privilégiées dans le cadre de la gestion des fonds propres et pour protéger la réputation de la BCE, il a été mis en place un dispositif de type «muraille de Chine», c'est-à-dire une séparation fonctionnelle et matérielle stricte entre le service gérant les fonds propres et les autres services de la BCE.”
(BCE, Rapport annuel, 2001 - p. 82)

Si cela montre que tout n'est pas résolu par l'indépendance du gouvernement, on voit tout de même la réaffirmation du principe de la séparation des fonctions. Tout de même, la gestion des fonds de la banque centrale ne devrait pas suivre le principe de la maximisation des profits, ce qui devrait contribuer à réduire ces risques. Cet aspect rappelle aussi la séparation en deux départements de la Bank of England, réalisée par le *Bank Charter Act* de 1844. Dans ce cas, le conflit était entre la fonction d'émission (attribuée au premier département) et l'activité de banque commerciale (attribuée au deuxième département). Le but était d'éviter toute émission excessive, pour le simple désir d'augmenter le plus possible les crédits. Dans ce cas, comme dans celui de la BCE cité, la séparation en deux entités, reste à l'intérieur de la même autorité (séparation interne). En conséquence, la question des modalités de la séparation des rôles se pose: faut-il simplement créer un ministère monétaire à l'interne du gouvernement, ou faut-il créer une autorité monétaire externe au gouvernement? L'argument dépend aussi de l'organisation interne au gouvernement: si tout revient au premier ministre, la simple création d'un ministère monétaire ne semble pas résoudre la question. Cette question concerne la banque centrale en tant qu'autorité au sein de l'État.

1.2 L'indépendance, facteur de continuité

La légitimation d'une banque centrale indépendante, peut s'appuyer aussi sur la stabilité monétaire, en tant qu'objectif à assurer continuellement. Cela concerne deux aspects.

1.2.1 Pour une continuité de la politique monétaire et de son objectif

Est-ce que la stabilité monétaire est un objectif comparable aux objectifs d'un parti politique qui accède au pouvoir, ou est-ce qu'il s'agit d'un objectif dont l'importance dépasse la politique du gouvernement? Autrement dit, quelle est l'importance de la stabilité monétaire, entendue au sens macroéconomique et microéconomique du terme? On peut défendre l'idée selon laquelle la libéralisation financière renforce la nécessité que la stabilité se

place au niveau de l'État ou de la communauté, et non pas au niveau gouvernemental. Les raisons évoquées sont les suivantes.

La monnaie, en tant qu'instrument de paiement et en tant que réserve de valeur, n'est pas censée changer après une élection politique. Il n'y a pas une monnaie de droite et une monnaie de gauche, il y a tout simplement la monnaie de la Suisse, de l'Angleterre ou de la zone-euro, c'est-à-dire qu'il y a une monnaie d'un État ou d'un ensemble d'États. Cela résulte du rapport étroit entre la monnaie et la collectivité, prise dans son ensemble. Ainsi, si la monnaie va au delà du temps de vie d'un gouvernement, on peut légitimement se demander, pourquoi ne pas confier sa gestion à une autorité, représentante de l'État, dont la durée dépasse celle du gouvernement. Ce n'est pas un hasard, si en voulant rendre indépendante la banque centrale, on définit la durée du mandat du gouverneur comme plus longue que le cycle politique.

Cependant, il y a une autre raison bien plus importante: la stabilité du système de paiements ainsi que la validité d'un paiement doivent être assurées aujourd'hui, demain et après demain. Le marché financier, s'il est effectivement libéralisé, ne devrait pas être soumis aux aléas politiques. Autrement dit, la stabilité du système de paiements ne peut pas être l'objectif du gouvernement au temps t sans l'être au temps $t+1$: il doit l'être à tous les temps et poursuivi par tous les gouvernements qui se succéderont. La validité d'une unité monétaire et la stabilité du système de paiements ne doivent pas dépendre de la bonne volonté du gouvernement: il est souhaitable de l'assurer sous chaque gouvernement. Le même argument est valable pour la stabilité des prix, au sens large du terme, c'est-à-dire en tant qu'objectif fondamental de la politique monétaire, et non pas en tant qu'objectif opérationnel (cf. supra le cas de la Nouvelle-Zélande). Dans cette acception, la stabilité des prix n'est pas un objectif qu'un gouvernement peut renier, de la même manière qu'un gouvernement ne peut pas, ou ne devrait pas, dans un État de droit, renier le droit de propriété.

Le marché financier, afin de pouvoir continuellement fonctionner, a besoin d'une stabilité monétaire. De même qu'il apparaît de nos jours inimaginable de soumettre le respect des droits de propriété aux objectifs politiques du gouvernement, il apparaît, de ce point de vue, inimaginable de soumettre la stabilité monétaire aux volontés de ce même gouvernement. Il ne s'agit pas de retirer la confiance dans les individus qui assument les fonctions du gouvernement, comme au contraire le fait explicitement la théorie du biais inflationniste mais tout simplement de reconnaître que la stabilité monétaire doit, en raison des nécessités de la finance libéralisée, être placée au même niveau institutionnel que les droits de propriété, la certitude du droit ou la nature démocratique d'un État.

La monnaie est un instrument nécessaire au fonctionnement du marché; la déstabiliser signifie entamer les transactions de marché. Si la théorie du biais inflationniste met en lumière la stabilité des prix, dans notre analyse, on a retenu une vision plus large de la stabilité monétaire. Celle-ci inclut l'ensemble des fonctions de la monnaie (unité de compte, unité de paiement et réserve de valeur). Autrement dit, la stabilité monétaire vise à assurer dans le temps la stabilité de toutes ces fonctions.

L'importance de cet objectif est telle qu'on peut se demander s'il faut l'inscrire dans la Constitution d'un pays ou s'il suffit de l'indiquer dans la loi qui gère l'activité de la banque centrale. Dans le cas de la Banque Nationale Suisse (BNS), l'objectif monétaire n'est pas inscrit dans la Constitution fédérale. Dans celle-ci (art. 99), on ne fait référence qu'aux "intérêts généraux du Pays". La BNS a le droit d'émettre de la monnaie et de gérer la politique monétaire dans le respect de ce principe. L'objectif monétaire est indiqué dans la Loi sur la Banque Nationale (LBN, art. 2)⁶⁶ qui définit également son organisation et ses instruments. Par ailleurs, la réforme qui est en cours vise à introduire la stabilité des prix dans cette loi sans devoir modifier la Constitution. L'indépendance de la BNS est au contraire explicitement indiquée dans la Constitution fédérale.

Loin de vouloir résoudre cette question, on peut tout de même retenir des remarques.

Dans la Constitution, on inscrit les principes d'un État. Les libertés fondamentales, les droits des citoyens et l'organisation de l'État sont généralement inclus dans la Constitution. Si on considère la stabilité monétaire comme un principe fondamental qui caractérise un État, alors on peut l'inscrire dans la Constitution. Cependant, la stabilité monétaire apparaît plus comme un objectif à réaliser qu'un principe inaliénable. Par ailleurs, son inscription dans la Constitution n'assure pas sa réalisation. Cette tâche revient à la banque centrale à travers son activité. Il ne suffit pas de déclarer la stabilité pour en assurer son respect. Cet argument ne réduit pas l'importance de la stabilité monétaire pour une économie de marché prospère.

⁶⁶ La réforme de cette loi qui est en cours prévoit de rendre explicite la stabilité des prix comme objectif de la BNS.

Cependant, dans la Constitution fédérale suisse (art. 100, al. 1) on fait expressément référence à des mesures que la Confédération doit prendre “afin d’assurer une évolution régulière de la conjoncture et, en particulier, de prévenir et combattre le chômage et le renchérissement.”. Si la lutte au chômage se justifie par le principe du droit au travail de chacun, l’évolution conjoncturelle est un objectif comparable à la stabilité monétaire. Le renchérissement est même un élément de celle-ci. Dans cette perspective, la stabilité monétaire pourrait trouver également sa place dans l’acte constitutionnel.

Il faut toutefois retenir que le changement de la Constitution exige l’accord du peuple alors que le vote du parlement est généralement suffisant pour modifier une loi. L’inscription de la stabilité monétaire dans la Constitution ou dans la loi de la banque centrale comporte également des conséquences au niveau de sa responsabilité. La loi est édictée par le parlement. Dans ce cas, on peut justifier que la banque centrale doive apparaître auprès du parlement pour rendre compte de son objectif monétaire. La Constitution est l’expression de la volonté du peuple. Le pouvoir judiciaire est chargé de vérifier le respect des principes constitutionnels. Dans ce cas, la banque centrale devrait être contestée auprès d’un cour ou d’un tribunal en cas de non réalisation de la stabilité monétaire. Avec cet argument, on peut justifier l’inscription de la stabilité monétaire dans la loi de la banque centrale et non pas dans la Constitution.

L’inscription de l’indépendance de la banque centrale dans la Constitution pose moins de questions. En effet, son assimilation au principe de la séparation des pouvoirs justifie ce choix. L’indépendance n’est pas un objectif mais un principe duquel il ne faut pas déroger. Cependant, la définition d’une autorité devrait s’accompagner d’une fonction que celle-ci doit poursuivre. Autrement dit, si l’indépendance est un principe quel est sa raison d’être? La stabilité monétaire pourrait ainsi éventuellement apparaître dans la Constitution non pas en tant que principe mais en tant qu’objectif d’une autorité indépendante dans l’esprit d’une répartition des responsabilité entre organes d’un État.

L’inscription législative de la stabilité monétaire signifie reconnaître explicitement son importance. Cela signifie aussi que l’ensemble des agents, y compris le gouvernement, doivent la respecter. L’indépendance de la banque centrale intervient comme prolongation de cette nécessité: il ne suffit pas tout simplement de proclamer la stabilité monétaire, il faut se donner les moyens pour la sauvegarder. De la même manière que l’on attribue au pouvoir judiciaire le respect des lois, on attribue à une autorité monétaire indépendante la sauvegarde de la stabilité monétaire.

La démarcation entre la banque centrale et le gouvernement permet d’inscrire la stabilité monétaire dans une institution, de l’attribuer à une autorité qui la rend explicite et qui l’assume en tant qu’objectif.

1.2.2 Pour une continuité opérationnelle

Du caractère de l’objectif monétaire, le principe de la continuité se transmet aux instruments.

Premièrement, la confiance dans une monnaie, s’inscrit dans le temps. Un marché financier qui bénéficie d’une confiance dans l’instrument monétaire sera plus efficient en termes d’arbitrages intertemporels. De même, comme on l’a vu auparavant (cf. supra chapitre IV), la réputation se fonde sur les actions passées. La confiance dans une monnaie doit être collective, sociale: elle ne peut pas se limiter à un groupe particulier d’individus. Elle ne peut donc découler d’une affinité politique particulière: la confiance dans une monnaie ne peut pas dépendre du parti politique au pouvoir. Si dans les systèmes proportionnels, le gouvernement est censé mieux représenter l’ensemble des citoyens, le cas du gouvernement majoritaire est plus évident pour comprendre comment la confiance dans une monnaie ne peut pas dépendre de la confiance dans le gouvernement. La confiance monétaire dépasse la nature et la durée du gouvernement, elle est associée directement de l’État. L’indépendance de la banque centrale, en supprimant la gestion directe de la monnaie par le gouvernement, permet de mieux réaliser la confiance collective dans la monnaie, tout en facilitant la continuité de cette confiance: tous les agent peuvent s’y reconnaître, au même titre que les différents partis politiques se reconnaissent dans une seule monnaie.

Deuxièmement, la politique monétaire exige des délais temporels, implicites aux canaux de transmission indirects, et une surveillance continue. La stabilité des prix s’inscrit dans le moyen terme, au sens qu’une variation de courte durée du niveau des prix n’indique pas nécessairement un dérapage monétaire. Il faut donc une continuité opérationnelle: la politique monétaire, ainsi que la surveillance du système de paiements, requièrent une durabilité, une continuité. Il faut veiller constamment à la stabilité des prix et à la stabilité du système de paiements. L’indépendance de l’autorité monétaire permet cette continuité, ce qui devrait améliorer l’efficacité de la politique monétaire.

1.3 Considérations finales: l'activité de régulation, la libéralisation financière et l'indépendance

La prise en compte de la fonction microéconomique ne réduit pas l'intérêt de l'indépendance. Au contraire, l'indépendance fonctionnelle est renforcée par la délimitation d'une activité qui peut entrer en conflit avec d'autres fonctions exercées par le gouvernement. Les éléments principaux d'une justification de l'indépendance d'après la prise en compte, à côté de la fonction macroéconomique, de la fonction microéconomique de la banque centrale sont au nombre de deux.

Premièrement, il faut considérer l'importance de la *stabilité monétaire* au sens large du terme. Les dégâts économiques et sociaux que les expériences historiques nous montrent lors d'une instabilité monétaire sont particulièrement frappants. Par stabilité monétaire au sens large, on entend l'ensemble des fonctions monétaires. La stabilité des prix n'est qu'un élément qui concerne la fonction de réserve de valeur. L'analyse de la fonction microéconomique met en évidence l'importance de la stabilité de l'unité de compte et de l'unité de paiement. C'est dans ce sens qu'il faut entendre stabilité monétaire. Celle-ci est une question récurrente dans l'histoire économique; l'inscrire dans la législation d'un État signifie reconnaître son importance en tant que bien public. L'attribution à une autorité indépendante permet de sortir l'objectif monétaire des désirs, des volontés et des caprices du gouvernement.

Deuxièmement, une fois déterminée la nature de l'objectif, il faut prendre en compte l'existence de possibles *conflits de rôles* entre différentes activités du gouvernement. Si la banque centrale est partie intégrante du gouvernement, cela signifie réunir auprès d'une seule autorité deux fonctions conflictuelles: l'émission des unités monétaires et l'utilisation de ces unités pour réaliser des paiements. Cette situation est comparable à un joueur d'échecs qui peut, à lui seul et à tout moment, modifier les règles du jeu. Si le gouvernement peut disposer sans limites, c'est-à-dire selon ses propres règles, de l'instrument monétaire qui lui sert pour ses paiements, on ne peut pas éviter des dérapages monétaires. L'activité économique du gouvernement n'est pas fondamentalement différente de l'activité du secteur privé. Il produit, il paie et il redistribue du revenu. La réalisation de ces activités ne requière pas la possibilité d'abuser de l'instrument monétaire. Au contraire, soustraire au gouvernement cette marge de manœuvre est particulièrement utile pour lui rappeler les lois économiques de la stabilité monétaire. La banque centrale acquière ainsi une fonction d'impartialité entre le gouvernement et le secteur privé dans le domaine monétaire.

En ce qui concerne la fonction macroéconomique, le changement du cadre théorique ne met pas fondamentalement en question l'indépendance. En effet, l'objectif de la stabilité des prix est réaffirmé. Toutefois, la constatation d'effets réels propres à la politique monétaire renforce le principe de la *responsabilité*. La théorie du biais inflationniste est fondée sur le monétarisme et l'hypothèse des anticipations rationnelles. Sauf rares exceptions, les banques centrales ont depuis un certain temps abandonné le contrôle des agrégats monétaires comme l'instrument principal de la politique monétaire. Celle-ci est désormais réalisée par la modification d'un taux d'intérêt. En outre, si les anticipations des agents interviennent dans le processus inflationniste, la prise en compte de ce seul facteur réduit la dimension temporelle et des effets réels de la politique monétaire. L'évaluation d'efficacité du cas néo-zélandais confirme l'importance de ces éléments. La mise à l'écart de ces aspects peut, à notre avis, conduire vers une modalité d'indépendance qui est problématique du point de vue de la responsabilité. Si la stabilité des prix est un objectif soutenable, il faut encore lui donner une définition opérationnelle. En raison des caractéristiques de la politique monétaire (non-neutralité dans le court terme), ce choix comporte des effets réels. La banque centrale doit, en conséquence, être soumise à une procédure de responsabilité. Celle-ci peut assumer différentes formes selon l'autorité et la modalité avec laquelle la banque centrale doit rendre compte. Parmi les autorités, on retient le gouvernement (responsabilité indirecte), le parlement (responsabilité directe) ou éventuellement les citoyens (responsabilité selon le modèle de la Bundesbank). Parmi les modalités, on admet une version *ex-ante* (définition préalable avec l'autorité de référence d'un objectif à atteindre) et une version *ex-post* (justification des actions passées sans engagement sur la politique future).

La libéralisation financière favorise la libre initiative des agents privés dans le domaine financier et met en discussion l'intervention de l'État. Dans un premier temps, on doit répondre à la question si cette intervention est nécessaire ou pas. Une réponse négative qui suit les idées du *free banking* aboutit à la suppression de la banque centrale et du monopole monétaire. Dans ce cas, le thème de l'indépendance ne se pose plus. Néanmoins, une finance libéralisée ne peut pas se passer d'institutions comme la monnaie dont la nature comporte une dimension

publique. La nécessité de gérer des dimensions collectives dans le domaine monétaire conduit, dans un deuxième temps, à prendre en compte la question de la modalité de l'intervention étatique. Si, pour son fonctionnement, la libéralisation financière exige la stabilité monétaire et si la dimension collective de celle-ci nécessite une autorité publique, alors il faut questionner la modalité d'intervention de cette autorité. Celle-ci doit être conforme aux principes d'une finance libéralisée.

L'État n'est pas censé agir directement et réaliser des activités que le secteur privé peut assumer. Cela justifie la privatisation des activités d'intermédiation et la suppression des contrôles quantitatifs. L'activité de l'État ne peut plus être dirigiste. Son activité se résume à laisser faire tout en gérant la dimension collective propre au domaine monétaire et financier à travers une activité de régulation.

L'indépendance permet l'ancrage d'un principe (stabilité monétaire) à une autorité (banque centrale). Pour une finance libéralisée, la stabilité monétaire au sens large est une condition nécessaire à son fonctionnement. Les crises de liquidité et de crédit ainsi que toute instabilité monétaire majeure ou toute panne du système de paiements peut conduire dans le pire des cas à la fin du marché financier et de toute autre opération monétaire et financière. La stabilité monétaire au sens large revient aussi à assurer le pouvoir libératoire de la monnaie. L'importance de l'objectif conduit à identifier une autorité qui s'en charge pour l'assurer dans le temps.

Orléan (1998) soutient que l'individualisme économique, élément fondateur du libéralisme financier, vise à rendre autonome la sphère économique de toute dimension sociale et communautaire. L'individualisme voudrait se passer de cette dimension, pour établir un ordre économique dans lequel les relations entre individus ne se réalisent que par des contrats privés. Dans ce projet, la monnaie doit devenir autonome du pouvoir politique afin de la soumettre entièrement à la sphère économique. La monnaie doit être neutralisée, amenée à n'être qu'un simple moyen d'échange. La monnaie devient alors autoréférentielle, dépourvue de toute souveraineté politique. D'après Orléan, l'indépendance de la banque centrale s'inscrit dans cette démarche, par le fait qu'elle permet la dépolitisation de la monnaie, "*désinvestissement politique de la monnaie*"⁶⁷. D'après Orléan, l'impossible réduction de la dimension sociale propre à la monnaie contribue à affaiblir cette solution. Entre les lignes, on peut lire une critique à l'indépendance, instrument qui cherche à dépolitiser la monnaie, alors que cela ne serait pas possible.

Le concept de dépolitisation, implicite à l'indépendance, est intéressant. Cependant, il est nécessaire de préciser. Si l'indépendance réduit l'intrusion politique dans la gestion monétaire, il est à notre avis erroné de croire que toute dimension politique est écartée. Au contraire, l'indépendance représente la volonté de sauvegarder un objectif monétaire de "haute politique"⁶⁸. La stabilité monétaire ne peut pas résulter d'un choix discrétionnaire du gouvernement. La libéralisation financière renforce d'ailleurs la nécessité d'une stabilité monétaire.

Ayant défini les intérêts de l'indépendance, il faut encore en définir la modalité. En effet, les fonctions de la banque centrale n'échappent ni à une coordination avec les autres pouvoirs ou agents économiques, ni à une obligation de rendre compte. Il est ainsi opportun de considérer, à côté de la légitimation fonctionnelle (délimitation d'une fonction), la légitimation légale (attribution d'une fonction par un acte législatif)⁶⁹ qui renforce l'idée d'une banque centrale en tant qu'institution inscrite dans un État.

⁶⁷ Orléan (1998 - p. 384)

⁶⁸ cf. la notion de *neutralité* et l'impossibilité d'une démarche apolitique retenues par Passaro (1996 - pp. 27-35).

⁶⁹ Les notions de *légitimation fonctionnelle* et *légale* sont retenues par Giraudi & Righettini (2001 - p. 5).

2. L'indépendance contractuelle: la banque centrale au sein de l'État

L'État n'est pas un monolithe: la séparation des pouvoirs réalise un partage horizontal entre plusieurs autorités (législatif, exécutif, judiciaire), alors que le principe de subsidiarité permet une stratification verticale (commune, région, nation, international). Le législatif se partage souvent en deux chambres, et les tâches de l'exécutif peuvent être réparties entre un président et un premier ministre. L'indépendance peut être lue comme une redistribution des pouvoirs, comme une redéfinition de la structure de l'État, celui-ci étant le cadre dans lequel la banque centrale s'inscrit (paragraphe 2.1). On assiste d'ailleurs à une multiplication des autorités indépendantes qui accentuent le remodelage de l'État (paragraphe 2.2).

2.1 L'indépendance contractuelle

Comment peut-on définir l'indépendance contractuelle? Quelles sont ses caractéristiques?

2.1.1 *Autonomie et entente*

L'indépendance de la banque centrale du gouvernement, peut comporter plusieurs modalités, en fonction de la réponse aux deux interrogations suivantes. Première interrogation: est-ce que la banque centrale garde un rapport vertical (délégation) ou horizontal (autonomie) avec le gouvernement? Deuxième interrogation: est-ce que la banque centrale est totalement isolée du gouvernement, ou est-ce qu'elle garde des contacts? La première question concerne le rapport hiérarchique entre la banque centrale et le gouvernement: rapport de subordination en cas de délégation et rapport égalitaire en cas d'autonomie. La deuxième question concerne la possibilité d'établir une collaboration, niée en cas d'isolement et admise en cas d'entente. La combinaison de ces questions aboutit à quatre cas.

Cas 1: Autonomie et isolement - Ce cas correspond à une banque centrale indépendante qui ne doit pas rendre compte au gouvernement. L'exemple qui s'en approche le plus est probablement celui de la Banque Centrale Européenne, calqué sur l'indépendance de la Bundesbank.

Cas 2: Délégation et entente - C'est le cas du contrat selon le modèle de Walsh, fondé sur la relation principal-agent. La banque centrale doit réaliser l'objectif choisi par le gouvernement. Bien que parfois on interprète le cas néo-zélandais, par cette approche, il nous semble que cette interprétation n'est pas entièrement correcte (cf. supra deuxième partie). Au contraire, cette situation semble plus appropriée au cas de la Bank of England.

Cas 3: Autonomie et entente - Ce cas correspond à l'indépendance contractuelle, dont certains éléments se retrouvent dans le cas néo-zélandais.

Cas 4: Délégation et isolement - Cette solution est paradoxale puisqu'elle suppose une séparation du gouvernement, auquel revient tout de même le contrôle ultime. Ce contrôle est incompatible avec le principe d'isolement.

Le cas (1) est très proche de l'indépendance. On peut l'appeler "conservatisme strict", au sens de Neumann (1991). La banque centrale poursuit son objectif, légalement défini, aucun contact n'est permis avec d'autres autorités, la responsabilité étant limitée à la publication régulière de rapports, principalement envers le public. Cette solution est discutable pour différentes raisons qui concernent essentiellement le principe d'isolement et la responsabilité. La conclusion de Neumann est à cet effet très éclairante.

“Democratic accountability is appropriate in cases where institutions make political decisions, i.e. face a trade off with respect to conflicting objectives. But the independent central bank would be committed to only one objective, price stability. Hence the bank will not make political decisions but technical decisions with respect to policy implementation. As the US practice indicates, where the chairman of the Federal Reserve System has to appear in Congress on a regular basis, such accountability procedures do not further the central bank’s stability performance in any significant way. On the contrary, such procedures are likely to be counter-productive by creating the incentive among politicians to regain political influence over monetary policy through the backdoor.”

(Neumann, 1991 - pp. 109-110)

Premièrement, pour soutenir le principe de l’isolement, il ne suffit pas d’avoir identifié une fonction ou un objectif, il faut encore vérifier l’absence d’effets externes liés à cette fonction ou à cet objectif. On a vu que les fonctions macroéconomique et microéconomique de la banque centrale, ne sont pas libres de ces effets. On ne peut donc pas considérer l’objectif monétaire comme un objectif absolu qui s’impose sur les autres objectifs économiques et sociaux. La stabilité monétaire est souhaitable mais on doit la mettre en rapport avec d’autres objectifs, en raison des interdépendances propres à l’économie et à la société.

Deuxièmement, l’isolement n’est pas véritablement réalisable: il y a toujours des canaux à travers lequel l’influence politique peut s’infiltrer. En effet, il faut toujours nommer le gouverneur et les membres principaux de la banque centrale, décision qui revient souvent au gouvernement. On pourrait imaginer que la nomination soit réalisée par le parlement mais il s’agit encore de politiciens. Mais on pourrait imaginer aussi une élection populaire mais alors on retomberait dans les cycles politico-économiques, que l’indépendance veut résoudre. Une autre solution envisageable est une nomination par le secteur qui est régulé. La question est alors de sauvegarder l’indépendance par rapport au secteur privé. Par ailleurs, tout gouverneur peut garder des liens purement personnels avec des politiciens et, en tant que citoyen, avoir des idées politiques: deux canaux plus que suffisants pour permettre au facteur politique d’interférer dans le domaine monétaire. Il n’est ainsi pas surprenant d’apprendre que dans les 40 membres du Conseil de la Banque Nationale Suisse, dont l’indépendance semble être appréciée par Neumann (1991 - p. 110), on trouve 10 membres qui siègent aussi dans le parlement fédéral et 6 membres qui appartiennent aussi à des gouvernements cantonaux. De même, dans les 10 membres du Comité de la Banque Nationale Suisse, on peut compter 3 représentants du parlement et 1 membre d’un gouvernement cantonal⁷⁰. Cela ne signifie pas que la BNS a perdu son indépendance⁷¹ mais seulement le fait que la banque centrale s’inscrit dans une réalité dont elle ne peut s’abstraire. La question n’est pas d’instaurer une “muraille de Chine” impénétrable mais de gérer ces interdépendances, qui sont d’ailleurs nécessaires.

Troisièmement, l’isolement est en contradiction avec le principe même de la séparation des pouvoirs de Montesquieu qui nous rappelle la nécessité d’un contre-pouvoir à chaque pouvoir, de telle sorte à éviter tout abus. Si le gouvernement peut abuser de la fonction monétaire, un banquier central indépendant pourrait faire le même. Pour cette raison, il est nécessaire d’établir un contrôle et d’adopter un principe de responsabilité.

Enfin, même l’indépendance la plus extrême, ne place pas la banque centrale en dehors de l’État. Dans le cas contraire, on aurait un sérieux problème de légitimation démocratique. La banque centrale est soumise à un acte législatif qui est source de légitimation mais aussi source d’inscription au sein de l’État. La banque centrale n’est pas et ne peut pas être libre de faire ce qu’elle veut, comme trop souvent et à tort on l’a cru. L’acte législatif est nécessaire pour lui donner un objectif et des instruments pour sa fonction.

Le cas (2) diffère du cas (3) par le principe de la délégation. Il ne constitue pas un véritable cas d’indépendance, puisque celle-ci n’est qu’instrumentale. Il permet tout de même de garder un contrôle direct sur la banque centrale. Dans la relation principal-agent, l’objectif revient au principal, l’agent ne doit que l’exécuter. Il y a donc une subordination de la banque centrale au gouvernement, celui-ci pouvant d’ailleurs imposer des sanctions au gouverneur si l’objectif n’a pas été atteint. La responsabilité de la banque centrale se réduit en conséquence à un simple compte-rendu au principal du résultat obtenu, en rapport à l’objectif prédéterminé; alors que la responsabilité des choix dans le domaine monétaire reste de la responsabilité du gouvernement.

⁷⁰ cf. BNS, 94. Rapport de gestion, 2001.

⁷¹ Les trois membres du Directoire sont nommés par le Conseil Fédéral sur consultation du Conseil de la banque. Ils ne peuvent pas siéger au Parlement ou faire partie d’un gouvernement cantonal ou du Conseil Fédéral. Le Directoire est responsable de la politique monétaire. Il est chargé d’effectuer les décisions concernant les taux directeurs. Dans cette activité, il doit toutefois consulter le Comité de la banque (LBN, art. 49, al. 1).

L'indépendance contractuelle conjugue l'autonomie à l'entente (cas 3).

Par l'autonomie, on attribue une fonction spécifique à une autorité particulière qui est ainsi chargée de la réaliser. Conformément au principe de la séparation des pouvoirs, on identifie une fonction cohérente en elle-même et on l'attribue, par un acte législatif et non pas gouvernemental, à une autorité distincte et autonome. L'autonomie donne la possibilité à l'autorité de se régir d'après ses propres principes, se soustrayant à la dépendance des autres autorités. Cela implique une autonomie opérationnelle, conformément au principe d'indépendance instrumentale, et une autonomie organisationnelle (organisation distincte du gouvernement et de l'administration centrale).

L'entente résulte des interdépendances. Si la fonction monétaire ne comportait et ne subissait pas des interférences, on pourrait admettre le principe de l'isolement. Cependant, l'existence d'influences réciproques, conduit à soutenir la nécessité d'une entente entre la fonction monétaire et les autres fonctions, afin d'assurer une coordination et de gérer les effets externes à chaque fonction.

L'autonomie et l'entente ne sont pas en contradiction, au contraire l'un est nécessaire à l'autre. L'entente est le résultat d'une autonomie qui ne peut pas être isolationniste. De même, l'autonomie est indispensable pour établir une entente sur un pied d'égalité avec les autres autorités: le contrat est, ou doit être, l'acte souverain de la volonté d'un sujet. Une négociation dans laquelle les deux parties ne possèdent pas la même force contractuelle, aboutira à une entente inégale, en faveur de l'entité dominante. L'autonomie de la banque centrale lui permet d'établir un contrat avec le gouvernement, sans devoir se plier à ses volontés.

Très souvent, l'indépendance néo-zélandaise a été interprétée d'après le cas (2). Le PTA définissant l'objectif que la banque centrale doit réaliser. Cependant, comme on l'a vu, l'indépendance de la RBNZ possède des éléments qui l'approchent du cas (3). Premièrement, le PTA n'est pas une imposition du ministre mais le résultat d'une entente avec le gouverneur. L'entente est aussi une condition nécessaire pour modifier le PTA avant son échéance. Deuxièmement, l'objectif de la stabilité des prix est inscrit dans le *RBNZ Act*, le ministre des finances ne peut le modifier qu'en suivant une procédure établie. Cette procédure nécessite l'accord du gouverneur-général, certes formel, mais nécessaire. Elle exige aussi des conditions particulières. Au delà de cette procédure, la stabilité des prix s'impose au ministre des finances comme au gouverneur. Troisièmement, le ministre des finances n'est pas le seul gardien de la stabilité des prix, comme la répartition des responsabilités dans le domaine de la politique du change le montre: bien que le ministre des finances puisse donner des instructions à la banque centrale (*RBNZ Act*, art. 17), le gouverneur a le droit de les refuser si ces instructions ne sont pas compatibles avec la stabilité des prix (*RBNZ Act*, art. 20). Enfin, s'il est vrai que le rapport entre le ministre des finances et le gouverneur n'est pas d'une parfaite parité, il est également vrai que le ministre ne peut pas nommer un gouverneur par son libre choix. Cette nomination doit être soutenue par le Board of directors.

D'après le principe de la délégation, le principal est le garant de l'objectif que l'agent doit réaliser, alors que dans le cas néo-zélandais, la stabilité des prix est inscrite dans la législation de la RBNZ. Cela comporte que le gouverneur mais aussi le ministre des finances, doit s'y soumettre. La délégation suppose un contrôle externe du principal sur l'agent, afin d'assurer un comportement correct de ce dernier, alors que l'autonomie exige un engagement interne (autodiscipline) de l'autorité monétaire, très proche au conservatisme. L'indépendance contractuelle apparaît comme une combinaison du conservatisme (en raison de l'autonomie) et du contrat (en raison de l'entente).

2.1.2 Loi et contrat

Considérons la distinction entre loi et contrat⁷². La loi est une norme unilatérale fondée sur l'intérêt général qui délimite un comportement particulier. Le rapport avec la loi est de nature verticale: on s'y soumet. Le contrat est, au contraire, de nature horizontale: il s'agit d'une entente qui résulte d'une négociation entre deux agents qui se trouvent face à face sur un plan d'égalité. Il permet l'expression des intérêts particuliers de chaque agent. Le contrat est étroitement lié aux principes libéraux, contrairement aux décisions verticales propres à la loi. La substitution du contrat à la loi, serait en conséquence l'aboutissement des principes libéraux. Néanmoins, on peut se demander si le contrat peut se substituer à la loi.

⁷² Supiot (2001 - pp. 43-46).

Il est intéressant d'appliquer cette distinction à l'indépendance contractuelle. En différenciant entre "attribution d'une fonction" et "exercice d'une fonction", on s'aperçoit que le contrat néo-zélandais se réalise dans le contexte d'une répartition préalable des fonctions: la banque centrale entre dans la négociation du PTA, avec l'objectif de sauvegarder la stabilité des prix. Par le PTA, il n'y a qu'une entente sur la définition de la stabilité des prix, et non pas l'attribution de cet objectif à la banque néo-zélandaise, celui-ci étant défini par l'article 8 du *RBNZ Act*. Le contrat néo-zélandais permet l'exercice d'une fonction mais il ne l'attribue pas. L'attribution des fonctions et l'autonomie de la banque centrale, préalables à la négociation du contrat, sont réglées par le pouvoir législatif qui, par un article de loi, constitue et délimite le domaine d'action de la banque centrale qui s'inscrit et se soumet en conséquence à la loi (légitimation légale). Si la loi définit l'objectif fondamental, correspondant à un bien public, par le contrat on s'accorde sur les modalités de le réaliser. Cela permet de délimiter la liberté de la banque centrale mais aussi d'assurer l'autonomie de la banque centrale lors de la négociation du contrat. L'autonomie est préalable au contrat et découle de la loi.

Le cas néo-zélandais n'est pas le seul à avoir produit un contrat. En 1951, la Federal Reserve américaine a signé un accord avec le Trésor, connu sous le nom de *Treasury-Fed Accord*, afin de résoudre le conflit émanant de la nécessité de sauvegarder la stabilité des prix et l'expansion de l'endettement public induit par la guerre de Corée⁷³. Si l'accord a marqué la solution à ce conflit, exemple d'une coordination par l'entente, il a aussi renforcé l'indépendance de la Federal Reserve, contribuant à éclaircir la répartition des rôles entre l'autorité monétaire et l'autorité budgétaire. Plus récemment, en 1997, le Trésor anglais, la Bank of England et la Financial Services Authority ont signé un *Memorandum*⁷⁴ dans lequel ces autorités ont repartitionné les responsabilités respectives dans le domaine de la stabilité financière⁷⁵. De même, la BNS a signé à la fin des années 80 un contrat avec la Telekurs AG pour la répartition des responsabilités au sein du système de paiements suisse (SIC) et un autre contrat avec les participants (notamment les banques secondaires mais pas seulement) au système de paiements⁷⁶.

Ces cas mettent en évidence que le contrat peut concerner non seulement l'exercice d'une fonction mais aussi la définition ou la délimitation de celle-ci. Cependant, cela ne conduit pas le contrat à se substituer à la loi: ces accords sont subordonnés à un acte législatif préalable qui a créé et attribué des fonctions primaires à la banque centrale. On peut d'ailleurs difficilement justifier une autorité publique qui existe en dehors de la loi. Au plus, elle peut développer dans le temps des fonctions, supplémentaires à celles que lui a attribué la loi, et gérées par un contrat.

"[...] tout le pouvoir qui est donné et confié en vue d'une fin, étant limité par cette fin-là, dès que cette fin vient à être négligée par les personnes qui ont reçu le pouvoir dont nous parlons, et qu'ils font des choses qui y sont directement opposées; la confiance qu'on avait mise en eux doit nécessairement cesser [...]. Aucune [...] entité d'un État] n'a aucune autorité qui doit s'étendre au-delà des bornes qui lui ont été prescrites par ceux qui l'ont donnée, et qu'ils sont tous obligés de rendre compte à quelque pouvoir de l'État."
(Locke, [1690] 1992 - p. 253)

Le pouvoir législatif, nous dit Locke dans le *Traité du gouvernement civil*, doit être subordonné à la volonté du peuple, de même le pouvoir exécutif doit l'être au pouvoir législatif. L'idée de la subordination des pouvoirs, rend claire l'idée que la banque centrale doit être soumise à la loi, celle-ci étant la source qui la légitime et qui lui attribue sa fonction. Cela nous conduit à reprendre la question de la responsabilité.

D'abord, il ne faut pas sous-estimer l'engagement interne à la banque centrale. Tout mécanisme qui repose sur un contrôle externe ou sur un système d'incitation, ne fait que déplacer la question et réduire l'indépendance au principe de délégation. L'attribution de la fonction monétaire à la banque centrale devrait conduire les membres dirigeants à l'assumer, à la faire propre. Le conservatisme met justement en évidence cet aspect. Ce n'est pas un hasard si, très souvent, on perçoit les banquiers centraux comme les véritables défenseurs de la stabilité monétaire. Le fait d'assumer une fonction, doit induire la formation d'une déontologie professionnelle propre à

⁷³ cf. Hetzel & Leach (2001), Cairncross (1988).

⁷⁴ "Memorandum of understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority", signé le 28 octobre 1997.

⁷⁵ La voie contractuelle est suivie aussi pour la coopération internationale. C'est notamment le cas du "Memorandum of Understanding signed by SEC, CFTC, Bank of England and Financial Services Authority", accord signé en 1997 entre les autorités américaines et anglaises dans le domaine de la régulation financière.

⁷⁶ Heller & Nellen & Sturm (2000).

cette fonction, faute de quoi même la séparation des rôles ne serait pas suffisante. Autrement dit, avant le contrôle externe, il faut un engagement interne.

Qui vérifie le respect par la banque centrale de sa fonction?

Cette interrogation résulte du fait qu'il faut une interprétation de la loi avant de pouvoir l'appliquer. C'est le sens de la distinction retenue à plusieurs reprises dans notre analyse entre l'objectif fondamental (défini par la loi) et l'objectif opérationnel (interprétation de la loi). Cette nécessité requiert l'intervention d'un contrôle externe, ce qui justifie le principe de devoir rendre compte au parlement, pouvoir qui a édicté la loi. De la même façon que le pouvoir exécutif doit rendre compte au pouvoir législatif, la banque centrale - autorité qui réalise l'objectif que la loi lui a attribué - devrait le faire elle aussi. Pour cette raison, la Federal Reserve américaine se présente régulièrement face au Congrès et au Sénat. Cependant, le contrôle peut aussi être indirect, par le devoir de rendre compte au gouvernement (cas néo-zélandais au sens strict) mais on risque alors de suivre un principe de délégation.

Une fois signé, qui vérifie le respect du contrat?

Le cas de la Nouvelle-Zélande comporte un contrôle croisé: du ministre des finances sur le gouverneur (le premier peut limoger le deuxième si l'objectif n'a pas été atteint), du gouverneur sur le ministre des finances (par le fait que le gouverneur peut dénoncer l'impossibilité à réaliser l'objectif fixé en raison de la politique économique menée par le ministre des finances). À ces contrôles, le jugement du public doit être mentionné: en effet, le contrat et les résultats sont publiquement connus.

2.2 L'État et la multiplication des autorités indépendantes

L'indépendance n'est pas une caractéristique propre à la banque centrale: les mêmes principes qui la justifient (légitimité fonctionnelle et légale, poursuite d'un bien public) peuvent s'appliquer à d'autres domaines. Tel est d'ailleurs le cas dans plusieurs pays⁷⁷.

2.2.1 La multiplication des autorités indépendantes

Considérons, à simple titre d'exemple, les autorités indépendantes qu'on rencontre en Suisse. Dans ce pays on rencontre plusieurs types d'organes étatiques⁷⁸. On différencie entre les commissions parlementaires et les commissions extra-parlementaires. Les premières, formées principalement par des membres du parlement, servent à aider le législatif dans ses décisions. Elles ne nous concernent donc pas. Parmi les secondes, on retient quatre types principaux: (1) les commissions à pouvoir décisionnel, dont une liste non-exhaustive d'autorités indépendantes est donnée dans la Tableau 3-6; (2) les organes de direction, dans lesquels on classifie généralement la Banque Nationale Suisse (BNS) et la Commission Fédérale des Banques (CFB), également considérés dans la liste citée; (3) les commissions de recours, différenciées par domaine, intéressantes car c'est auprès de ces commissions qu'on peut parfois contester les décisions des autres autorités (cf. Tableau 3-8); (4) les commissions consultatives, qui en raison de l'activité principalement de consultation sans véritable pouvoir de décision, ne nous concernent pas. Afin de compléter notre exemple, on a retenu certains offices intégrés dans l'administration fédérale, dont les caractéristiques de l'activité peuvent justifier une éventuelle attribution à une autorité indépendante (cf. Tableau 3-7).

Que peut-on retenir de ces informations?

Premièrement, comme pour la banque centrale, l'indépendance repose sur l'identification d'un domaine particulier, dont la gestion est déléguée à une autorité spécifique, détachée de l'administration et indépendante du pouvoir exécutif. Le domaine est souvent la régulation d'un secteur économique (d'où la possibilité d'édicter des normes de comportement pour les agents d'un secteur afin de le rendre compatibles avec la stabilité du secteur lui-même), ou la garantie d'un principe, tel par exemple la concurrence. Cela ne fait que réaffirmer la nécessité, pour une économie de marché, d'institutions indépendantes qui assurent son fonctionnement.

⁷⁷ Giraudi & Righettini (2001).

⁷⁸ Dans notre exposition on retient la classification faite par l'Administration Fédérale et présentée dans le site <http://www.admin.ch>.

Tableau 3-6 Autorités indépendantes: l'exemple de la Suisse État au début de 2002, liste non exhaustive			
BNS (1907) ⁽¹⁾ Banque nationale suisse	Constitution Fédérale, et Loi fédérale sur la BNS LBN du 23.12.1953	Politique monétaire Surveillance système de paiement	Indépendance légale (Constitution fédérale, art. 99, al. 2)
CFB (1935) Commission fédérale des banques	Loi fédérale sur les banques LB du 8.11.34, et Règlement de la CFB R-CFB du 20.11.97	Rég. prudentielle du secteur bancaire et des marchés financiers	Autonomie opérationnelle ⁽²⁾
COMCO (1996) Commission de la concurrence	Loi fédérale sur les cartels Lcart du 6.10.95	Autorité de régulation de la concurrence	Indépendance légale (Lcart art. 19, al. 1)
CFMJ (2000) Commission fédérale des maisons de jeu	Loi fédérale sur les maisons de jeu LMJ du 18.12.98 OLMJ du 23.2.2000	Autorité de vigilance sur les maisons de jeu	Indépendance légale opérationnelle (OLMJ, art. 93)
CDF (1903) Contrôle fédérale des finances	Loi fédérale sur le contrôle des finances LCF du 28.6.67	Surveillance des finances publiques (révision interne)	Indépendance légale (LCF, art. 1, al. 1 et 2)
COMCOM (1997) Commission fédérale de la communication	Loi fédérale sur les télécommunications LTC du 30.4.97	Autorité de vigilance du secteur des télécom.	Indépendance légale (LTC, art. 56, al. 2)

Notes: (1) Date d'entrée en vigueur de la loi.

(2) Les membres doivent être des experts en la matière (LB, art. 23, al. 5), l'indépendance bien qu'elle ne soit pas inscrite dans la loi, l'est de facto (cf. CFB, Rapport de gestion, 2000 - p. 154).

Source: Législation fédérale suisse

Deuxièmement, ces autorités n'échappent ni au contrôle d'une autre autorité, ni au principe de responsabilité: les objectifs sont définis explicitement dans la loi, la nomination des membres revient souvent au gouvernement fédéral auquel l'autorité doit souvent soumettre un rapport annuel d'activité. Le Conseil Fédéral (CF) peut d'ailleurs, dans des cas particuliers modifier une décision prise par l'autorité indépendante (selon le principe de l'*override*, cf. supra), de même la décision de l'autorité peut aussi être contestée auprès d'une commission de recours ou du Tribunal Fédéral (cf. Tableau 3-6).

Troisièmement, malgré l'indépendance, ces autorités peuvent collaborer et s'entendre avec d'autres autorités nationales et internationales, afin de réaliser au mieux leur activité. Ces contacts sont souvent explicitement indiqués par la loi (cf. Tableau 3-9). La collaboration internationale peut aussi favoriser la formation d'institutions internationales qui réunissent les autorités nationales, très souvent indépendantes. C'est notamment le cas du IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) dans le domaine de la surveillance du commerce des valeurs mobilières.

Enfin, on peut entrevoir un argument financier qui justifie ces autorités. En effet, parfois, le financement de l'autorité est assuré, au moins partiellement, par des émoluments versés par le secteur privé. C'est le cas de la CFB qui en 2000 a couvert 60% de ses dépenses par les émoluments de surveillance versés par le secteur bancaire et financier soumis à son autorité⁷⁹. C'est aussi le cas de la CFMJ (LMC, art. 53) ou de la COMCOM (LTC, art. 56, al. 4). Cela comporte l'avantage de ne faire payer que les agents qui sont directement concernés, établissant une relation étroite entre prélèvement et service public, réduisant en conséquence l'imposition fiscale.

⁷⁹ CFB (Rapport de gestion, 2000 - p. 280).

Tableau 3-7 Entités potentiellement indépendantes: l'exemple de la Suisse			
État au début de 2002, liste non exhaustive			
Autorité de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment	Loi fédérale sur le blanchiment d'argent LBA du 10.10.97	Lutte contre le blanchiment d'argent dans le secteur financier	Subordination à l'Administration fédérale des finances
Surveillance des prix	Loi fédérale concernant la surveillance des prix LSPr du 20.12.85	Autorité de vigilance sur les prix	Autonomie partielle: attaché au Département d'économie publique
OFAP Office fédéral des assurances privées	Loi fédérale sur la surveillance des instit. d'assurance privées LSA du 23.6.78	Autorité de surveillance des institutions d'assurance privées	Subordination au Département de justice et police
OFAS Office fédéral des assurances sociales	Loi fédérale sur la prévoyance profess. LPP du 25.6.1982	Autorité de surveillance des institutions de prévoyance	Subordination au Département de l'intérieur
OFS ⁽¹⁾ Office fédéral de statistique	Loi fédérale sur la statistique fédérale LSF du 9.10.92	Service statistique central de la Confédération	Subordination au Département de l'intérieur
<i>Note: (1) Il ne s'agit pas d'une autorité de vigilance: son objectif est de fournir un service, notamment dans la production de données économiques et sociaux. On l'a retenu, en raison du rapport potentiel, et en partie déjà effectif, avec l'indépendance ainsi que des interdépendances avec la BNS.</i>			
<i>Source: Législation fédérale suisse</i>			

Tableau 3-8 Autorités de surveillance indépendantes en Suisse: encadrement législatif

	<i>objectif (base légale)</i>	<i>nomination</i>	<i>responsabilité et override</i>	<i>possibilité de recours</i>
BNS	Const. Féd. art. 99, al. 2 LBN, art. 2	Les membres de direction, ainsi qu'une partie des membres du Conseil de la banque sont nommés par le CF. (LBN, artt. 40, 53)	Échange d'opinion avec le CF, pour les décisions les plus importantes (LBN, art. 2, al. 2) Approbation par le CF du règlement internet et des comptes (LBN, art. 63, al. 2)	au Tribunal Fédéral (LBN, artt. 68a, 69)
CFB	LB, art. 23	Le CF nomme les membres et désigne le président et le vice-président (LB, art. 23, al. 1)	Approbation par le CF du règlement interne, et présentation du rapport annuel d'activité au CF (LB, art. 23, al. 2; R-CFB, art 18)	au Tribunal Fédéral (LB, art. 24)
COMCO	Lcart, art. 18	Le CF nomme le président et le vice (Lcart, art. 18)	Approbation par le CF du règlement interne, et présentation du rapport annuel d'activité au CF; la COMCO doit informer aussi le public de ses activités, et le CF a la possibilité d' <i>override</i> (Lcart, artt. 20 , 31, 36, 49)	à la Commission de recours pour les questions de concurrence (Lcart, art. 44)
CFMJ	LMJ, art. 48	Le CF nomme le président et les autres membres (LMJ, art. 46)	Approbation par le CF du règlement interne, et présentation du rapport annuel d'activité au CF (LMJ, artt. 46, 52)	à la Commission de recours (LMJ, art. 54)
CDF	LCF, artt. 1, 5 et 6	Le CF, sous approbation de l'Assemblée Fédérale, nomme le directeur (LCF, art. 2, al. 2)	Présentation d'un rapport annuel à une délégation du Parlement et au CF, il informe d'ailleurs préalablement le plan de l'activité (LCF, art. 1 al 2, art. 14)	au Conseil Fédéral (LCF, art. 12)
COMCOM	LTC, art. 57	Le CF nomme le président et le vice (LTC, art. 56)	Approbation par le CF du règlement internet, et présentation du rapport annuel d'activité au CF, elle informa aussi le public (LTC, art. 56 al. 3, art. 57, al. 1)	au Tribunal Fédéral (LTC, art. 61)
Surveillance des prix	LSPr, art. 4	Le CF nomme le surveillant des prix		à la Commission de recours pour les questions de concurrence (LSPr, art. 20)

Source: *Législation fédérale suisse*

Tableau 3-9	Collaborations et ententes entre autorités de surveillance en Suisse
BNS	<p>“Lorsqu’il s’agit de prendre d’importantes décisions en matière de politique conjoncturelle et monétaire, le Conseil Fédéral et la Banque nationale s’informent de leurs intentions et se concertent préalablement.” (LBN, art. 2, al. 2)</p>
CFB	<p>“Elle peut demander et transmettre aux autorités étrangères de surveillance des informations nécessaires à l’activité de surveillance.” (LB, artt. 23^{sexies}⁹⁴)</p> <p>Elle garde d’ailleurs des contacts réguliers avec la BNS, des organes fédéraux et des associations privées. (cf. CFB, Rapport de gestion, 2000 - pp. 276-278)</p>
COMCO	<p>“Les services de la Confédération et des Cantons sont tenus de coopérer aux recherches des autorités en matière de concurrence et de mettre à leur disposition les pièces nécessaires.” (Lcart, art. 41)</p> <p>“[Elle peut] communiquer au Surveillant des prix toutes les données nécessaires à l’accomplissement de sa tâche.” (Lcart, art. 25, al. 3)</p>
CFMJ	<p>“Les commissions ainsi que les autorités administratives et les autorités de poursuite pénale des Cantons et de la Confédération se prêtent mutuellement assistance et échangent les informations nécessaires.” (LMJ, art. 49)</p>
CDF	<p>Collaboration à plusieurs niveaux avec les organes de la Confédération. (LCF, art. 13)</p>
Surveillance des prix	<p>“Pour les intérêts des crédits, le Surveillant des prix agit notamment en consultant de façon approfondie la Banque nationale et la Commission fédérale des banques.” (LSPr, art. 5, al. 1)</p> <p>“Le Surveillant des prix coopère avec la Commission de la concurrence. Il participe aux séances de cette commission avec voix consultative.” (LSPr, art. 5, al. 2)</p>

Source: *Législation fédérale suisse*

2.2.2 Remodelage de l’État par les autorités indépendantes

Par l’indépendance on peut surmonter l’apparente contradiction entre la nécessaire existence d’une institution publique et les principes d’une économie libéralisée. Ce n’est pas un hasard si la création d’autorités indépendantes accompagne la libéralisation d’un secteur économique. Cela ne supprime pas l’État, mais en modifie les modalités d’intervention.

Pouvoir et autorité - La distinction entre pouvoir (faculté d’agir) et autorité (faculté de fonder l’action d’une entité) réapparaît avec l’émergence des autorités indépendantes⁸⁰. Sous le régime de l’économie encadrée, l’État détenait à la fois le pouvoir d’agir (en tant que propriétaire de banques commerciales, en tant que décideur des variables financières) et l’autorité (à lui de décider de ses propres actions). Par la création d’une autorité indépendante, le pouvoir d’agir est attribué au secteur privé (privatisation des banques, libéralisation des variables financières), alors que la faculté de fonder ces actions reste auprès de l’autorité créée. D’après son appellation, cette autorité garde la faculté de donner aux acteurs privés la possibilité d’agir, tout en les contrôlant et en les régulant. Cela est particulièrement évident pour l’autorité prudentielle qui accorde les licences aux intermédiaires financiers et aux autres acteurs du secteur financier mais c’est aussi valable pour la banque centrale, lors qu’elle accorde aux mêmes acteurs financiers l’accès au système de paiements (fonction microéconomique). L’État perd ainsi le caractère d’entrepreneur, incompatible avec le principe de libéralisation,

⁸⁰ cf. Supiot (2001 - pp. 46-48).

tout en gardant le rôle de régulateur qui est nécessaire pour stabiliser le secteur libéralisé et qui suppose une forme d'autorité publique. Si l'autorité suppose une relation verticale avec les acteurs concernés, la délimitation d'une fonction facilite l'échange d'opinion entre autorité et acteurs régulés, de telle sorte à faciliter le dialogue avec le secteur privé.

Polycentrisme et négociation - La multiplication des autorités conduit à un polycentrisme qui se substitue à l'unité du pouvoir exécutif⁸¹ et qui suppose une relation pour assurer la coordination entre les autorités, nécessaire en raison des interférences et interdépendances entre fonctions. Ainsi, la banque centrale ne peut pas, en se référant à son autonomie, poursuivre son objectif sur une voie isolationniste. Ce n'est pas un hasard si l'on constate qu'une banque centrale entre en contact, dans la réalisation de ses fonctions, non seulement avec le gouvernement mais aussi avec beaucoup d'autres autorités. Cela réaffirme le principe de l'entente, nécessaire en raison de l'absence d'un espace fermé dans lequel une fonction peut être isolée. Considérons le cas de l'indice des prix à la consommation, qui est le plus souvent calculé par un office de statistiques, unité généralement incluse au sein de l'administration centrale mais qu'on pourrait imaginer en tant qu'autorité indépendante. L'indépendance serait même justifiée pour éviter que le gouvernement ou la banque centrale puissent interférer dans son calcul, en raison du fait que l'objectif monétaire est défini par cet indice. Il est tout de même évident que l'indice des prix doit être approprié à l'usage qu'en fait la politique monétaire: on connaît l'existence de différentes techniques statistiques, de même que les possibles divergences théoriques, d'où la nécessité d'une entente minimale sur les modalités de calcul de cet indice. L'entente se justifie d'ailleurs pour des raisons d'efficacité: éviter que plusieurs autorités indépendantes réalisent une même activité.

Cependant, la multiplication des autorités, augmente le nombre des ententes à établir. Si on prend le cas du secteur financier, on s'aperçoit que les autorités suivantes sont concernées: la banque centrale, l'autorité de régulation prudentielle, l'autorité de lutte contre le blanchiment, la commission de la concurrence, l'office de statistiques et l'autorité de vigilance sur les assurances privées. Au total on compte 6 autorités, ce qui implique 15 ententes bilatérales. Le problème n'est pas seulement le nombre mais aussi la cohérence de cette toile d'araignée. Si l'indépendance permet d'assurer la cohérence interne à chaque fonction, la multiplication des autorités pose la question de la coordination de l'ensemble et du coût pour la réaliser: la modification d'un contrat peut engendrer celle d'un autre, et la multiplication des contrats fait augmenter le nombre de possibles litiges, d'où le renforcement d'un pouvoir judiciaire censé les résoudre.

Une solution, au moins partielle, consiste à regrouper les fonctions au sein d'une seule autorité. C'est le cas, en Angleterre, pour la supervision prudentielle attribuée entièrement à la Financial Services Authority (FSA). Cette autorité indépendante assure la régulation prudentielle et la lutte contre le blanchiment dans l'ensemble du secteur financier. Le risque est de reproduire à nouveau des conflits internes mais au moins le nombre d'autorités se réduit: une partie de la coordination se faisant au sein d'une seule autorité. Une solution complémentaire, et l'exemple vient encore de l'Angleterre, est l'entente multilatérale, comme le *Memorandum* signée entre le Trésor, la Bank of England et la FSA au sujet de la répartition des tâches dans le système de paiements. Un des inconvénients est la possible rigidité d'un tel contrat: tout changement, afin de respecter l'indépendance des co-signataires, devrait se faire à l'unanimité.

Séparation des pouvoirs: renforcement ou mise en doute? - L'indépendance peut faire appel au principe de la séparation des pouvoirs. Cependant, les autorités indépendantes semblent, dans un deuxième temps, mettre en discussion ce principe⁸², par le fait qu'elles assument des fonctions exécutives et normatives. La banque centrale exécute une loi par le fait qu'elle poursuit la stabilité des prix mais elle édicte aussi des normes, des règles de comportement (réserves minimales, conditions pour participer activement au système de paiements), tout en assumant la vérification quant au respect de ces normes par les acteurs singuliers. Cela est encore plus vrai pour la régulation prudentielle. Il faut remarquer que ces normes se placent tout de même à un niveau inférieur par rapport aux lois: la norme sert à appliquer la loi édictée par le législatif. Par ailleurs, la possibilité de contester ces décisions auprès des commissions de recours, assure un encadrement juridique à ces autorités. Une autre conséquence de cette situation est la réduction, notamment par la multiplication des autorités indépendantes, du pouvoir exécutif géré par le gouvernement.

⁸¹ cf. Cassese & Franchini (1996 - p. 11).

⁸² cf. Cassese & Franchini (1996 - pp. 11-12).

2.3 Considérations finales: la banque centrale et les autorités indépendantes

La multiplication des autorités indépendantes est une évolution qui caractérise l'ensemble des pays industrialisés depuis la fin du XX^e siècle⁸³. L'exemple de la Suisse n'est qu'un cas parmi d'autres qu'on a voulu mettre en évidence et qui se justifie par l'existence d'une banque centrale indépendante depuis sa fondation. En effet, l'indépendance de la banque centrale a largement anticipé cette évolution qui pour les autres domaines est relativement récente.

Dans quelle mesure l'évolution vers les autorités indépendantes met en discussion l'organisation de l'État?

Loin de vouloir donner une réponse définitive à cette question qui mérite un approfondissement bien plus élargi de ce qu'on peut retenir dans ce travail, on peut au moins mettre en évidence un élément qui résulte de l'expérience de l'indépendance de la banque centrale.

L'État est traditionnellement fondé sur les principes de représentation et de délégation (du peuple au pouvoir législatif, du pouvoir législatif au pouvoir exécutif). La logique d'une autorité indépendante ne suit pas ce modèle. On constate plutôt une *triangulation* entre un pouvoir exécutif (banque centrale), un pouvoir législatif (parlement) et la société civile. Le rapport entre la banque centrale et le parlement résulte du principe de responsabilité dont nous avons parlé précédemment. Il résulte aussi par l'encadrement législatif des fonctions et des objectifs de la banque centrale. L'aspect particulier est le rapport direct entre la banque centrale et la société civile. D'une part, les banques secondaires font partie du système de paiements géré par la banque centrale et, d'autre part, les membres des organes de décisions de celle-ci proviennent le plus souvent du secteur bancaire ou académique. Cela suit une logique de participation plus que de représentation.

Pour cette raison le principe de l'entente, propre à l'approche contractuelle acquiert une importance particulière. Il est même nécessaire à satisfaire la logique de participation. Par ailleurs, celle-ci ne doit pas aboutir à la mise sous tutelle de la banque centrale par la société civile, ce qui serait une atteinte à l'indépendance. La combinaison d'autonomie et d'entente trouve ainsi une justification qui permet de modifier les rapports entre la société civile et l'État et non seulement entre autorités publiques.

⁸³ cf. Passaro (1996).

CONCLUSION

L'objectif de ce travail est d'analyser les raisons et les modalités de l'indépendance des banques centrales. La théorie économique a développé une justification de l'indépendance fondée sur la notion du biais inflationniste. D'après l'évaluation du cas néo-zélandais, on a mis en évidence les intérêts et les limites de cette approche. On a ensuite cherché une voie alternative pour justifier l'indépendance tout en approfondissant l'approche contractuelle de celle-ci.

Théorie du biais inflationniste et enseignements du cas néo-zélandais

La théorie du biais inflationniste justifie l'indépendance de la banque centrale par la crédibilité qu'elle apporte à la politique monétaire. Le jeu stratégique entre le gouvernement et les acteurs privés conduit au biais inflationniste par l'incapacité du gouvernement à assurer la réalisation de la stabilité des prix initialement déclarée. La volonté de réduire le chômage, les tentations électorales et la diversité des préférences entre partis politiques conduisent le gouvernement au reniement de la stabilité des prix. Les agents anticipent rationnellement cette situation de telle façon qu'ils augmentent les prix et les exigences salariales. L'indépendance de la banque centrale conjuguée à l'objectif de la stabilité des prix réduit, voire supprime, ces tentations. En conséquence, la politique monétaire devient crédible: la banque centrale réalise l'objectif qu'on lui attribue.

Les principaux intérêts de la théorie du biais inflationniste sont au nombre de trois. Ils expliquent le succès de cette théorie tant au niveau académique qu'au niveau de la pratique des banques centrales.

D'abord, elle constitue un *premier essai théorique* fondé sur des arguments économiques qui permet de justifier l'indépendance des banques centrales. Cette approche a abouti à une littérature extrêmement vaste, signe de l'intérêt et de la richesse du sujet. Elle a aussi engendré une série d'analyses empiriques qui très souvent corroborent ses prédictions.

Ensuite, cette théorie a introduit des notions très intéressantes dans le domaine monétaire comme la *crédibilité*, la *responsabilité* et la *transparence*. Ces notions ont, à juste titre, fortement marqué la pratique bancaire contemporaine.

Enfin, elle a mis en relief l'existence de différentes modalités d'indépendance. La formalisation du rapport entre la banque centrale et le gouvernement a abouti au *conservatisme* et au *contrat*. Le premier a influencé la création de la Banque Centrale Européenne, alors que le contrat, initialement soutenu par le cas de la Reserve Bank of New Zealand, a ensuite inspiré la réforme de la Bank of England.

Le cas néo-zélandais confirme l'intérêt de cette théorie. L'évaluation d'efficacité est positive: le dérapage inflationniste a été résorbé et l'indépendance a joué un rôle important notamment dans le maintien de la stabilité des prix dans le temps. L'évaluation d'efficacité est plus nuancée en raison des effets négatifs du processus désinflationniste sur l'emploi et sur la croissance. En effet, la politique monétaire comporte des effets réels, notamment dans la court terme, qui sont désormais reconnus par le milieu académique et par les banques centrales.

Toutefois, l'expérience de la RBNZ met en évidence plusieurs limites de la théorie du biais inflationniste.

D'abord, le *lien causal* entre l'indépendance et la disparition du biais inflationniste est loin d'être démontré. Si l'indépendance peut assurer dans le temps la stabilité monétaire, elle n'engendre pas automatiquement un processus désinflationniste. Les analyses empiriques qui constatent une relation négative entre le degré d'indépendance et le taux d'inflation ne retiennent qu'une partie du problème. Ces résultats indiquent simplement l'existence d'une corrélation statistique entre deux variables. Rien n'est dit sur la causalité du rapport. Ainsi, d'après la théorie on pourrait s'imaginer qu'il suffit de rendre indépendante la banque centrale pour réussir à résoudre un dérapage monétaire. Le cas néo-zélandais nous apporte plusieurs enseignements.

Premièrement, entre le statut de la banque centrale et la stabilité des prix, il faut prendre en compte la politique monétaire. L'adoption de l'indépendance sans l'efficacité des instruments monétaires et sans une pratique bancaire solide ne peut pas arriver à réaliser la stabilité des prix d'une façon convenable. Par ailleurs, la politique monétaire néo-zélandaise a été orientée vers la stabilité des prix bien avant la réforme du statut de la RBNZ. Croire que l'indépendance suffit pour résoudre un biais inflationniste réduit la dimension temporelle de la politique monétaire. Celle-ci s'inscrit dans une durée et elle nécessite un délai temporel pour réaliser ses objectifs. L'intérêt de l'indépendance est d'assurer une continuité à la politique monétaire plus que d'engendrer par elle-même la stabilité des prix. Deuxièmement, plusieurs facteurs ont contribué au redressement monétaire néo-zélandais, parmi lesquels il faut retenir le redressement budgétaire et le contexte international favorable. On n'a probablement jamais suffisamment retenu et analysé la cohérence des réformes macroéconomiques et microéconomiques que le gouvernement néo-zélandais a démarré en 1984. L'ensemble de ces réformes, ainsi que la volonté politique de redresser la situation monétaire, ont largement contribué au résultat positif. Troisièmement, le dérapage inflationniste des années 70 et 80 n'a pas atteint, en Nouvelle-Zélande, l'intensité catastrophique d'une crise hyperinflationniste. L'apport de la théorie du biais inflationniste à la solution d'une telle crise ne peut pas être déduite du succès néo-zélandais. Il serait intéressant d'analyser l'application de cette théorie à des situations d'une telle gravité et de comparer l'indépendance de la banque centrale avec les autres solutions généralement retenues. On pense notamment au *currency board*. On peut toutefois supposer que les facteurs qui entourent l'indépendance (efficacité instrumentale, pratique bancaire solide, redressement budgétaire et contexte international) acquièrent dans ce cas une importance encore plus marquée. L'indépendance à elle-seule n'est probablement pas une condition suffisante pour réussir une telle tâche.

L'évaluation du cas néo-zélandais nous a permis de mieux différencier les notions de *crédibilité* et de *réputation*. La théorie du biais inflationniste réduit l'importance de la réputation par la suppression de la dimension temporelle. Le rôle de la crédibilité acquiert une importance qui est surévaluée. On a différencié les deux notions par la dimension temporelle qui est intrinsèque à la réputation et qui est absente dans la crédibilité. La réputation est fondée sur les actions passées alors que la crédibilité est le signe d'une cohérence atemporelle. Cette idée est implicite aux modèles de la réputation qui cherchent l'intégration du temps mais qui n'aboutissent pas à des résultats importants pour l'indépendance. Cela laisse la place aux modèles qui adoptent une approche de statique comparative et qui se concentrent sur la crédibilité. L'indépendance acquiert ainsi un rôle important par le fait qu'elle renforce la cohérence de la banque centrale à travers la suppression des tentations inflationnistes. Le cas néo-zélandais nous montre que l'indépendance n'est pas le seul facteur de la crédibilité. Parmi ses autres composantes on peut retenir: la personnalité des responsables de la banque centrale, l'efficacité des instruments, la validité des théories et des modèles économétriques sous-jacents, la cohérence de la politique économique dans son ensemble, la solidité et la stabilité du cadre institutionnel. Deuxièmement, les agents ajustent leur comportement d'une façon adaptative. Cela renforce le rôle de la réputation et réduit celui de la crédibilité. Autrement dit, les agents ne révisent leurs anticipations inflationnistes qu'une fois avoir constaté des résultats. Le mot crédibilité est tellement entré dans la littérature et dans la pratique des banques centrales même au sens de réputation qu'il apparaît désormais impossible d'espérer une modification de terme.

La théorie du biais inflationniste différencie entre le *conservatisme* et le *contrat*. La première notion comporte des inconvénients en termes de responsabilité. La politique monétaire comporte des effets réels qui ne peuvent pas être laissés au libre arbitre d'une autorité indépendante qui n'est pas soumise à un contrôle politique. Pour cette raison, le contrat nous est apparu plus intéressant. Le cas néo-zélandais permet de préciser cette notion. En effet, l'assimilation à une relation d'agence nous apparaît réductrice. Elle considère la banque centrale comme une autorité d'exécution d'une politique monétaire encore définie par le gouvernement. On peut s'interroger sur la véritable indépendance d'une telle banque centrale. Par ailleurs, le statut de la RBNZ est plus complexe et il s'écarte de cette interprétation: le PTA n'est pas un ordre que le ministre des finances impose au gouverneur mais plutôt une entente, la stabilité des prix est inscrite dans la loi de la RBNZ de telle façon que le ministre des finances ne peut le changer que sous certaines conditions et avec l'accord du gouverneur-général, le gouverneur acquiert une fonction de défense de cet objectif face aux opérations de change que le ministre des finances peut lui adresser. Pour cette raison on a voulu approfondir l'approche contractuelle.

La théorie du biais inflationniste considère l'indépendance de la banque centrale d'après la *fonction macroéconomique* de celle-ci. Cependant, la banque centrale joue un rôle important dans le système de paiements. Historiquement, cette *fonction microéconomique* a même précédé la gestion de la politique monétaire. Cette théorie ne dit ainsi rien sur la compatibilité du principe de l'indépendance de la banque centrale avec cette autre fonction.

Enfin, la théorie du biais inflationniste considère l'indépendance dans le rapport *banque centrale - gouvernement* sans prendre en compte la relation *banque centrale - État*. La banque centrale est une autorité qui s'insère dans un cadre légal et institutionnel délimité par l'État. L'indépendance place la banque centrale en dehors du contrôle du gouvernement mais elle ne conduit pas à faire sortir la banque centrale du cadre étatique.

Indépendance contractuelle: justification et importance du cadre institutionnel

Dans l'intention d'approfondir l'analyse de l'indépendance tant au niveau de sa justification qu'au niveau de sa modalité, on a pris en compte trois éléments: la libéralisation financière (facteur politique), le rôle de la banque centrale au centre du système de paiements (facteur monétaire) et la place de la banque centrale au sein de l'État (facteur institutionnel). À la lumière de ces éléments, l'indépendance de la banque centrale peut se justifier pour des raisons qui vont au delà de la théorie du biais inflationniste.

D'abord, il faut retenir les caractéristiques de la monnaie. Celle-ci assume trois fonctions (unité de compte, unité de paiement et réserve de valeur) qui comportent une dimension publique. L'unité de compte en tant qu'échelle de mesure (langage commun), la stabilité du système de paiements et l'existence d'un équivalent général ainsi que la stabilité des prix respectent les principes avec lesquels on définit les biens publics. Poursuivre la stabilité monétaire revient à assurer l'ensemble des fonctions monétaires. La stabilité monétaire est, en conséquence, un objectif collectif. Celle-ci ne doit pas être limitée à la stabilité des prix comme le fait la théorie du biais inflationniste. La stabilité des prix ne considère que la fonction de réserve de valeur. On a montré l'importance de la stabilité de l'unité de compte et de l'unité de paiement. La stabilité monétaire doit ainsi s'étendre à l'ensemble des fonctions de la monnaie. Pour cette raison elle inclut la stabilité des prix mais elle la dépasse. De ce point de vue, l'importance de l'objectif monétaire est même plus grande. La stabilité des fonctions monétaires est nécessaire pour une économie marchande qui se veut prospère. La libéralisation financière renforce l'importance de la stabilité monétaire par le développement du marché financier qui exige un système de paiements stable et efficient pour son fonctionnement.

Le pouvoir libératoire est une caractéristique qui permet à la monnaie d'assumer la fonction d'unité de paiement. Une créance dépourvue de cette propriété reste une créance privée qui ne permet pas de régler définitivement une dette. Le pouvoir libératoire transforme des créances privées en équivalents généraux qui permettent d'effectuer des paiements définitifs. Si la stabilité monétaire est un bien public, le pouvoir libératoire est une norme, une règle de conduite qui conditionne les comportements des agents. Il appartient aux institutions d'un pays et, pour cette raison, il comporte une dimension publique, collective. Le rôle du pouvoir libératoire est de permettre l'existence d'une unité de paiement. S'il disparaît, la monnaie est déstabilisée par la perte d'une de ses propriétés principales.

La réalisation du pouvoir libératoire est nécessaire pour assurer le bien public propre à la monnaie. Les facteurs du pouvoir libératoire (validité, légalité et valeur) mettent en relief la multiplicité d'éléments qui sont nécessaires pour assurer la stabilité monétaire. Celle-ci ne dépend pas seulement de la politique monétaire réalisée par la banque centrale mais également de l'existence d'un secteur productif, du fonctionnement d'un secteur bancaire qui se charge d'effectuer des paiements et de la stabilité d'un cadre légal capable de définir et de faire respecter ses lois.

L'apparition de la monnaie scripturale change la modalité avec laquelle une autorité peut assurer le pouvoir libératoire. Dans le cas de monnaies métalliques, le pouvoir libératoire est assuré par le contenu en métal que le sceau imprimé sur la monnaie atteste. Une fois vérifiée la validité du sceau, la valeur de l'unité de monnaie est défendue par le contenu en or ou en argent. Celui-ci constitue un gage sur la véritable valeur de la monnaie, c'est-à-dire les biens produits. Il est cependant suffisant pour en assurer le pouvoir libératoire: à défaut de biens, on retire le métal dans lequel la monnaie est fondue. L'émission de monnaies métalliques peut être décentralisée entre plusieurs agents d'émission. La convertibilité des monnaies entre elles passe par la comparaison du contenu respectif en métal. L'or et/ou l'argent est le référent commun qui permet la convertibilité de pièces émises par différents agents.

Dans le cas d'une monnaie fiduciaire non convertible et, d'une façon encore plus évidente, dans le cas d'une monnaie purement scripturale, l'unité de paiement est réduite à une simple écriture numérique. Le pouvoir libératoire ne peut plus être assuré par le contenu métallique, celui-ci n'étant plus disponible. La hiérarchisation du système de paiement permet de dépasser cette difficulté. Le pouvoir libératoire que la loi attribue à la monnaie centrale et la convertibilité des monnaies secondaires en monnaie centrale sont les éléments qui permettent d'assurer le pouvoir libératoire des unités monétaires émises par le système. La hiérarchisation

conduit à la centralisation de l'émission de la monnaie centrale qui est l'unité ultime pourvue du pouvoir libératoire. La convertibilité étend le pouvoir libératoire de la monnaie centrale aux monnaies secondaires en les unifiant et en les rendant équivalentes.

L'émission de la monnaie centrale assume ainsi un rôle central au sein du système de paiements. Les monnaies secondaires lui font référence pour acquérir le pouvoir libératoire dont elles ont besoin. Le contrôle du pouvoir libératoire de la monnaie centrale acquiert en conséquence, une importance particulièrement élevée. Il s'agit d'assurer la validité et le lien avec la valeur réelle de l'ensemble des signes monétaires émis par le système de paiements.

Dans cette perspective, le fait que le gouvernement effectue des paiements peut justifier l'indépendance de la banque centrale. Le conflit de rôle entre la nécessité de payer et la possibilité de valider sans restrictions des signes monétaires peut conduire un gouvernement qui n'a plus de ressources à abuser de l'émission monétaire. L'indépendance de la banque centrale, autorité qui est chargée d'émettre les unités monétaires pourvues du pouvoir libératoire, permet d'éviter les dérapages liés à ce type de conflit.

Cet argument est probablement le plus important pour justifier l'indépendance de la banque centrale en partant de la fonction microéconomique. La théorie du biais inflationniste n'a pris en compte que la fonction macroéconomique. D'une part, cette approche réduit la stabilité monétaire à la stabilité des prix. D'autre part, elle justifie l'indépendance à partir d'une activité de la banque centrale qui est plus récente. L'approche qu'on a suivie met au contraire en évidence l'étroit rapport entre l'importance de l'indépendance et la fonction originaire de la banque centrale. Cet argument renforce la légitimation d'une banque centrale indépendante et permet de renouer l'évolution récente avec l'expérience du XIX^e siècle. Enfin, la limitation de la crédibilité à la politique monétaire réduit l'importance du cadre institutionnel comme facteur de la crédibilité monétaire. En effet, ce cadre assure la légalité du pouvoir libératoire propre à la monnaie. Le facteur légal contribue ainsi à la stabilité de la monnaie en tant qu'unité de paiement. Les défaillances du cadre institutionnel conduisent à déstabiliser cette fonction.

La notion d'indépendance contractuelle contribue également à renforcer l'importance du cadre institutionnel. La banque centrale est une autorité publique qui poursuit un bien public. Elle s'inscrit dans un cadre institutionnel⁸⁴ qui la légitime (définition de l'autorité et mise à disposition d'instruments) et qui la délimite (attribution de compétences et de responsabilités). Ce cadre lui attribue aussi l'indépendance et il permet de gérer l'entente avec d'autres autorités.

En conclusion, l'existence d'une fonction dont l'objectif est un bien public peut justifier l'indépendance d'une autorité qui est chargée de le réaliser. L'indépendance de la banque centrale est compatible avec les principes d'une finance libéralisée, avec la fonction microéconomique et avec l'évolution contemporaine de l'État. Cette évolution redéfinit l'organisation des pouvoirs publics sans véritablement mettre en doute la nécessité d'un cadre légal et institutionnel. Les différentes autorités s'inscrivent dans ce cadre même si le désir d'atteindre une coordination au niveau international peut conduire à des situations nouvelles (coordination internationale entre autorités indépendantes). Toutefois, un cadre institutionnel est nécessaire pour la définition et la délimitation de l'indépendance. Dans le contexte d'une intégration internationale, ce cadre peut dépasser le niveau et la modalité traditionnellement admise à l'intérieur d'un pays. Il peut ainsi devenir un cadre international sur l'exemple de l'évolution européenne. Cela ne réduit pas son importance. Cependant, dans la situation d'un cadre institutionnel informel ou partiellement indéfini, son rôle - même pour l'indépendance de la banque centrale - devrait être sérieusement pris en compte. Dans ce contexte, l'approche contractuelle de l'indépendance et la prise en compte de la fonction microéconomique peuvent apporter des éléments d'intérêt qui restent toutefois à discuter et à approfondir davantage.

⁸⁴ Moser (2000) considère à juste titre que l'indépendance dépend du pouvoir législatif. L'auteur soutient qu'un parlement à deux chambres (chacune ayant des préférences non concordantes et chacune ayant un droit de veto sur les décisions de l'autre) assure mieux l'indépendance de la banque centrale. Le cas néo-zélandais s'écarte cependant de cette thèse. Malgré un parlement à une seule chambre, l'indépendance de la RBNZ a été assurée au moins pour une décennie.

SOURCES STATISTIQUES

Banque Centrale Européenne	<i>Bulletin mensuel</i> , différents numéros. (site internet: http://www.ecb.int).
Banque Nationale Suisse	<i>Rapport de gestion</i> , différents numéros. <i>Les banques suisses</i> , différents numéros. (site internet: http://www.snb.ch).
Deutsche Bundesbank	<i>Geschäftsbericht</i> , différents numéros. (site internet: http://www.bundesbank.de).
FMI	<i>International Financial Statistics Yearbook</i> , 2001. (site internet: http://www.imf.org).
OCDE	<i>Comptes nationaux des pays de l'OCDE</i> , différents numéros. <i>Études économiques de l'OCDE, Nouvelle-Zélande</i> , différents numéros. <i>Perspectives économiques de l'OCDE</i> , différents numéros. <i>Principaux indicateurs économiques</i> , différents numéros. <i>Statistiques de la population active</i> , différents numéros. <i>Statistiques rétrospectives 1960-1994</i> , 1996. (site internet: http://www.oecd.org).
National Bank of New Zealand	<i>Business Outlook</i> , septembre 2002. (site internet: http://www.nationalbank.co.nz).
NZ Treasury / NZDMO	<i>Public debt history of New Zealand</i> , 1857-2002. (site internet: http://www.treasury.govt.nz).
RBNZ	<i>A3 Income and prices</i> , 1920-2002. <i>B1 Exchange rates</i> , 1985-2002. <i>B2 Wholesale interest rates</i> , 1985-2002. <i>B3 Retail Interest rates on lending and deposits</i> , 1964-2002. <i>C1 Monetary aggregates</i> , 1981-2002. <i>C2 Credit aggregates</i> , 1988-2002. <i>D2 Ownership of New Zealand's internal public debt</i> , 1989-2002. <i>F1 Reserve Bank of New Zealand liabilities</i> , 1994-2002. <i>F2 Reserve Bank of New Zealand assets</i> , 1994-2002. <i>J5 Marketscope Survey</i> , 1988-2002. <i>Monetary Policy Statement (MPS)</i> , différents numéros. <i>RBNZ Bulletin</i> , différents numéros. (site internet: http://www.rbnz.govt.nz).
Statistics New Zealand	<i>Balance of Payments</i> , 1951-2002. <i>Crown Account Analysis</i> , 1991-2001. <i>Exports - summary data</i> , 1989-2002. <i>Imports - summary data</i> , 1989-2002. <i>Quick Facts - Economy</i> , 2001. (site internet: http://www.statistics.govt.nz).

ACTES LÉGISLATIFS ET AUTRES DOCUMENTS

Nouvelle-Zélande

RBNZ Act *Reserve Bank of New Zealand Act*, 1964. RBNZ Act
Reserve Bank of New Zealand Act, 1989.
 FR Act *Fiscal Responsibility Act*, 1994.
 ECA *Employment Contract Act*, 1991.
 PTA *Policy Target Agreement*, n. 1 - n. 7.
 FA *Funding Agreement*, mai, 2000.
 (Ces documents sont disponibles sur les sites internet <http://www.govt.nz>
 et <http://www.rbnz.govt.nz>).

Suisse

CF *Constitution fédérale*, 1998.
 LB *Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne*, 1934.
 LBA *Loi fédérale sur le blanchiment d'argent*, 1997.
 LBN *Loi sur la Banque nationale*, 1953.
 Lcart *Loi fédérale sur les cartels*, 1995.
 LCF *Loi fédérale sur le contrôle des finances*, 1967.
 LMJ *Loi fédérale sur les jeux d'hasard et les maisons de jeu*,
 1998.
 LPP *Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle*, 1982.
 LSA *Loi fédérale sur la surveillance des institutions d'assurance*
privées, 1978.
 LSF *Loi fédérale sur la statistique fédérale*, 1992.
 LSPr *Loi fédérale concernant la surveillance des prix*, 1985.
 LTC *Loi fédérale sur les télécommunications*, 1997.
 OLMJ *Ordonnance de la Loi fédérale sur les jeux d'hasard et les*
maisons de jeu, 2000.
 R-CFB *Règlement de la Commission Fédérale des Banques*, 1997.
 (Ces documents sont disponibles sur le site <http://www.admin.ch>).

Union monétaire européenne

Protocol n. 18 on the Statute of the European System of Central Banks and
 of the European Central Bank.

BIBLIOGRAPHIE

Remarques:

L'indication entre crochets correspond à l'année de parution de la version originale du texte. Dans ce cas, l'année entre parenthèses se réfère à la version consultée. Les numéros de pages font alors références à cette version.

En cas de trois auteurs ou plus on a abrégé la citation par "et al.". Les références dans le texte indiquent tout de même les auteurs en détail.

- Aglietta, M.** (1994), *Ordre monétaire et banques centrales*, in Orléan (éd.), *op. cit.*, chapitre 8.
- Aglietta, M.** (1995), *Légitimité de la monnaie et indépendance des banques centrales*, in Aglietta et Orléan (éds.), *op. cit.*, pp. 37-49.
- Aglietta, M.** (2001), *Macroéconomie financière*, Paris, La Découverte, (2 tomes).
- Aglietta, M. et Orléan, A.** (1995) (éds.), *Souveraineté, légitimité de la monnaie*, Paris, Association d'économie financière (AEF).
- Aglietta, M. et Orléan, A.** (1998) (éds.), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta, M. et Orléan, A.** (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.
- Alesina, A.** (1987), *Monetary policy in a two party system as a repeated game*, *Quarterly Journal of Economics*, August, vol. 102, pp. 651-678.
- Alesina, A.** (1988), *Macroeconomics and politics*, in Fischer, S. (ed.), *NBER Macroeconomic Annual*, pp. 13-52.
- Alesina, A.** (1989), *Politics and business cycles in industrial democracies*, *Economic Policy*, vol. 89, n. 8, pp. 57-98.
- Alesina, A. et Gatti, R.** (1995), *How independent should the central bank be? Independent central banks: low inflation at no cost?*, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 85, mai, pp. 196-200.
- Alesina, A. et Roubini, N.** (1992), *Political cycles in OECD economies*, *Review of Economic Studies*, vol. 59, octobre, pp. 663-688.
- Alesina, A. et Summers, L. H.** (1993), *Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence*, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, n. 2, mai, pp. 151-162.
- Alesina, A. et Tabellini, G.** (1988), *Credibility and politics*, *European Economic Review*, vol. 32, pp. 542-550.
- Archer, D.** (1994), *Monetary policy, output and employment*, *RBNZ Bulletin*, vol. 57, n. 4, pp. 322-329.
- Archer, D. et al.** (1999), *A cash rate system for implementing monetary policy*, *RBNZ Bulletin*, vol. 62, n. 1, pp. 51-61.
- Aristote** (1992), *Éthique de Nicomaque*, Paris, GF-Flammarion.
- Arnould, D.** (1995), *Les marchés de capitaux en France*, Paris.
- Arrow, J. K.** (1974), *The limits of organization*, in Arrow, J. K. et Coleman, J. S. (éds.), *The Fels lectures on public policy analysis*, New York, Norton.

-
- Backus, D. et Driffill, J.** (1985), Inflation and reputation, *Revue of Economic Studies*, vol. 75, n. 3, juin, pp. 530-538.
- Bagehot, W.** [1873] (1999), *Lombard Street - A description of the money market*, New York, John Wiley et Sons.
- Ball, L.** (1994), What determines the sacrifice ratio?, in Mankiw, *op. cit.*, chapitre 5.
- Baltensperger, E.** (1992), Central bank policy and lending of last resort, *Giornale degli economisti e annali di economia*, n. 9-12, octobre-décembre, pp. 441-452.
- Baltensperger, E. et Dermine, J.** (1987), Banking deregulation, *Economic Policy*, avril, pp. 63-109.
- Banaian, K. et al.** (1983), Central bank independence: an analysis, *Economic Impact*, 44, pp. 52-57.
- Bank of England** (1999), *The transmission mechanism of monetary policy*, London, <http://www.bankofengland.co.uk>.
- Banque Centrale Européenne** (2000), *Rapport annuel*, Francfort-sur-le-Main.
- Banque Centrale Européenne** (2001), *Rapport annuel*, Francfort-sur-le-Main.
- Banque Centrale Européenne** (2002), *Bulletin mensuel*, mars, Francfort-sur-le-Main.
- Banque des Règlements Internationaux** (2000), *The contribution of payment systems to financial stability*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, septembre, Bâle.
- Banque des Règlements Internationaux** (2001a), *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, janvier, Bâle.
- Banque des Règlements Internationaux** (2001b), *Statistics on payment systems in the Group of Ten countries*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, mars, Bâle.
- Banque des Règlements Internationaux** (2001c), *71. Rapport annuel*, Bâle.
- Banque du Canada** (2000), *Rapport annuel*, Ottawa.
- Banque Nationale Suisse** (1982), *75 Jahre Schweizerische Nationalbank. Die Zeit von 1957 bis 1982*, Zürich, Verlag NZZ.
- Banque Nationale Suisse** (2000), *93. Rapport de gestion*, Berne.
- Banque Nationale Suisse** (2001), *94. Rapport de gestion*, Berne.
- Barro, R. J.** (1986a), Recent developments in the theory of rules versus discretion, *Economic Journal*, Supplement, pp. 23-37.
- Barro, R. J.** (1986b), Reputation in a model of monetary policy with incomplete information, *Journal of Monetary Economics*, vol. 17, pp. 3-20.
- Barro, R. J. et Gordon, D. B.** (1983a), A positive theory of monetary policy in a natural rate model, *Journal of Political Economy*, vol. 91, n. 4, pp. 589-610.
- Barro, R. J. et Gordon, D. B.** (1983b), Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, pp. 101-121.
- Berger, H et al.** (2001), Central bank independence: an update of theory and evidence, *Journal of Economic Surveys*, vol. 15, n. 1, pp. 3-40.
- Bernanke, B. S. et al.** (1999), *Inflation targeting. Lessons from the international experience*, New Jersey, Princeton University Press, Princeton.
- Bernanke, B. S. et Gertler, M.** (1995), Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, pp. 27-48.

-
- Bernanke, B. S. et Mishkin, F. S.** (1992), Central bank behaviour and the strategy of monetary policy: observations from six industrialised countries, *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 183-228.
- Blackburn, K. et Christensen, M.** (1989), Monetary policy and policy credibility: theories and evidence, *Journal of Economic Literature*, vol. 27, mars, pp. 1-45.
- Blanchard, O. J.** (1990), Why does money affect output? A survey, in Friedman, B. M. et Hahn, F. H. (éds.), *op. cit.*, chapitre 15.
- Blinder, A. S.** (1996), *Central banking in theory and practice*, Cambridge / London, Robbins Lecture, MIT.
- Bollard, A. et al.** (1996) (éds.), *A study of economic reform: New Zealand*, Wellington.
- Bouvier, J.** (1988), The Banque de France and the State from 1850 to the present day, in Toniolo (éd.), *op.cit.*, chapitre 4.
- Brash, D. T.** (1994a), The relationship between price stability and growth, *RBNZ Bulletin*, vol. 57, n. 1, pp. 6-11.
- Brash, D. T.** (1994b), Financial reforms in New Zealand and their relevance to the central bank, *RBNZ Bulletin*, vol. 57, n. 3, pp. 228-233.
- Brash, D. T.** (1998a), Inflation targeting in New Zealand: experience and practice, *RBNZ Bulletin*, vol. 61, n. 3, pp. 221-227.
- Brash, D. T.** (1998b), New Zealand's balance of payments deficit: does it matter?, *An Address to the Canterbury Employers' Chamber of Commerce, Christchurch, 30 janvier 1998*, <http://www.rbnz.govt.nz>.
- Brash, D. T.** (1999), Inflation targeting: an alternative way of achieving price stability, *RBNZ Bulletin*, vol. 62, n. 1, pp. 36-45.
- Brash, D. T.** (2000), Inflation targeting in New Zealand, 1988-2000, *RBNZ Bulletin*, vol. 63, n. 1, pp. 68-75.
- Brash, D. T.** (2001), The Reserve Bank's submission to the Minister of finance on the monetary policy review conducted by Professor Lars Svensson, *RBNZ Bulletin*, vol. 64, n. 1, pp. 12-23.
- Brash, D. T.** (2002a), Inflation targeting: New Zealand's experience over 14 years, *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 13, pp. 99-112.
- Brash, D. T.** (2002b), An indebted people, *A speech at the Canterbury employers' Chamber of Commerce, 25 janvier*, <http://www.rbnz.govt.nz>.
- Briault, C. B. et al.** (1996), Independence and accountability, *Working Paper Series N. 49*, Bank of England, avril.
- Brook, A.-M. et al.** (1998), The 1991-97 business cycle in review, *RBNZ Bulletin*, vol. 61, n. 4, pp. 269-290.
- Bruno, M. et Easterly, W.** (1998), Inflation crises and long-run growth, *Journal of Monetary Economics*, vol. 41, pp. 3-26.
- Buckle, R. A.** (1988), Expectations and credibility in the disinflation process, *Discussion Paper N. 33*, New Zealand Institute of Economic Research (NZIER).
- Buckle, R. A. et Stemp, P. J.** (1991), Reserve Bank autonomy and the credibility of monetary policy: a game-theoretic approach, *New Zealand Economic Papers*, vol. 25, n. 1, pp. 51-85.
- Bussmann, W.** (1995), *Accompagner et mettre à profit avec succès les évaluations des mesures étatiques*, Genève.
- Cairncross, A.** (1988), The Bank of England: relationships with the government, the civil service, and parliament, in Toniolo (éd.), *op. cit.*, chapitre 3.

-
- Calvo, G. A.** (1978), On the time consistency of optimal policy in a monetary economy, *Econometrica*, vol. 46, n. 6, pp. 1411-1428.
- Canzonieri, M. B.** (1985), Monetary policy games and the role of private information, *American Economic Review*, vol. 75, n. 5, décembre, pp. 1056-1070.
- Capie, F. et al.** (1994) (éds.), *The future of central banking, The tercentenary symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press.
- Capoen, F. et al.** (1994), Indépendance des banques centrales, politique monétaires et budgétaires: une approche stratégique, *Revue de l'OFCE*, vol. 50, juillet, pp. 65-102.
- Cargill, T.** (1995), The statistical association between central bank independence and inflation, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 193, juin, pp. 159-172.
- Cassese, S. et Franchini, C.** (1996), *I garanti delle regole. Le autorità indipendenti nel sistema istituzionale italiano*, Bologna, Il Mulino.
- Cencini, A.** (1999), *Capitoli di teoria monetaria*, Bellinzona, Meta-Edizioni.
- Chapple, S. et al.** (1996), Unemployment, in Silverstone et al. (éds.), *op. cit.*, chapitre 5.
- Claus, I. et al.** (2000), The output gap: measurement, comparisons and assessment, *RBNZ Research Paper N. 44*.
- Commission Fédérale des Banques** (2000), *Rapport de gestion*, Berne.
- Conway, P. et Orr, A.** (2000), The process of economic growth in New Zealand, *RBNZ Bulletin*, vol. 63, n. 1, pp. 4-20.
- Cukierman, A.** (1986), Central bank behavior and credibility: some recent theoretical developments, *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, vol. 68, n. 5, mai, pp. 5-17.
- Cukierman, A.** (1992), *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*, Cambridge, Mass, MIT Press.
- Cukierman, A.** (1993), Central bank independence, political influence and macroeconomic performance: a survey of recent developments, *Cuadernos de Economía*, vol. 30, n. 91, décembre, pp. 271-291.
- Cukierman, A.** (1994a), Central bank independence and monetary control, *Economic Journal*, vol. 104, novembre, pp. 1437-1448.
- Cukierman, A.** (1994b), Commitment through delegation, political influence and central bank independence, in De Beaufort Wijnholds et al. (éds.), *op. cit.*, pp. 55-74.
- Cukierman, A.** (1996a), The economics of central banking, in Holger, W. (1998) (ed.), *Contemporary economic issues - Macroeconomics and finance*, The MacMillan Press, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association (IEA Conference volume 125, pp. 37-82).
- Cukierman, A.** (1996b), Targeting monetary aggregates and inflation in Europe, Francfort-sur-le-Main, *Paper presented at the conference on "European Monetary Policy", novembre-décembre 1995*.
- Cukierman, A. et al.** (1992), Measuring the independence of central bank and its effects on policy outcomes, *World Bank Economic Review*, vol. 6, n. 3, pp. 353-398.
- Cukierman, A. et al.** (1993), Central bank independence, growth, investment and real rates, *Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy*, vol. 39, décembre, pp. 95-140.
- Cukierman, A. et Meltzer, A.** (1986a), A theory of ambiguity, credibility, and inflation under discretion and asymmetric information, *Econometrica*, vol. 54, n. 5, pp. 1099-1128.
- Cukierman, A. et Meltzer, A.** (1986b), A positive theory of discretionary policy, the cost of democratic government and the benefits of a constitution, *Economic Inquiry*, vol. 24, juillet, pp. 367-388.
-

-
- Cukierman, A. et Webb, S. B.** (1995), Political influence on the central bank: international evidence, *World Bank Economic Review*, vol. 9, n. 3, pp. 397-423.
- Dalziel, P. et Lattimore, R.** (1996), *The New Zealand macroeconomy, A briefing on the reforms*, Melbourne, Oxford University Press.
- Dawe, S.** (1990), Reserve Bank of New Zealand Act 1989, *RBNZ Bulletin*, vol. 53, n.1, pp. 29-36.
- De Bandt, O. et Hartmann, P.** (2000), Systemic risk: a survey, *Working Paper n. 35*, Banque Centrale Européenne.
- De Beaufort Wijnholds, J. O. et al.** (1994) (éds.), *A framework for monetary stability*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.
- De Haan, J. et Sturm, J. E.** (1992), The case for central bank independence, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 182, septembre, pp. 305-327.
- De Mourgues, M.** (2000), *Macroéconomie monétaire*, Paris, Economica.
- Deane, R. S.** (1986), Financial sector policy reform, in RBNZ (éd.), *op.cit.*, chapitre 1.
- Debelle, G.** (1996), The ends of three small inflations: Australia, New Zealand and Canada, *Canadian Public Policy. Analyse de Politiques*, vol. 22, n. 1, pp. 56-78.
- Debelle, G. et Fischer, S.** (1994), How independent should a central bank be?, *Conference Series n. 38*, Federal Reserve Bank of Boston, pp. 195-225.
- Desquilbet, J.-B. et Villieu, P.** (1998), L'indépendance de la Banque centrale peut-elle être contreproductive? Une illustration en économie ouverte, *Revue économique*, vol. 49, n. 6, novembre, pp. 1415-1434.
- Diamond, D. W. et Dybvig, P. H.** (1983), Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, vol. 91, n. 3, pp. 401-419.
- Drew, A. et Orr, A.** (1999), The Reserve Bank's role in the recent business cycle, *RBNZ Bulletin*, vol. 62, n. 1, pp. 5-24.
- Driffill, J. et al.** (1990), Cost of inflation, in Friedman et Hahn (éds.), *op. cit.*, vol. 2, chapitre 19.
- Easton, B.** (1989), From run to float: the making of the rogernomics exchange rate policy, in Easton (éd.), *The making of Rogernomics*, Auckland University Press, chapitre 4.
- Easton, B.** (1994), Economic and other ideas behind the New Zealand reforms, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, n. 3, pp. 78-94.
- Economides, N.** (1996), The economics of networks, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 14, pp. 673-699.
- Eijffinger, S.** (1997) (éd.), *Independent central banks and economic performance*, United Kingdom, Edward Elgar Publishing Limited.
- Eijffinger, S. et al.** (1996), *Central bank independence: a sensitivity analysis*, Tilburg, Netherlands, CentER for Economic Research.
- Eijffinger, S. et De Haan, J.** (1996), The political economy of central bank independence, *Special Papers in International Economics n. 19*, mai, Princeton University, New Jersey.
- Eijffinger, S. et Hoeberichts, M.** (1996), The trade off between central bank independence and conservativeness, *Discussion Paper No. 9644*, mai, CentER for Economic Research, Tilburg.
- Eijffinger, S. et Schaling, E.** (1993), Central bank independence in twelve industrial countries, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 46, n. 184, mars, pp. 49-89.
- Eijffinger, S. et Schaling, E.** (1995a), Optimal commitment in an open economy: credibility vs. flexibility, *Discussion Paper n. 9579*, juillet, CentER for Economic Research, Tilburg.
- Eijffinger, S. et Schaling, E.** (1995b), The ultimate determinants of central bank independence, *Discussion Paper No. 9505*, janvier, CentER of Economic Research, Tilburg.
-

-
- Eijffinger, S. et Van Keulen, M.** (1995), Central bank independence in another eleven countries, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 48, n. 192, mars, pp. 39-83.
- Evans, L. et al.** (1996), Economic reform in New Zealand 1984-95: The pursuit of efficiency, *Journal of Economic Literature*, vol. 34, décembre, pp. 1856-1902.
- Fasel Berger, S.** (2001), *Le concept d'indépendance des banques centrales. Application dans le cadre du Système européen de banques centrales*, Thèse de doctorat, Faculté des Sciences Économiques et Sociales, Université de Fribourg, Suisse.
- Federal Reserve of New York** (2000), *Annual Report*, New York.
- Feldstein, M. et Stock, J. H.** (1994), The use of monetary aggregate to target nominal GDP, in Mankiw (éd.), *op. cit.*, chapitre 1.
- Ferrandier, R. et Koen, V.** (1997), *Marchés de capitaux et techniques financières*, Paris, Economica, 4. édition.
- Fischer, A. M.** (1993), Inflation targeting: the New Zealand and Canadian cases, *Cato Journal*, vol. 13, n. 1, pp. 1-27.
- Fischer, A. M.** (1995), New Zealand's experience with inflation targets, in Leiderman et Svensson (éds.), *op. cit.*, chapitre 3.
- Fischer, A. M.** (1996), Central bank independence and sacrifice ratio, *Open Economies Review*, vol. 7, pp. 5-18.
- Fischer, A. M.** (1997), Do institutional factors matter for the speed of disinflation?, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, vol. 133, n. 3, pp. 539-556.
- Fischer, A. M. et Orr, A. B.** (1994a), Crédibilité de la politique monétaire et incertitudes concernant les prix: l'expérience néo-zélandaise en matière d'objectifs d'inflation, *Revue économique de l'OCDE*, n. 22, pp. 169-193.
- Fischer, A. M. et Orr, A. B.** (1994b), The determinants and properties of monetary conditions: direct survey evidence from New Zealand), *Working Paper N. 150*, OCDE Economic Department.
- Fischer, A. M. et Zurlinden, M.** (1997), Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung, *Bulletin trimestriel n. 4*, Banque Nationale Suisse.
- Fischer, S.** (1981), Towards an understanding of the costs of inflation: II, in Brunner, K. et Meltzer, A. H. (éds.), *The costs and consequences of inflation*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 15, pp. 5-42.
- Fischer, S.** (1990), Rules versus discretion in monetary policy, in Friedman et Hahn (éds.), *op. cit.*, vol. 2, pp. 1155-1184, chapitre 21.
- Fischer, S.** (1994), Modern central banking, in Capie et al. (éds.), *op. cit.*, chapitre 2.
- Fischer, S.** (1995), Central bank independence revisited, *American Economic Review*, Papers et Proceedings, vol. 85, mai, pp. 201-206.
- Fischer, S. et Modigliani, F.** (1978), Toward an understanding of the real effects and costs of inflation, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 114, pp. 810-833.
- Flandreau, M. et Rivière, C.** (1999), La grande "retransformation"? Intégration financière internationale et contrôles de capitaux, 1880-1996, *Problèmes économiques N. 2651*, 9 février 2000, pp. 25-32.
- Fond Monétaire International** (1998), Crises monétaires et bancaires: caractéristiques et indicateurs de la vulnérabilité, in FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, mai, chapitre 4.
- Forder, J.** (1999), Central bank independence: reassessing the measurements, *Journal of Economic Issues*, vol. 33, n. 1, pp. 23-40.

-
- Friedman, B. M. & Hahn, F. H.** (1990) (éds.), *Handbook of monetary economics*, Amsterdam / New York.
- Friedman, M.** (1962), Should there be an independent monetary authority?, in Friedman (1968a), *op. cit.*, pp. 173-194.
- Friedman, M.** (1968a), *Dollars and deficits: inflation, monetary policy and the balance of payments*, New Jersey, Englewood Cliffs.
- Friedman, M.** (1968b), The role of monetary policy, *American Economic Review*, vol. 58, pp. 1-17.
- Friedman, M.** (1977), Nobel lecture: Inflation and unemployment, *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, juin, pp. 451-472.
- Friedman, M.** (1994), Quantity theory of money, *The New Polgrove Dictionary of Money and Finance*, vol. 3, pp. 247-264.
- Gärtner, M.** (1995), Die Nationalbank und die Inflation, Notenbankunabhängigkeit als Fetisch oder Stein der Weisen?, in Brandenburg, A. (éd.), *Standpunkte zwischen Theorie und Praxis: handlungsorientierte Problemlösungen in Wirtschaft und Gesellschaft: Festschrift für Hans Schmid*, Bern, P. Haupt, pp. 421-437.
- Gärtner, M.** (1997), Central bank independence and the sacrifice ratio: the dark side of the force, *Schweizische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, vol. 133, n. 3, pp. 513-538.
- Girard, M.** (1999), La politique monétaire depuis 1976, *Problèmes économiques*, n. 2643, décembre, pp. 10-13.
- Giraudi, G. et Righettini, M. S.** (2001), *Le autorità amministrative indipendenti. Dalla democrazia della rappresentanza alla democrazia dell'efficienza*, Roma, Laterza.
- Goodhart, C. A. E.** (1988), *The evolution of central banks*, Cambridge Mass., MIT Press. également version en italien (1991), *L'evoluzione delle banche centrali*, Bari, Laterza.
- Goodhart, C. A. E.** (1994), *Moneta, informazione e incertezza*, Bologna, Il Mulino.
- Goodhart, C. A. E.** (1995), *The central bank and the financial system*, London.
- Goodhart, C. A. E. et Schoenmaker, D.** (1995), Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?, *Oxford Economic Papers*, vol. 47, pp. 539-560.
- Green, E. J. et Todd, R. M.** (2001), Thoughts on the Fed's role in the payment system, *Quarterly Review*, Federal Reserve of Minneapolis, vol. 25, n. 1, pp. 12-27.
- Grilli, V. et al.** (1991), Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries, *Economic Policy*, vol. 13, octobre, pp. 342-392.
- Grimes, A.** (1996), Monetary policy, in Silverstone *et al.* (éds.), *op. cit.*, chapitre 6.
- Grimes, A. et Wong, J.** (1994), The role of the exchange rate in New Zealand monetary policy, in Glick, R. et Hutchison, M. M. (éds.), *Exchange rate policy and interdependence*, Cambridge University Press, chapitre 8.
- Gual, J. et Neven, D.** (1992), Deregulation of the european banking industry (1980-1991), *Discussion Paper n. 703*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), août.
- Haldane, A. G.** (1995) (éd.), *Targeting inflation*, London, Bank of England.
- Hall, V. B.** (1996), Economic growth, in Silverstone *et al.* (éds.), *op. cit.*, chapitre 2.
- Hansen, E. et Margaritis, D.** (1993), Financial liberalisation and monetary policy in New Zealand, *Australian Economic Review*, vol. 104, pp. 28-36.
- Havrilesky, T. M.** (1987), A partisanship theory of fiscal and monetary regimes, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 19, n. 3, août, pp. 308-325.
- Havrilesky, T. M.** (1990), The influence of the Federal Advisory Council on monetary policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 22, n. 1, février, pp. 37-50.
-

-
- Hawke, G. R.** (1973), *Between governments and banks. A history of the Reserve Bank of New Zealand*, Wellington.
- Heller, D. et al.** (2000), *The Swiss Interbank Clearing System*, Berne, Banque Nationale Suisse, juin.
- Hetzel, R. L.** (1990), Central bank's independence in historical perspective. A review essay, *Journal of Monetary Economics*, vol. 25, pp. 165-176.
- Hetzel, R. L. et Leach, R. F.** (2001), The Treasury-Fed Accord: A new narrative account, *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, vol. 87, n. 1, pp. 33-55.
- Hibbs, D. A. jr.** (1977), Political parties and macroeconomic policy, *American Political Science Review*, vol. 71, pp. 1467-1487.
- Hicks, J.** (1977), Hawtrey, in Hicks, *Economic Perspectives. Further Essays on Money and Growth*, Oxford, pp. 118-133.
- Hodgetts, B. et Clements, R.** (1989), Causes of the fall in inflation: 1985-88, *RBNZ Bulletin*, vol. 52, n. 3, pp. 210-215.
- Holtfrerich, C.-L.** (1988), Relations between monetary authorities and governmental institutions: the case of Germany from the 19th century to the present, in Toniolo (éd.), *op. cit.*, chapitre 5.
- Hume, D.** [1740] (1993), *Traité de la nature humaine, Livre III, Enquête sur les principes de la morale*, Paris, GF-Flammarion.
- Humphrey, T. M. et Keleher, R. E.** (1984), The lender of last resort: a historical perspective, *Cato Journal*, vol. 4, n. 1, pp. 275-318.
- Hutchison, M. M. et Walsh, C. E.** (1996), Central bank institutional design and the output cost of disinflation: did the 1989 New Zealand Reserve Bank Act affect the inflation-output tradeoff?, *Discussion Paper G96/6*, Reserve Bank of New Zealand.
- Issing, O.** (1993), Central bank independence and monetary stability, *Occasional Papers n. 89*, Institute of Economic Affairs.
- Jeitziner, B.** (1999), *Political economy of the Swiss National Bank*, Heidelberg, Physica-Verlag.
- Jordan, T. J.** (1997), Disinflation costs, accelerating inflation gains, and central bank independence, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 133, n. 1, mars, pp. 1-21.
- Kane, E. J.** (1980), Politics and Fed policymaking, *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, pp. 199-211.
- Katz, M. L. et Shapiro, C.** (1985), Network externalities, competition, and compatibility, *American Economic Review*, vol. 75, n. 3, pp. 424-440.
- Keynes, J. M.** (1923), Les effets sociaux des fluctuations de la valeur de la monnaie, in Keynes, J. M. (1990) (textes réunis), *Essais sur la monnaie et l'économie. Le cris de Cassandre*, Paris, Payot, traduction par Michel Panoff, chapitre 1.
- Keynes, J. M.** (1936), *The general theory of employment, interest and money*, London. Traduction française, 1963: *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, et de la monnaie*, Paris, Payot.
- Kydland, F. et Prescott, E.** (1977), Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, juin, pp. 473-492.
- Laskar, D.** (1989), Conservative central bankers in a two-country world, *European Economic Review*, vol. 33, pp. 1575-1595.
- Leiderman, L. et Svensson, L. E. O.** (1995) (éds.), *Inflation targets*, Center for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Locke, J.** [1690] (1992), *Traité du gouvernement civil*, Paris, GF-Flammarion.

-
- Lohmann, S.** (1992), Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility, *American Economic Review*, vol. 82, n. 1, pp. 273-286.
- Lohmann, S.** (1998), Institutional checks and balances and the political control of the money supply, *Oxford Economic Papers*, vol. 50, n. 3, pp. 360-377.
- Lucas, R.** (1972), Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, vol. 4, pp. 103-124.
- Maloney, T. et Savage, J.** (1996), Labour markets and policy, in Silverstone *et al.* (éds.), *op. cit.*, chapitre 6.
- Mankiw, G.** (1994) (éd.), *Monetary policy*, Chicago University Press.
- Mayes, D. et Chapple, B.** (1994), The costs and benefits of disinflation: a critique of the sacrifice ratio, *RBNZ Bulletin*, vol. 57, n. 4, pp. 9-21.
- McAndrews, J. J.** (1997), Network issues and payment systems, *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, novembre-décembre pp. 15-26.
- McCallum, B. T.** (1984), Monetarist rules in the light of recent experience, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 74, n. 2, pp. 388-391.
- McCallum, B. T.** (1995a), Two fallacies concerning central-bank independence, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 85, n. 2, pp. 207-211.
- McCallum, B. T.** (1995b), New Zealand's monetary policy arrangements: some critical issues, *Discussion Paper G 95/4*, Reserve Bank of New Zealand.
- McKinnon, R. I.** (1973), *Money and capital in economic development*, Washington, The Brookings Institution.
- Mishkin, F. S.** (1996), Les canaux de transmission monétaire: typologie et mesure, *Problèmes économiques* n. 2'478, 26 juin 1996, pp. 7-14.
- Mishkin, F. S. et Posen, A. S.** (1997), Inflation targeting: lessons from four countries, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, août.
- Montesquieu** [1748] (1979), *De l'Esprit des Lois*, Paris, GF-Flammarion.
- Moser, P.** (2000), *The political economy of democratic institutions*, Cheltenham UK, Edward Elgar.
- Mundell, R. A.** (1963), Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Economics*, vol. 29, novembre, pp. 475-485.
- Neumann, M. J. M.** (1991), Precommitment by central bank independence, *Open Economies Review*, vol. 2, pp. 95-112.
- Nicholl, P. W. E. et Archer, D. J.** (1993), An announced downward path for inflation, in O'Brien (éd.), *op. cit.*, chapitre 8.
- Nordhaus, W. D.** (1975), The political business cycle, *Review of Economic Studies*, vol. 42, avril, pp. 169-190.
- Nordhaus, W. D.** (1989), Alternative approaches to the political business cycle, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 1-68.
- Nordhaus, W. D.** (1994), Policy games: coordination and independence in monetary and fiscal policies, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 139-216.
- O'Brien, R.** (1993) (éd.), *Finance and the International Economy*, Oxford University Press.
- OCDE** (1985), *Études économiques 1984/85, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- OCDE** (1987), *Études économiques 1986/87, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- OCDE** (1989), *Études économiques 1988/89, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- OCDE** (1991), *Études économiques 1990/91, Nouvelle-Zélande*, Paris.

-
- OCDE (1993), *Études économiques 1992/93, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- OCDE (1994), *Études économiques 1993/94, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- OCDE (1998), *Études économiques 1998, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- OCDE (1999), *Études économiques 1999, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- OCDE (2002), *Études économiques 2001-02, Nouvelle-Zélande*, Paris.
- Orléan, A. (1994), *Analyse économique des conventions*, Paris.
- Orléan, A. (1998), La monnaie autoréférentielle: réflexions sur les évolutions monétaires contemporaines, in Aglietta et Orléan (éds.), *op. cit.*, pp. 359-386.
- Orr, A. *et al.* (1998), The exchange rate and inflation targeting, *RBNZ Bulletin*, vol. 61, n. 3, pp. 183-191.
- Passaro, M. (1996), *Le amministrazioni indipendenti*, Torino, G. Giappichelli.
- Persson, T. (1988), Credibility of macroeconomic policy: An introduction and broad survey, *European Economic Review*, vol. 32, pp. 519-532.
- Persson, T. *et al.* (1997), Separation of powers and political accountability, *Working Paper n. 136*, Center for Economic Studies, University of Munich.
- Persson, T. et Tabellini, G. (1990), *Macroeconomic policy, credibility and politics*, Chur, Harwood Academic Publishers.
- Persson, T. et Tabellini, G. (1993), Designing institutions for monetary stability, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, également in Persson et Tabellini (éds.), *op. cit.*, chapitre 12.
- Persson, T. et Tabellini, G. (1994) (éds.), *Monetary and fiscal policy, Tome I: Credibility*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Persson, T. et Tabellini, G. (2000), *Political Economics: explaining economic policy*. Cambridge Mass, MIT Press
- Phillips, A. W. (1958), The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the UK, 1861-1957), *Economica*, novembre, pp. 283-299.
- Plihon, D. (1998), *Les banques. Nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, Paris, La documentation française.
- Plihon, D. (2001), *La monnaie et ses mécanismes*, Paris, La Découverte, Repères n. 295.
- Posen, A. S. (1993), Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics, in O'Brien, (ed.), *op. cit.*, chapitre 3.
- Posen, A. S. (1995), Declarations are not enough: financial sector sources of central bank independence, *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 253-274.
- Posen, A. S. (1998), Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?, *Oxford Economic Papers*, vol. 50, n. 3, pp. 335-359.
- Quigley, N. C. (1992), Monetary policy and the New Zealand system: an historical perspective, *RBNZ Discussion Paper G92/1*.
- Rattaggi, M. L. (1994), Innovations monétaires et définition de l'activité bancaire. Une analyse de l'expérience américaine sur la base des écrits de J.M. Keynes, Thèse de doctorat, Faculté des Sciences Économiques et Sociales, Université de Fribourg, Berne, Peter Lang.
- Reserve Bank of New Zealand (1985), The functions of the Reserve Bank, *RBNZ Bulletin*, vol. 48, n. 9, pp. 512-518.
- Reserve Bank of New Zealand (1986) (éd.), *Financial policy reform*, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand (1990), *Monetary policy statement*, mars septembre, Wellington.

-
- Reserve Bank of New Zealand** (1990), *Post-election briefing paper*, octobre, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (1991), *Monetary policy statement*, février, août, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (1992) (éd.), *Monetary policy and the New Zealand financial system*, Wellington, 3. édition.
- Reserve Bank of New Zealand** (1992), *Monetary policy statement*, février, juin, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (1995), *Monetary policy statement*, décembre, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (1999), *Annual Report*, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (1999), *Monetary policy statement*, novembre, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (2000), *Independent review of the operation of monetary policy: Reserve Bank and non-executive directors' submissions*, octobre, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (2000), *Monetary policy statement*, mars, mai, août, décembre, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (2001), *Monetary policy statement*, mars, mai, août, novembre, Wellington.
- Reserve Bank of New Zealand** (2002), *Monetary policy statement*, août, Wellington.
- Ricardo, D.** [1821] (1992), *Des principes de l'économie politique et de l'impôt*, Paris, GF-Flammarion.
- Ricardo, D.** [1824] (1951), Plan for the establishment of a National Bank, in Sraffa, P. (éd.), *Works of David Ricardo*, Cambridge, vol. 4: Pamphlets and Papers, 1815-1823.
- Rogoff, K.** (1985), The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n. 4, novembre, pp. 1169-89.
- Rogoff, K.** (1990), Equilibrium political budget cycles, *American Economic Review*, vol. 80, n. 1, pp. 21-36.
- Rogoff, K. et Sibert, A.** (1988), Elections and macroeconomic policy cycles, *Review of Economic Studies*, vol. 55, pp. 1-16.
- Roll, E. et al.** (1993), *Independent and accountable: a new mandate for the Bank of England*, Report of an independent panel chaired by Eric Roll. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Rossi, S.** (1996), *La moneta europea: utopia o realtà?*, Bellinzona, Meta-Edizioni.
- Ruge-Murcia, F. J.** (1995), Credibility and changes in policy regime, *Journal of Political Economy*, vol. 103, n. 1, pp. 176-208.
- Santomero, A. et Seater, J.** (1978), The inflation unemployment trade off: a critique of the literature, *Journal of Economic Literature*, vol. 16, pp. 499-544.
- Sargent, T. J. et Wallace, N.** (1981), Some unpleasant monetarist arithmetic, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, vol. 5, pp. 1-17.
- Schaling, E.** (1995), *Institutions and monetary policy. Credibility, flexibility and central bank independence*, Aldershot Hants UK, Edward Elgar.
- Schich, S. et Seitz, F.** (2000), Overcoming the inflationary bias through institutional changes., Experiences of selected OCDE central banks, *Schmollers Jahrbuch*, vol. 120, pp. 1-24.
- Schmitt, B.** (1988), *L'ÉCU et les souverainetés nationales en Europe*, Paris, Dunod.
- Schumpeter, J. A.** (1954), *History of Economic Analysis*, Oxford / version en italien (1990), *Storia dell'analisi economica*, Torino, Bollati Bolinghieri.
- Scialom, L.** (1999), *Économie bancaire*, Paris, La Découverte.

-
- Sherwin, M.** (1999), Strategic choices in inflation targeting: the New Zealand experience, *RBNZ Bulletin*, vol. 62, n.2, pp. 73-88.
- Sherwin, M.** (2000), Institutional framework for inflation targeting, *RBNZ Bulletin*, vol. 63, n. 4, pp. 28-34.
- Sikken, B. J. et De Haan, J.** (1998), Budget deficits, monetization, and central-bank independence in developing countries, *Oxford Economic Papers*, vol. 50, pp. 493-511.
- Silverstone et al.** (1996) (éds.), *A study of economic reform: The case of New Zealand*, Amsterdam, North-Holland, Elsevier Science B. V.
- Simmel, G.** (1907), *Philosophie des Geldes*, Berlin. Traduction française, 1987: Philosophie de l'argent, Paris, Presses Universitaires de France.
- Spencer, G. H.** (1992), Monetary policy: the New Zealand experience 1985-1990, in RBNZ (éd.), *op. cit.*, chapitre 2.4.
- Stiglitz, J. E.** (2000), *Economics of the public sector*, New York / London, W. W. Norton et Company, 3. édition.
- Stinson, A.** (2000), Developments in the banking industry, *RBNZ Bulletin*, vol. 63, n. 2, pp. 4-16.
- Summers, B. J.** (1991), Clearing and payment systems: the role of the central bank, Federal Reserve Bulletin, février, pp. 81-91.
- Supiot, A.** (2001), Vers un ordre social international?, *l'Economie politique*, n. 11, pp. 37-60.
- Svensson, L. E. O.** (1997), Optimal inflation targets, "conservative" central bank, and linear inflation contracts, *American Economic Review*, vol. 87 n. 1, mars, pp. 98-114.
- Svensson, L. E. O.** (2001), *Independent review of the operation of monetary policy in New Zealand: report to the minister of finance*, février <http://www.iies.su.se/leosven>.
- Sylla, R.** (1988), The autonomy of monetary authorities: the case of the U.S. Federal Reserve System, in Toniolo (éd.), *op. cit.*, chapitre 2.
- Taylor, J. B.** (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214.
- Taylor, J. B.** (1995), The monetary transmission mechanism: an empirical framework, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, pp. 11-26.
- The Economist** (2001), *Regulators' arbitrage. Markets are evolving faster than regulators*, 3 mai 2001.
- The Economist** (2002), *More bubble and squeak. A modern central bank needs to watch asset prices as well as traditional inflation*, 18 avril 2002.
- The Economist Intelligence Unit** (2001), *New Zealand*, London.
- Thornton, H.** [1802] (1991), *An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain*, version avec préface de F. A. von Hayek, première édition, 1939, par Augustus M. Kelly, Publishers, Fairfield NJ.
- Toniolo, G.** (1988) (éd.), *Central banks' independence in historical perspective*, Berlin / New York, W. de Gruyter.
- Tweedie, A. J.** (1986), *Monetary policy in New Zealand*, in RBNZ (éd.), *op. cit.*, chapitre 3.
- Vickers, J.** (1986), Signalling in a model of monetary policy with incomplete information, *Oxford Economic Paper*, vol. 38, pp. 443-455.
- Walsh, C. E.** (1995a), Recent central-bank reforms and the role of price stability as the sole objective of monetary policy, *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 237-252.
- Walsh, C. E.** (1995b), Optimal contracts for independent central bankers, *American Economic Review*, vol. 85, n. 1, mars, pp. 150-167.

-
- Walsh, C. E.** (1995c), Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an optimal central bank contract?, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, n. 4, pp. 1179-1191.
- Walsh, C. E.** (1998), *Monetary theory and policy*, Cambridge Mass., MIT Press.
- Weber, L.** (1997), *L'État, acteur économique*, Paris / Genève, Economica, 3. édition.
- Weinberg, J. A.** (1997), The organization of private payment networks, *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, vol. 3, n. 2, pp. 25-43.
- Weintraub, R. E.** (1978), Congressional supervision of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 4, pp. 341-362.
- Wells, G.** (1996), Fiscal Policy, in Silverstone *et al.* (éds.), *op. cit.*, chapitre 7.
- Wennerlind, C.** (2001), The link between David Hume's Treatise of Human Nature and his fiduciary theory of money, *History of Political Economy*, vol. 33, n. 1, pp. 139-160.
- Wicksell, K.** [1898] (1936), *Income and Prices*, London, version anglaise par R. F. Kahn.
- Williamson, J.** (1998), A survey of financial liberalization, *Essays in international finance n. 211*, Princeton University, novembre.
- Wood, G. E.** (1994), Central bank independence in New Zealand: Analytical, empirical and institutional aspects, *Working Paper N. 86*, Centro di Economia Monetaria e Finanziaria "Paolo Baffi".
- Zanetti, A.** (1998), Chômage structurel et inflation en Suisse, *Bulletin trimestriel*, Banque Nationale Suisse, n°2, pp. 44-56.
- Zerah, D.** (1992), *Le système financier français. Dix ans de mutations*. Paris, La documentation française.