

Le concept d'indépendance des banques centrales

**Application dans le cadre du
Système européen de
banques centrales**

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

par Sylvie Fasel Berger,
de Vuissens (FR) et Sennwald (SG)

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

Acceptée par la Faculté des sciences économiques et sociales,
le 30 avril 2001, sur proposition de
Monsieur le Professeur Gaston Gaudard (premier rapporteur) et de
Monsieur le Professeur Zuhayr Mikdashi (second rapporteur)

Fribourg 2001

Edité avec le concours de la Fondation du 25^{ème} anniversaire de la Société de Banque Suisse à Fribourg (Suisse) en faveur de la Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg.

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

Couverture: "Le prêteur et sa femme", Quinten Metzys, 1514 (détail)

© Sylvie Fasel Berger, 2001

A mes parents
A Christophe et Apolline

Remerciements

A première vue, l'accomplissement d'une thèse de doctorat a tout d'une épreuve en solitaire. Cependant, sans un entourage enthousiasmant, confiant et généreux, ce travail n'aurait sans doute pas abouti.

Ma gratitude s'adresse en premier lieu au Professeur Gaston Gaudard, Directeur du Centre de recherches en économie de l'espace de l'Université de Fribourg (CRESUF), qui, sans aucune hésitation, a accepté de diriger cette étude. Sa grande disponibilité, ses critiques stimulantes et son savoir en économie internationale en ont fait un maître de thèse rigoureux, à l'affût du moindre manquement et néanmoins toujours prodigue en encouragements. Ce fut un réel plaisir que de parcourir ce cheminement scientifique en sa bienveillante et experte compagnie.

Monsieur le Professeur Zuhayr Mikdashi, Professeur ordinaire à l'Ecole des HEC de l'Université de Lausanne, a très aimablement consenti à fonctionner comme deuxième rapporteur. Son expertise internationalement reconnue en matière monétaire et financière, ainsi que la finesse de ses appréciations ont constitué autant de stimuli précieux pour l'aboutissement de ce travail.

Fidèle correcteur s'il en est, Monsieur l'abbé Jean Glannaz a relu cette thèse avec la rigueur et la précision qui sont les siennes. Malgré les efforts déployés par l'auteur, il n'a pas manqué de débusquer des erreurs pourtant bien camouflées et d'améliorer la lisibilité de ce texte. Qu'il soit remercié pour sa grande disponibilité, son attention et sa célérité.

En m'octroyant le prix en faveur de la Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg, la Fondation du 25^{ème} anniversaire de la Société de Banque Suisse m'a procuré un appui précieux. La confiance qu'elle m'a témoignée et son aide généreuse m'ont permis, au cours de la dernière étape, de me consacrer complètement à cette recherche et de la terminer dans la sérénité. Ce soutien a largement contribué à me faire bénéficier de conditions optimales à un moment crucial de ce travail, ce dont je suis très reconnaissante aux membres du conseil de la Fondation.

Mes collègues ont été d'un apport plus qu'appréciable tout au long de mes recherches: l'environnement qu'ils ont contribué à créer s'est avéré tonique et agréable, terreau idoine pour ce projet de longue haleine. Les encouragements des amis qui n'ont jamais douté de ma détermination ont également été fort motivants. Tous mes remerciements s'adressent aux personnes susmentionnées.

Sans le soutien inconditionnel de ma famille et son affection, il n'aurait sans doute pas été aussi aisé de mener à bien ce doctorat. Une pensée particulière est destinée à mes parents, qui, par l'entourage chaleureux et motivant qu'ils ont su m'offrir, m'ont donné l'enthousiasme nécessaire pour savoir me passionner et mis en mains les cartes pour mener à bien tous les projets entrepris jusqu'à ce jour. Le souvenir de mon cher père et le haut niveau d'exigence qu'il avait coutume de s'imposer ont constamment plané sur ce travail: une véritable source personnelle, aussi vivifiante qu'interminable.

Bien que fort peu concernée par les réflexions de nature économique, Apolline a, dès son arrivée, illuminé par sa présence la deuxième moitié de cette thèse. Sa vitalité, sa curiosité et sa joie de vivre illimitées sont un pur concentré d'enthousiasme, au contact duquel il est tout simplement impossible de ne pas être contaminé. Merci pour la force de ce bonheur contagieux.

"Last but not least", c'est installé aux premières loges que Christophe a assisté au développement de cette recherche. Tel qu'en lui-même et fidèle à l'engagement dont il a fait preuve lors de précédents travaux, il ne s'est pas contenté du rôle d'observateur mais y a investi sans renâcler et sans compter ses formidables connaissances informatiques et son sens pointu du graphisme. Sa situation n'a pas toujours été enviable: plus que quiconque, il sait les doutes et les temps morts qui ont ponctué ce doctorat. Immanquablement confiant en mes capacités et ma persévérance, il a été mon supporter le plus assidu, un partenaire parfait, auquel va tout mon amour.

«Je veux que la Banque soit
dans la main du gouvernement,
mais qu'elle n'y soit pas trop»

Napoléon Bonaparte

Table des matières

Table des illustrations	13
Abréviations	16
Introduction	19
I^{ère} partie	Soubassements et enjeux de l'indépendance de la banque centrale dans le cadre national
	21
<i>Chapitre 1^{er}</i>	<i>Le concept monétariste de politique monétaire</i>
	23
Par. 1 ^{er}	L'introduction du monétarisme
	23
1.1	Les politiques économique et monétaire de type keynésien.....
	23
1.2	La "récente" courbe de Phillips
	25
Par. 2	Les principaux axiomes monétaristes à l'usage de la banque centrale
	28
Par. 3	L'influence du monétarisme sur l'indépendance de la banque centrale
	29
<i>Chapitre 2</i>	<i>Signification de la monnaie au niveau national et relation à la banque centrale</i>
	33
Par. 1 ^{er}	L'exposition aux risques politiques
	33
1.1	Le motif électoral.....
	33
1.2	L'idéologie du parti en place
	35
1.3	L'indépendance, parade au risque politique
	38
Par. 2	La monnaie, bien collectif.....
	41
Par. 3	Interactions au niveau national entre banque centrale et banques commerciales.....
	43
3.1	La garantie de la stabilité financière.....
	44
3.2	Mécanismes de transmission
	46
3.3	Indépendance de la banque centrale et fonctionnement du système des paiements
	47

Chapitre 3	<i>La validité actuelle de l'indépendance interne de la banque centrale</i>	49
Par. 1 ^{er}	Un nouveau trade-off: faible inflation versus croissance ?	50
1.1	L'indépendance et son influence sur la croissance	53
1.2	La fin de l'inflation ?	54
Par. 2	Autonomie et policy-mix	56
2.1	Le policy-mix des années 1990	57
2.2	L'influence du policy-mix sur l'indépendance de la banque centrale	59
2.3	Des banques sous pression fiscale	61
Par. 3	Transparence et indépendance	62
3.1	Exigences démocratiques de l'indépendance	63
3.2	Le "ciblage concret", soutien à l'indépendance ?	64
2^{ème} partie	Environnement monétaire international et autonomie de la banque centrale	69
Chapitre 4	<i>L'indépendance en changes fixes</i>	71
Par. 1 ^{er}	L'étalon-or	71
1.1	Le fonctionnement du "gold standard"	72
1.2	Le rôle et la marge de manœuvre des banques centrales	74
1.3	La refonte manquée de l'étalon-or	78
Par. 2	L'ordre de Bretton Woods	82
2.1	Les dispositions régissant l'étalon-devise-or de 1944	83
2.2	Situation des instituts d'émission monétaire	85
2.3	L'autonomie américaine en question	91
2.4	L'indépendance, déterminant insoupçonné du fonctionnement des accords de change	101
Chapitre 5	<i>Flexibilité du taux de change et rôle des banques centrales</i>	103
Par. 1 ^{er}	La signification du flottement pour les instituts d'émission	103
1.1	La transformation du cadre monétaire international	104
1.2	Quelle place pour les banques centrales ?	112

Par. 2	La progression des flux financiers et son influence sur l'indépendance des banques centrales.....	119
2.1	Les changes flexibles, terreau favorable pour la sphère financière.....	119
2.2	La composante financière et l'autonomie des banques centrales.....	126
3^{ème} partie	La notion d'indépendance dans le Système européen de banques centrales.....	137
<i>Chapitre 6</i>	<i>Origine et nature de l'indépendance au sein du SEBC.....</i>	<i>139</i>
Par. 1 ^{er}	Fondements de l'autonomie dans le contexte européen.....	139
1.1	L'expérience du SME.....	139
1.2	Nécessité et instauration de l'indépendance dans l'UEM.....	148
Par. 2	L'indépendance du SEBC dans les faits et son organisation concrète.....	153
2.1	L'indépendance nationale.....	156
2.2	L'indépendance de la BCE.....	162
<i>Chapitre 7</i>	<i>Pertinence de l'indépendance du SEBC.....</i>	<i>169</i>
Par. 1 ^{er}	Analyse dans le cadre intérieur.....	169
1.1	Cohérence du concept et de la stratégie mise en œuvre.....	169
1.2	Faiblesses de la formule.....	180
Par. 2	Interactions avec l'environnement extérieur de la zone euro.....	188
2.1	Effets sur l'indépendance des rapports de la BCE avec le reste du SEBC.....	188
2.2	La BCE et le système monétaire international.....	193
Conclusion	199
Annexes	201
Bibliographie	205

Table des illustrations

Figures

Figure 1	Modification des rapports entre monnaies et étalons dans le système de Bretton Woods.....	97
Figure 2	Interactions dominantes entre conduite de la politique monétaire et système monétaire international.....	116
Figure 3	Interactions entre expansion commerciale et développement de la finance internationale	120
Figure 4	Progression nette de la finance internationale au cours des années 1980.....	122
Figure 5	Evolution des rapports entre banques centrales (BC) et marchés financiers en fonction des accords de change en vigueur	127
Figure 6	Evolution de l'asymétrie au sein du SME.....	146
Figure 7	Organisation du SEBC.....	154
Figure 8	Organisation des institutions de l'Union européenne.....	170
Figure 9	Les organes économique, monétaire et financier du Conseil européen.....	172
Figure 10	Fédéralisme monétaire et correspondants politiques nationaux (représentation schématique).....	183
Figure 11	La composition hétérogène du SEBC.....	189

Graphiques

Graphique 1	Taux d'inflation, de chômage et de croissance réelle du PIB aux USA, de 1967 à 1980.....	25
Graphique 2	Taux d'inflation, de chômage et de croissance réelle du PIB dans les pays de l'OCDE*, de 1967 à 1980.....	27
Graphique 3	Indice des prix à la consommation dans cinq pays industrialisés, 1973-1980.....	31
Graphique 4	Variation des taux d'intérêt réels à court terme de six pays industrialisés, entre 1983 et 1995.....	51
Graphique 5	Evolution du PIB de six économies industrialisées, en termes réels, entre 1983 et 1995.....	52
Graphique 6	Développement du taux de chômage de la population active, selon différents groupes de pays membres de l'OCDE, 1960-1993.....	52
Graphique 7	Evolution annuelle des prix à la consommation, différents pays, 1970-1999.....	55
Graphique 8	Altération du rapport entre le stock d'or des Etats-Unis et l'ensemble des engagements américains liquides détenus par des étrangers, de 1954 à 1973 (millions de dollars).....	95
Graphique 9	Evolution du taux de change effectif réel* de six pays industrialisés, 1976-1985 (en indice, 1985 = 100).....	106
Graphique 10	Evolution parallèle de l'indépendance des banques centrales, de la contrainte du système de change et du degré d'ouverture commerciale.....	118
Graphique 11	Transactions nettes totales de devises, moyennes journalières, milliards de dollars.....	126
Graphique 12	Variations en pour-cent de l'IPCH et de M3, années 1999 et 2000.....	177
Graphique 13	Dettes nationale brute en pourcentage du PIB, 1996 à 1999, Euro 11.....	181
Graphique 14	Déficit budgétaire en pourcentage du PIB, 1999, Euro 11.....	181
Graphique 15	Evolution du cours de la couronne danoise pour un euro et marges étroites, 1999-2000.....	190
Graphique 16	Evolution de la livre sterling et de la couronne suédoise pour un euro, 1999-2000.....	192
Graphique 17	Evolution mensuelle du cours de l'euro exprimé en dollar, janvier 1999 – février 2001.....	194

Tableaux

Tableau 1	Premières banques centrales à décider officiellement d'objectifs de croissance de la masse monétaire	29
Tableau 2	Exemples d'accroissement de l'indépendance de banques centrales de pays industrialisés durant les dix dernières années	49
Tableau 3	Déficit public de différents pays, 1980-1998 (en % du PNB).....	58
Tableau 4	Formes possibles de l'étalon-or après 1880	73
Tableau 5	Nationalisation* de banques centrales, années 1930-1940	86
Tableau 6	Chronologie de la dissolution des changes fixes	100
Tableau 7	Taux d'inflation, de croissance économique et régimes de changes, comparaison internationale (en %).....	107
Tableau 8	Début de la mise en œuvre pour l'obtention de l'indépendance statutaire	159
Tableau 9	Durée minimale et renouvellement possible des mandats au sein des directoires des BCN	161
Tableau 10	Récapitulation des caractéristiques de l'indépendance de la BCE	168

Abréviations

AME	Accord monétaire européen
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BNS	Banque nationale suisse
Buba	Deutsche Bundesbank
CE	Communauté européenne
CEE	Communauté économique européenne
DTS	Droit de tirage spécial
Ecofin	Conseil des Ministres de l'Economie et des Finances de l'UE
ECU	European currency unit
FECOM	Fonds européen de coopération monétaire
Fed	Federal Reserve System
FMI	Fonds monétaire international
G5	Groupe des cinq nations les plus industrialisées, soit les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France et la Grande-Bretagne
G6	G5 + le Canada
G7	G6 + l'Italie
G8	G7 + la Russie
G10	Groupe des Dix, soit l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les Etats-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède
G11	G10 + la Suisse
ICU	International Clearing Union
IME	Institut monétaire européen
Libor	London interbank offered rate
MCE	Mécanisme de change

OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
OECE	Organisation européenne pour la Coopération économique
SEBC	Système européen de Banques centrales
SME	Système monétaire européen
SMI	Système monétaire international
UCE	Unité de compte européenne
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
UEP	Union européenne de paiements

Introduction

Les moutures initiales de banques nationales, dont la plus ancienne serait la Banque de Suède ("Sveriges Riksbank"), fondée en 1668, avaient été conçues comme des établissements commerciaux spéciaux. Leur mandat consistait alors à servir financièrement la puissance dont elles dépendaient et elles n'étaient pas du tout appréhendées comme les institutions d'intérêt public qu'elles sont devenues par la suite. Les banques centrales - au sens plus strict et contemporain du terme - apparurent, en fait, au 19^{ème} siècle, lorsque l'exclusivité de l'émission monétaire leur fut déléguée par leurs gouvernements respectifs¹. Une seconde fonction majeure qui leur revient habituellement - le rôle de prêteur de dernier ressort - fut assumée pour la première fois par la Banque de Belgique, en 1850, et finit de leur conférer ce double rôle institutionnel qui est le leur aujourd'hui encore dans la plupart des cas (Capie et al., 1994, 4-6, 123). L'endossement de ces attributs spécifiques s'est fait à des rythmes différents, fonctions des caractéristiques politico-économiques de chaque pays², et a abouti à une certaine homogénéisation formelle de ces organes dans les pays les plus avancés.

Fortes de ces deux devoirs principaux, les banques centrales ont évolué parallèlement à l'ensemble de l'économie, autant au niveau national qu'à celui du système monétaire international. A partir de la fin du 20^{ème} siècle, il est devenu plus en plus commun que les instituts monétaires des pays industrialisés - seul type d'économies pris en compte dans cette thèse - deviennent indépendants des autorités politiques qui régissent leur sphère directe d'influence, à savoir l'espace intérieur. L'autonomie³ consiste pour la banque centrale en le droit d'utiliser les instruments opérationnels à disposition pour atteindre ses objectifs statutaires et/ou extérieurs, sans devoir en référer au gouvernement ou sans qu'elle soit contrainte d'agir de façon délibérée à son encontre (Capie et al., 1994, 50; Goodhart, 1992, 31-32). Ce détachement du pouvoir a été inscrit plus ou moins tôt, formellement ou non, selon les liens qu'entretenaient ces institutions avec le monde politique. Il s'est imposé depuis lors, non sans controverses, comme un élément indispensable à l'accomplissement efficace des fonctions monétaires et à la bonne marche des économies concernées.

Malgré le caractère banal dont elle paraît empreinte aujourd'hui, l'autonomie des instituts d'émission repose sur des éléments fondamentaux. Traditionnellement, son origine est ramenée à la théorie monétariste, qui a largement contribué à promouvoir cet état. Néanmoins, des raisons plus générales, touchant au mode de fonctionnement des sociétés démocratiques contemporaines, doivent également être considérées; elles donnent à cette notion une assise profonde, étrangère à un phénomène de mode qui aurait été distillé par une école économique dominante. La première partie de ce travail s'attache à passer en revue l'ensemble des causes qui la justifient sur le plan interne, ainsi que d'en sonder la validité et le développement récents.

¹ La Banque centrale autrichienne fut la première du genre, qui, dès sa fondation, en 1816, se vit attribuer le monopole de l'émission monétaire, exclusivité que des banques centrales fondées antérieurement n'acquerront pourtant que plus tard (Capie, Goodhart, Schnadt, 1994, 6).

² Par exemple, en ce qui concerne la Suisse, la Banque nationale commença ses activités en juin 1907. Dès sa création, elle dut assurer la fluidité du trafic des paiements et se vit, de façon informelle, attribuer le rôle de prêteur de dernier ressort, fonction qui ne fut par la suite jamais clairement explicitée. Pour le monopole de l'émission monétaire, il lui fallut attendre 1910 pour que les banques commerciales cessent de la concurrencer dans cette activité et qu'elle puisse l'assumer entièrement (Banque nationale suisse, 1982, 17-18, 21-22, 27).

³ Dans ce travail, les termes "indépendance" et "autonomie" sont utilisés de façon équivalente.

Dans un deuxième temps, cette thèse se penche sur l'influence des cadres monétaire et financier internationaux, qui ont pris une part indirecte, mais déterminante, dans cette mutation statutaire. Trop rarement évoqués et investigués, ces éléments éclairent pourtant le mouvement d'indépendance des banques centrales d'une lumière nouvelle, qui conforte leur situation face aux gouvernements et leur permet d'endosser leur rôle dans l'environnement économique international actuel.

Loin de vouloir établir un classement supplémentaire des banques centrales indépendantes, cette recherche vise à dépasser les approches classiques et à répertorier l'ensemble des causes qui ont contribué à promulguer ce statut des organes monétaires, ainsi que d'en sonder la pertinence dans un cadre global. Dans ce contexte, l'édification récente de la Banque centrale européenne offre un cas d'application tout à fait intéressant, qui constitue l'objet de la dernière partie. Le degré d'autonomie dont ce nouvel organe dispose est, eu égard aux provisions légales qui l'entourent, le plus élevé qui soit. Au vu de la mission très délicate qui lui incombe - la gestion et la concrétisation de l'euro -, la loi qui le soutient semble, à première vue, offrir une garantie d'efficacité monétaire encore jamais atteinte. Son analyse, inspirée par les propos théoriques développés dans les deux sections précédentes, se propose d'en révéler les principales facettes et d'en tester la robustesse. Il va de soi que sans l'interaction réelle des mondes politique, économique et monétaire, la question du bien-fondé et de la portée de l'indépendance des banques centrales ne se poserait même pas.

Soubassements et enjeux de l'indépendance de la banque centrale dans le cadre national

Le monétarisme, vaste courant de la théorie économique relatif à la conduite de la politique économique en général et monétaire en particulier, dont les origines remontent aux années 1950 et 1960 (Chrystal, vol. II, 1990, xi), a mis en évidence l'importance de l'indépendance gouvernementale de la banque centrale. L'application d'aspects de ce mouvement théorique a propagé et banalisé le statut autonome de l'institut d'émission, car, qu'il s'agisse des points de vue monétariste ou sociopolitique, l'autonomie de la banque centrale s'est imposée comme une composante à part entière des politiques économiques contemporaines. Ce sont ces motifs à l'indépendance que les chapitres suivants vont développer et dont ils vont sonder la pertinence effective.

Chapitre 1^{er} Le concept monétariste de politique monétaire

Le monétarisme est un argument assez récent développé en faveur de l'indépendance. Pourtant, l'apport de cette école économique a été fondamental pour la réflexion relative au statut des banques centrales. Les autres aspects économiques qui plaident en faveur de l'autonomie ont trouvé en cette doctrine des arguments supplémentaires sur lesquels prendre appui et affirmer leurs positions.

Par. 1^{er} L'introduction du monétarisme

Le monétarisme est apparu comme une alternative aux politiques économiques d'inspiration keynésienne menées dans les pays industrialisés dès l'entre-deux-guerres. Avant de développer ses propositions principales, il faut situer son origine dans le contexte de l'époque et commencer par une rapide revue des principales options macroéconomiques du keynésianisme.

1.1 Les politiques économique et monétaire de type keynésien

La crise de 1929, qui dégénéra en dépression internationale et s'étendit à l'ensemble du monde capitaliste jusqu'au milieu des années 1930, avait amené chômage de masse et taux d'intérêt élevés. Au niveau des changes, le marasme conduisit à l'abandon du rattachement des monnaies à l'étalon devise-or ou, dans certains cas, à l'étalon-or et, par conséquent, au flottement des monnaies des principales économies¹; les dépréciations compétitives étaient alors déjà utilisées comme soutien aux exportations (Nurkse, 1985, 204-205, 217; Isard, 1995, 40, 42-43; Panic, 1995, 42). Sur le plan national, le mécontentement populaire et salarial encouragea la restauration de comportements protectionnistes et une immixtion publique dans les affaires économiques. Pour les banques centrales, cela se traduisit par une reconnaissance plus généralisée de leur statut d'institutions publiques au service de la nation, avant tout du gouvernement, et contribua, lorsque cela n'était pas encore le cas, à séparer clairement leurs activités de celles des banques commerciales² et à les nationaliser³.

D'une manière générale, les directoires des banques centrales de l'époque s'appliquèrent à maintenir les taux d'intérêt longs et courts aussi bas que possible étant donné la faiblesse du contexte économique et l'importance du chômage, ainsi qu'à garantir l'existence des systèmes financiers nationaux. Cette orientation était plus imposée politiquement par les gouvernements que voulue par les organes monétaires.

¹ Les aspects relatifs au système de changes et leurs répercussions dans la conduite de la politique monétaire et sur le degré d'indépendance des banques centrales seront développés dans la partie suivante.

² La gestion publique du système monétaire avait alors logiquement trouvé son expression la plus extrême en URSS, où les banques commerciales furent absorbées par la banque centrale, qui devint une sorte de "mono-banque" - la GOSBANK -, placée directement sous le contrôle du Ministère des Finances et dont les décisions n'obéirent plus qu'au seul plan (Meuwly, 1993, 27).

³ Le retour entre des mains publiques fut, par exemple, le cas de la Banque nationale du Danemark et de la Nouvelle-Zélande (1936) ou encore du Canada (1938). D'autres nationalisations eurent lieu après la Seconde Guerre, comme, notamment, celle de la Banque de France (1945) ou d'Angleterre (1945) (Capie, Goodhart, Schnadt, 1994, 23).

Keynes, dont la publication de la "Théorie générale", en 1936, suivit la crise et le changement en matière de politique, fournit une argumentation intellectuelle à cette gestion plus interventionniste des affaires économiques en général et monétaires en particulier. Ce fondement scientifique renforça sensiblement cette période de "managed money", durant laquelle les banques centrales devinrent un instrument de politique économique discrétionnaire aux mains du gouvernement. Cet état fut encore accentué par le deuxième conflit mondial et les prérogatives particulières des États en ces périodes troublées. Sur le plan monétaire, les changes furent placés sous un contrôle très strict, afin d'assurer un niveau d'approvisionnement suffisant (James, 1996, 31-32; Kindleberger, 1988A, 281-283; Elchengreen, 1992, 361, 378, 384; 1994, 48; Isard, 1995, 45).

D'une façon tragique, l'issue de la Deuxième Guerre Mondiale avait ramené une situation de plein-emploi. Les gouvernements en place craignaient que cela ne dure pas et le retour d'un environnement économique comparable à celui de l'entre-deux-guerres. Pour parer à cette éventualité, furent appliquées des politiques de gestion de la demande, le plus généralement selon les grandes lignes keynésiennes. La politique monétaire devint un des moyens utilisés dans ce but, conjointement avec les politiques de revenu et fiscale, cette dernière étant l'instrument principal de l'ajustement économique. Les objectifs à atteindre pour les banques centrales étaient le plein-emploi et la croissance, ainsi que le maintien du pouvoir d'achat de leur monnaie respective, qui, suite aux accords de Bretton Woods, était rattachée à un système d'étalon devise-or basé sur le dollar. Les taux d'intérêt continuèrent à être maintenus aussi bas que possible, eu égard à l'état de la balance des paiements. L'activité propre aux banques centrales se résumait en des opérations de contrôle, principalement du crédit, ce qui constituait une survivance des pratiques en vigueur avant l'éclatement du deuxième conflit mondial.

La confiance revenant progressivement, l'économie perdit son côté planifié et les banques centrales se mirent à agir plus conformément au marché, alors que, de leur côté, les banques commerciales purent revenir à des activités moins dictées par les gouvernements. Les préoccupations des organes d'émission se détournèrent peu à peu des buts macroéconomiques larges pour se réorienter vers des domaines qui leur étaient plus spécifiques, situation rendue possible par des cycles conjoncturels peu accusés et la stabilité de l'activité financière (Goodhart, 1995 (89B), 212-214; Isard, 1995, 50, 53).

Néanmoins, la politique monétaire des années 1950 et 1960 ne connut pas pour autant d'évolution fondamentale, et ce pour deux raisons. D'une part, elle restait la seconde composante du "policy mix" qu'elle formait avec la fiscalité. Le déficit budgétaire était décidé d'abord par le gouvernement et la banque centrale se devait ensuite d'y adapter le niveau des taux d'intérêt. D'autre part, les politiques macroéconomiques étaient fortement imprégnées par les recherches de l'économiste Bill Phillips. Ce dernier avait mis en relation taux de chômage et inflation et fait apparaître que, lorsque le taux d'inoccupation était élevé, la pression sur la demande générale était faible, ce qui impliquait que le niveau des salaires et des prix était également bas. Il s'agissait donc d'une relation inverse entre les deux agrégats macroéconomiques, connue sous l'appellation anglaise de "trade-off". Les autorités étaient présumées en mesure de choisir la combinaison optimale entre chômage et inflation, ce qui, selon les travaux de Phillips et au vu des politiques menées, pouvait être régulé à court terme¹ (Goodhart, 1995 (94), 61, 69). La banque centrale effectuait des

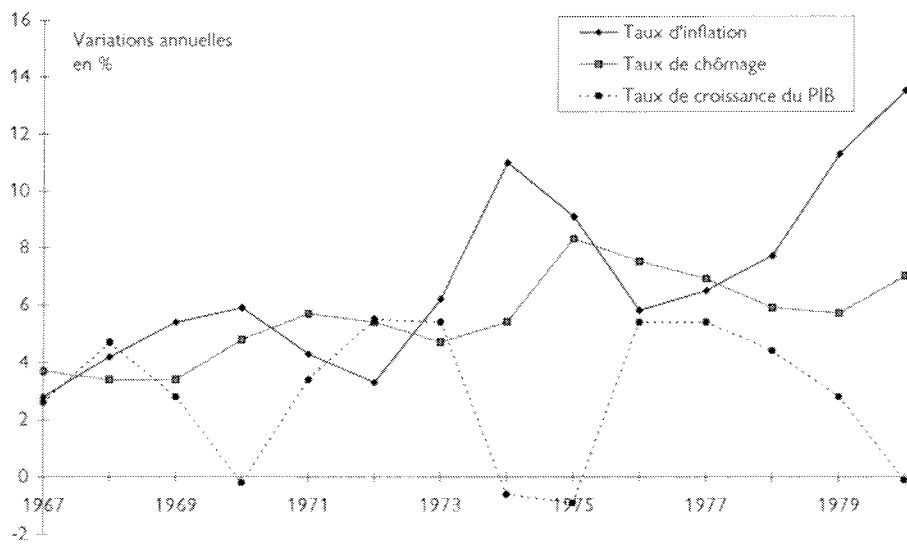
¹ D'origine néo-zélandaise, c'est à la London School of Economics que, durant les années 1950, B. Phillips mena ses recherches, se basant sur des données empiriques concernant la Grande-Bretagne (Goodhart, 1994, 61). Par la suite, ses travaux furent repris et leurs résultats appliqués dans l'ensemble des pays industrialisés. En fait, la courbe de Phillips,

opérations de réglage souple et menées à court ou très court termes, connues sous la dénomination de "fine tuning" (Aftalion, Poncet, 1981, 101). Cependant, dès le tournant des années 1970, le développement de la situation économique dans les pays industrialisés allait provoquer un revirement dans la conduite de la politique monétaire, ainsi qu'en regard du statut de l'institut d'émission.

1.2 La "récente" courbe de Phillips

A la fin des années 1960, l'économie américaine se trouva confrontée à une évolution inattendue. Le trade-off entre chômage et inflation n'était plus réalisé, mais avait cédé la place à un phénomène nouveau, celui de la stagflation. Comme présenté dans le graphique 1, cette situation était caractérisée par une évolution parallèle de l'inflation et du chômage, accompagnée d'une stagnation, voire d'un recul, de la croissance économique (Mackintosh et al., 1996, 539; Spindler, 1997, 1).

Graphique 1 Taux d'inflation, de chômage et de croissance réelle du PIB aux USA, de 1967 à 1980



Source OCDE, Statistiques rétrospectives, 1960-1980, Paris, 1982, 37, 40, 77

Dans les cas où la croissance réelle de l'activité atteignait tout de même des niveaux importants, cela se répercutait dans les années suivantes sur le renchérissement et, par conséquent, mettait en évidence le lien entre la création monétaire et ces feux de paille.

résultat le plus diffusé des recherches de cet économiste, aurait dû être baptisée "courbe de Fisher", puisque Irving Fisher avait mis en évidence cette relation entre inflation et chômage en 1926 déjà (Gordon, 1987, 243).

Cet état de la conjoncture avait déjà été dépeint quelque temps auparavant dans les travaux de Milton Friedman et d'Edmond Phelps¹, qui avaient mis en garde contre un trop grand interventionnisme de l'Etat sur le marché de l'emploi. Selon leurs recherches, il y avait un taux de chômage naturel, en deçà duquel l'inflation s'accélérait sensiblement (Goodhart, 1995 (89B), 213). D'après eux, l'allure de la courbe de Phillips dépendait des anticipations des agents en matière d'inflation. Si le niveau des prix supposé optimal par les autorités était supérieur à celui qu'attendait le public, alors les négociations portant sur les salaires réels et les revenus auraient été automatiquement rectifiées à la hausse par les agents (Goodhart, 1995 (94), 61). Milton Friedman, en écartant l'hypothèse d'illusion monétaire, avait substitué le salaire réel au salaire nominal. A court terme, les autorités pouvaient encore induire le public en erreur quant à l'inflation, mais la prise en compte d'un taux erroné serait corrigée à long terme. Dès lors, la courbe de Phillips revue par les monétaristes se présentait de façon traditionnelle pour des périodes transitoires, mais, dans sa version permanente, devenait verticale une fois le taux de chômage naturel atteint. L'arbitrage d'inspiration keynésienne entre chômage et renchérissement n'était plus possible. Les monétaristes expliquaient en outre la vigueur de l'inflation comme une conséquence des politiques de relance budgétaire trop longtemps suivies par les autorités et financées par le biais de la création monétaire (Spindler, 1997, 3-4).

L'origine américaine du monétarisme l'avait initialement destiné à la seule économie des Etats-Unis. Etant donné sa place de monnaie centre au sein du système de changes fixes, la politique monétaire américaine pouvait être formulée indépendamment. Dès 1970, la Federal Reserve commença à établir certains aspects de ses activités selon les préceptes de cette école (Chrystal, vol. II, 1990, xi, xviii; Tobin, 1981, 31). Mais, le développement de la situation économique, tant au niveau national qu'international, fit remporter au monétarisme l'adhésion d'autres gouvernements de pays industrialisés.

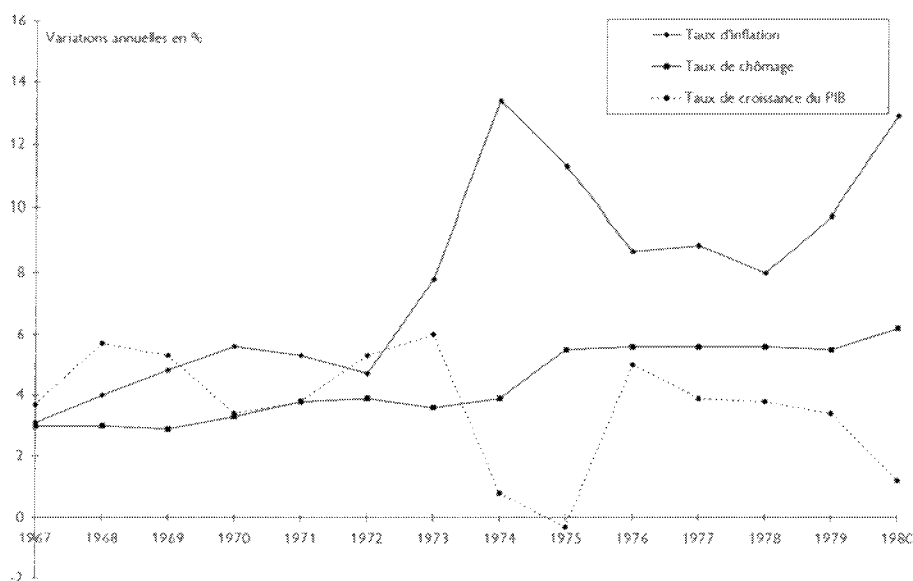
D'une part - comme le graphique 2 le relève -, la similitude de l'évolution économique moyenne au sein des nations membres de l'OCDE, même si elle était moins accentuée et quelque peu retardée par rapport à la stagflation nord-américaine, n'en était pas moins préoccupante.

Certains avocats des politiques d'inspiration keynésienne défendirent le maintien des stratégies budgétaires menées jusque-là, en arguant que la dégradation de la situation était due à la crise pétrolière commencée en 1971 et dont les effets se firent pleinement sentir dès 1973-74². Le choc extérieur exceptionnel et brutal provoqué par la hausse des prix du pétrole ne pouvait être contré par les autorités nationales de façon traditionnelle - via la stabilisation de la demande -, vu que la perturbation se situait du côté de l'offre. Ces partisans des interventions au niveau budgétaire proposaient d'attendre un retour naturel vers l'équilibre sans mesures particulières (Modigliani, 1977, 15). Néanmoins, les expériences relativement bonnes effectuées par l'Allemagne et la Suisse dans la maîtrise de l'inflation induite par le choc pétrolier, menées à bien grâce à une politique monétaire stricte, diffusèrent les conceptions monétaristes en matière de contrôle direct de la croissance de la masse monétaire et leur donnèrent une crédibilité certaine.

¹ Parmi leurs nombreux travaux en la matière, il convient de citer M. Friedman et W. Heller, "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 1968 et E. Phelps, "Phillips Curve, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, 1967.

² La formulation dès 1970 d'objectifs monétaristes par la Fed, soit avant l'éclatement de la crise pétrolière, trouve en partie son origine dans le financement préalable de la guerre du Viêt-Nam, qui a contribué à la poussée inflationniste américaine. Cet élément sera traité de façon plus détaillée dans la deuxième partie.

Graphique 2 Taux d'inflation, de chômage et de croissance réelle du PIB dans les pays de l'OCDE*, de 1967 à 1980



* Les pays alors membres de l'OCDE étaient au nombre de 24, soit les USA, le Japon, la RFA, la France, la Grande-Bretagne, l'Italie, le Canada, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la Finlande, la Grèce, l'Islande, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Norvège, le Portugal, l'Espagne, la Suède, la Suisse, la Turquie, l'Australie et la Nouvelle-Zélande.

Source

OCDE. Statistiques rétrospectives, 1960-1980, Paris, 1982, 37, 40, 77

D'autre part, l'abandon du système de changes fixes basé sur le dollar, qui avait définitivement volé en éclats en 1973, modifia les priorités des banques centrales. Les ajustements relatifs aux balances des paiements n'étaient plus obligatoires pour les Etats dont la monnaie avait brisé son lien avec le dollar. Par conséquent, ces économies n'avaient plus à manipuler les taux d'intérêts afin de garantir les équilibres dictés par les accords de Bretton Woods (Llewellyn, Presley, 1995, 273-274; Goodhart, 1995 (89A), 95). En outre, le flottement procurait un cadre propice au monétarisme, qui y voyait plus de garantie contre l'inflation importée, phénomène particulièrement sensible en changes fixes¹ (Derron, 1981, 35-37; Goldstein et al., 1992, 18), et laissait aux banques centrales une marge de manœuvre élargie pour gérer leur situation monétaire domestique.

L'environnement économique, au niveau national et international, s'était radicalement modifié depuis la fin de la Deuxième Guerre Mondiale. Les politiques devaient y être adaptées, ainsi que les objectifs des banques centrales. Les transformations les affectant touchèrent en premier lieu leurs canaux d'intervention.

¹ Cet aspect sera analysé plus en détail dans la partie suivante.

Par. 2 Les principaux axiomes monétaristes à l'usage de la banque centrale

Le monétarisme avait reformulé la théorie quantitative de la monnaie, développée en 1907 par Irving Fisher (Kahn, 1937, 675; Haberler, 1938, 327; Keynes, 1942) et réaffirmé que l'origine de l'inflation était dans tous les cas monétaire (Chrystal, vol. II, 1990, xi). Parmi les conclusions auxquelles cette école était parvenue, l'une des plus importantes était que seules les variations de quantité de monnaie avaient un effet sur la conjoncture et que l'évolution des finances publiques importait peu. Suivant les monétaristes, si, durant l'ère keynésienne, la voie budgétaire avait pu, parfois, sembler efficace, c'était grâce à son financement par la création de monnaie (seigneurillage). Pour leur part, ils séparaient complètement les nécessités monétaires des politiques budgétaires, jugeant que, pour ces dernières, seul l'équilibre des finances publiques importait. Dans ce contexte, la politique fiscale ne devait jouer qu'un rôle de redistribution des revenus et assurer le financement efficace des biens publics (Spindler, 1997, 3-4; Aftalion, Poncet, 1981, 104-105). Quant au sous-emploi, son taux était déterminé par des facteurs structurels qui échappaient au contrôle des autorités monétaires.

Un autre domaine d'intervention actif du keynésianisme, la fixation des taux d'intérêts nominaux, était laissé presque totalement aux forces du marché. La formation de ces taux dépendait, d'une part, des taux réels¹, très peu affectés par les mesures monétaires, si ce n'est à très court terme, et, d'autre part, en partie du taux d'inflation anticipé, certes largement déterminé par la banque d'émission. De plus, le détachement de leur fonction à ce dernier niveau s'expliquait par le fait que les banques centrales devaient éviter de mener des politiques conjoncturelles actives et qu'elles n'avaient plus à agir par ce canal pour maintenir les parités des changes.

En revanche, il avait été établi que les facteurs monétaires avaient une influence importante sur la fixation du revenu nominal. Le but de la politique d'émission était de veiller à ce que la monnaie soutienne l'activité économique, mais ne la perturbe pas au travers de son influence sur le niveau général des prix (Aftalion, Poncet, 1981, 94-98). Dans cette perspective, avaient été édictées des règles simples à suivre pour la banque centrale et qui se basaient sur la confiance accordée aux effets stabilisateurs et de rééquilibrage du marché (Spindler, 1997, 4; Fortemps, 1994, 1). L'axiome de base stipulait que le contrôle de la croissance de la masse monétaire devait être entièrement entre les mains de la banque centrale. La surveillance directe du taux d'inflation n'était pas un but réalisable directement pour l'institut d'émission. En effet, le lien qui unissait la quantité de monnaie au niveau des prix n'était pas direct et univoque, car certaines des relations entre les deux variables n'étaient pas parfaitement comprises. De surcroît, les variations de l'indice des prix n'étaient pas complètement prévisibles; l'influence de facteurs non-monétaires, comme les mécanismes propres à la formation des prix et des salaires, n'y était pas étrangère (Friedman, 1959, 87-88; Aftalion, Poncet, 1981, 98-100).

Néanmoins, les autorités monétaires étaient en mesure de contrôler l'évolution d'un élément placé sous leur responsabilité directe. Dans ce contexte, elles devaient être à même de décider d'un taux de croissance annuel de la masse monétaire - appréhendée de façon large ou étroite - et qu'il fallait qu'elles suivent sur des périodes de moyen terme, étant donné l'allure de la courbe de Phillips "augmentée" des anticipations rationnelles. Cet

¹ En effet, les taux d'intérêt ne sont plus une variable que les autorités peuvent manipuler à des fins conjoncturelles, mais le résultat de l'offre et de la demande de prêts, respectivement d'épargne (Thoris, 1997, 186).

objectif d'expansion était largement communiqué, afin de servir d'indicateur pour l'établissement des anticipations réelles des agents économiques et empêcher des erreurs débouchant sur des poussées inflationnistes (Friedman, 1959, 88; Cukierman, 1992, 17-18; Goodhart, 1995 (94), 61). Il convenait que la banque centrale se tienne à la croissance annoncée publiquement et qu'elle évite de procéder par à-coups brutaux. Les impulsions de la politique monétaire se faisant sentir avec retard, le déploiement des effets qu'elle entraînait demandait un certain délai d'attente, à observer afin d'éviter d'engendrer de l'instabilité. Cela expliquait que, à l'opposé des pratiques keynésiennes discrétionnaires, basées sur le "fine tuning", les monétaristes étaient partisans de règles à suivre à la lettre (les "rules") et dont ils ne justifiaient la déviance que lors de circonstances exceptionnelles (Friedman, 1959, 86; Aftalion, Poncet, 1981, 101-103).

Formellement, les banques centrales adoptèrent les règles monétaristes à un rythme échelonné, une fois le passage au flottement des monnaies considéré comme officiel et définitif (cf. tableau 1). Mais, les nouveaux objectif et horizon temporel sur lesquels agir ne pouvaient à eux seuls se porter garants de la réussite de ce tournant en matière de conduite de la politique monétaire; le caractère institutionnel des banques centrales allait aussi faire l'objet d'une reconsidération.

Tableau 1 Premières banques centrales à décider officiellement d'objectifs de croissance de la masse monétaire

Pays	Année
République fédérale d'Allemagne Etats-Unis	1974
Suisse Canada	1975
Royaume-Uni France	1976

Sources

Capie et al., "The development of central banking", Cambridge, 1994, 30; Goodhart, "The Conduct of Monetary Policy", Chatam, 1995 (89A), 100

Par. 3 L'influence du monétarisme sur l'indépendance de la banque centrale

Pour parvenir à atteindre son but de croissance de la masse monétaire à moyen terme, la banque centrale devait pouvoir jouir d'une crédibilité largement admise par les agents économiques. Si ces derniers venaient à douter de sa volonté et de sa capacité à concrétiser les objectifs annoncés, ils ne manqueraient pas d'ajuster leurs anticipations et, par conséquent, de perturber la stabilité de l'activité économique, soit de mettre en échec la politique de la banque centrale (Spindler, 1997, 3). Pour répondre à ce besoin d'intégrer la confiance comme outil à la bonne conduite de sa politique, il fallait prendre en compte deux éléments importants pour la réussite. D'une part, la banque centrale devait être dirigée par

des personnes capables d'assurer techniquement son fonctionnement. D'autre part, la fixation à moyen terme des objectifs de croissance de la masse monétaire et l'attachement à les respecter avaient plus de crédit si les autorités d'émission étaient autonomes politiquement et donc libres de leurs choix, c'est-à-dire sans contraintes dictées par le gouvernement, au titre essentiellement du financement du budget national.

Dans chacun des cas, une condition préalable d'ordre général s'imposait pour que puisse même être articulée l'idée d'introduire ces deux composantes: *un contexte politique stable et enclin à assouplir le fonctionnement de l'économie, tant sur les plans interne qu'externe*. D'un point de vue intérieur, les années 1970 marquèrent l'abandon de l'interventionnisme gouvernemental dans les affaires économiques. Les Etats qui avaient participé activement au deuxième conflit mondial étaient reconstruits et la gestion étatique de l'économie en général et de la redistribution des ressources en particulier n'était plus justifiée. De plus, le financement monétaire des dépenses publiques et ses conséquences en termes d'inflation étaient reconnus et avaient fait apparaître la part de responsabilité des autorités politiques dans cette évolution, qui demeurait préoccupante (cf. graphique 2). D'un point de vue extérieur, l'abandon du système de changes fixes basé sur le dollar, la relative stabilité de l'ordre politique international et l'accession à la souveraineté de nombreuses colonies permettaient aux Etats de recentrer leurs intérêts sur le plan national, ainsi que d'y exercer une influence plus marquée que durant les décennies passées. Quant à l'effort d'ouverture commerciale, appuyé sur les cycles de négociation successifs du GATT¹, il signifiait, entre autres, une volonté d'échanges économiques plus marqués par le libre commerce et donc plus concurrentiels. Cela ne justifiait plus une mainmise aussi pesante de l'Etat sur l'ensemble des affaires économiques, mais demandait un assouplissement des conditions-cadre, doublé de règles du jeu que les acteurs privés devaient pouvoir considérer comme stables.

Ce n'était pas la première fois que les gouvernements optaient pour plus de "laissez-faire". Cela avait été le cas à partir de la seconde moitié du 19^{ème} siècle jusqu'au premier conflit mondial. La période du gold standard "élargi" (1873-1914)² étendit cette attitude aux rapports entretenus par le pouvoir politique avec la banque centrale³. Sous ce système d'étalon direct, la banque centrale était chargée surtout d'un objectif, le maintien de la convertibilité en or de la monnaie nationale, ce qui permettait une stabilité monétaire à la fois interne et externe⁴ (Capie et al., 1994, 48-49, 10-11; Goodhart, 1995 (89B), 212).

Pourtant, dans les années 1970⁵, la notion d'indépendance de la banque centrale prit une autre signification que durant le gold standard. Sans comparer les instruments mis en œuvre lors des deux périodes, la fonction de l'institut d'émission obéissait - dans les grandes lignes - aux mêmes exigences internes, le maintien de la valeur de la monnaie, et entraînait les mêmes conséquences externes, la formation d'un taux de change d'équilibre. Mais, cette fois, il s'agissait d'asseoir avec plus de force l'autonomie face au gouvernement. Il fallait

¹ Les années 1960 avaient été marquées par le Kennedy Round, tenu entre 1964 et 1967. Durant les années 1970, de 1973 à 1979, fut négocié le Tokyo Round, qui réédita la baisse globale de 35% des droits de douane obtenu lors du Round précédent (de Montbrial, 1992, 204).

² Par élargi, il faut comprendre qu'une bonne part des pays industrialisés avaient, par la suite, adhéré à ce système de fixation de la valeur de la monnaie nationale, auquel la Banque d'Angleterre était attachée depuis 1816, puis, plus formellement et univoquement, à partir de 1844 (Isard, 1995, 30; Capie et al., 1994, 128-129).

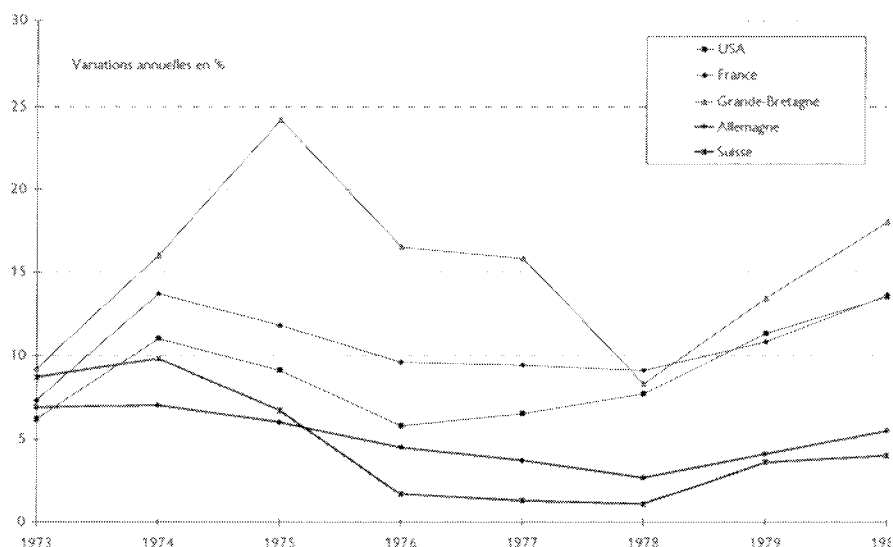
³ A l'exception notable des Etats-Unis d'Amérique, qui, jusqu'en décembre 1913, n'eurent pas de banque centrale à proprement parler (Cukierman, 1992, 22; Kindleberger, 1986A, 295; Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994, 2).

⁴ Cette autonomie par rapport au gouvernement politique s'expliquait aussi alors par la quasi absence d'efforts de guerre à financer (Capie, Goodhart, Schnadt, 1994, 9, 11).

⁵ L'intérêt de ce paragraphe est de comparer la marge de manœuvre des banques centrales sous la période du gold standard et durant la période du flottement des monnaies; il va sans dire qu'entre-temps il y eut d'autres types de régimes de change, sur lesquels la partie suivante mettra davantage l'accent.

qu'elle devienne une caractéristique institutionnelle, véritable garantie de la stabilité économique et de sa durée. L'importance de l'indépendance fut soutenue par les très bons résultats qui découlèrent des expériences monétaristes de lutte contre le renchérissement menées précocement par la République fédérale d'Allemagne et la Suisse (cf. graphique 3).

Graphique 3 Indice des prix à la consommation dans cinq pays industrialisés, 1973-1980



Source OCDE, Statistiques rétrospectives, 1960-1980, Paris, 1982, 77

Ces deux économies purent suivre fermement leurs objectifs de croissance restrictive de la masse monétaire et cela en raison d'un soubassement légal plus profond octroyé à l'indépendance, comparaison faite avec les autres pays considérés (Goodhart, 1995 (94), 60; Capie et al., 1994, 130, 134, 158, 174, 178). Ces derniers étaient alors moins enclins à séparer pouvoirs politique et monétaire et la tentation de biais inflationniste demeurait vive, survivance de l'arbitrage keynésien entre niveau des prix et chômage, auquel s'adonnaient encore les autorités politiques.

Ce ne fut du reste qu'à partir des années 1980 que l'indépendance de la banque centrale devint un sujet de recherches économiques et fut plus fréquemment et systématiquement analysée. L'émergence du monétarisme a certes constitué l'une des causes originales de cet intérêt pour l'autonomie, mais il fallut aussi compter avec les conceptions relatives à la monnaie et à ses fonctions, qui avaient été reconsidérées. Dans ce contexte, la "Nouvelle Ecole Classique" apporta, à partir de la décennie quatre-vingt, une contribution de taille, en révélant le lien qui devait unir la crédibilité anti-inflationniste de la politique monétaire à la liberté d'action qu'il fallait lui accorder (Villa, 1996, 982-983), ce qui fut corroboré par de nombreuses études empiriques. En outre, le développement des marchés, qu'ils concernent les biens ou les capitaux, révéla des facettes annexes à l'utilité qui découlait de l'indépendance de la banque centrale: elle se trouva ainsi renforcée et perçue sous un angle nouveau.

Chapitre 2 Signification de la monnaie au niveau national et relation à la banque centrale

Le monétarisme a largement diffusé et fait admettre la nécessité de respecter à moyen terme des objectifs de croissance monétaire, ainsi que de détacher la politique de la banque centrale des impératifs conjoncturels, notamment en prévenant le financement des déficits publics par le truchement de la création monétaire.

Si les politiques en vigueur actuellement dans les sociétés industrialisées - fermement attachées aux principes démocratiques et de mécanismes de marché - offrent plus de garde-fous à l'indépendance des autorités monétaires que cela n'était le cas au sortir de la Deuxième Guerre Mondiale, elles n'ont pour autant pas totalement immunisé la banque centrale de certaines pressions, d'origines diverses.

Dans un cadre plus vaste, qui n'est pas exclusivement monétariste, il convient d'identifier les influences qui peuvent être exercées sur l'institut d'émission et relever l'importance de son autonomie face aux sphères politique, économique dans son ensemble et par rapport au système bancaire.

Par. 1^{er} L'exposition aux risques politiques

Des motifs distincts de ceux ayant trait aux seules préoccupations budgétaires pourraient inciter le gouvernement à utiliser la monnaie à des fins propres. Ces interférences possibles plaident également en faveur de relations aussi claires et univoques que possible entre banque nationale et sphère dirigeante.

1.1 Le motif électoral

Dès le milieu des années 1970 a été développée la théorie du "political business cycle". Son but est de démontrer que, en temps normaux, les politiciens en place essaient, juste avant les élections, de maximiser leurs chances de réélection, en offrant à la population des conditions économiques améliorées. Pour ce faire, les gouvernants usent de l'autorité qu'ils détiennent pour que la politique économique générale soit manipulée dans ce sens, en particulier par le biais de mesures expansionnistes, qui ont pour effet de stimuler ponctuellement la croissance et de réduire le chômage. Evidemment, cette façon d'agir provoque des cycles économiques supplémentaires, qui interfèrent dans le processus macroéconomique de long terme suivi en périodes "normales" (Alesina, 1997 (89), 119, 125; Jeitziner, 1996, 2).

Une partie spécifique aux incidences de tels comportements opportunistes sur la politique monétaire, le "political monetary cycle", fut dérivée du modèle général et adaptée aux développements que connut la théorie monétaire depuis les années 1970.

1.1.1 *La modélisation naïve*

En 1975, l'apport de William Nordhaus popularisa les effets des échéances politiques sur le cours des cycles économiques. A cette époque, au niveau monétaire, l'existence du trade-off entre chômage et inflation, dérivé de la courbe de Phillips, était largement acceptée et semblait exploitable, alors que, parallèlement, les agents économiques étaient perçus comme non rationnels. Le "political monetary cycle" s'appuyait sur des formulations où le corps électoral passait pour naïf, dans le sens où il était sujet à l'illusion monétaire et n'analysait le contexte économique que rétrospectivement. L'expansion ou le laxisme monétaire pratiqués avant les votations avaient notamment pour effet d'aligner les négociations salariales sur la croissance de la masse monétaire, ce qui amplifiait encore la poussée inflationniste provoquée par le comportement de la sphère politique en charge. Une fois les élections passées, les autorités corrigeaient le tir et retournaient à leurs objectifs macroéconomiques traditionnels. De tels agissements donnaient donc lieu à des périodes de surchauffe (taux de chômage réduit et renchérissement sensible), suivies, juste après les votations, par des récessions (hausse du taux d'inoccupation et baisse de l'inflation) (Goodman, 1992, 3-4; Cukierman, 1992, 333-334; Berthold, Fehn, 1994, 168).

Même si les théories et implications du "political business cycle" étaient entrées dans les mœurs scientifiques, il n'en restait pas moins que cette première approche était loin d'empêcher un soutien illimité: d'une part, sur un plan théorique, les anticipations rationnelles avaient entraîné une révolution de la réflexion économique, qui allait dès lors considérer le comportement des agents comme un élément actif à intégrer. D'autre part, au niveau réel, l'émergence, puis l'enracinement, dans les pays industrialisés, de la stagflation sonnèrent le glas de l'arbitrage entre chômage et inflation tel qu'il était conçu depuis une vingtaine d'années (Belke, 1993, 919). Néanmoins, même si le "choix" entre niveau de l'emploi et renchérissement ne semblait plus aussi accessible, les comportements entraînés par le calendrier politique et leurs conséquences sur le plan monétaire ne perdirent pas de leur intérêt.

1.1.2 *La modélisation élaborée*

Au milieu des années 1980 apparut une seconde vague de modèles, dérivés de la théorie des jeux. Les votants y sont perçus comme moins naïfs et utilisent au mieux les informations à disposition pour juger de la politique que le parti vainqueur mènera probablement. Ces hypothèses de comportements ne signifient pas pour autant que les cycles économiques ayant pour origine les élections disparaissent complètement: la détention d'informations n'est pas symétrique entre les agents et les politiciens - particulièrement ceux qui sont au pouvoir -, ce qui empêche les votants d'émettre des anticipations qui soient complètes. Même si les stratégies de "séduction" suivies par la classe politique sont moins évidentes que celles qui avaient été mises à jour dans la première génération de formulations du "political business cycle", elles sont pourtant tangibles. Les canaux d'intervention sont principalement l'offre de nouveaux biens ou services publics, ainsi que des opérations de transfert de revenu, dont les conséquences budgétaires sont temporairement reportées, au profit de l'illusion de prospérité qui découle de telles actions. Le domaine de la politique budgétaire étant suffisamment complexe, il est par conséquent normal que les électeurs, bien que rationnels, puissent être dupes de tels procédés (Jeitziner, 1996, 3; Belke, 1993, 920; Alesina, 1997 (89), 125). En ce qui concerne le rôle tenu par la banque centrale, elle participe à ces manœuvres en accroissant la masse monétaire, augmentation nécessaire au financement des prestations offertes juste avant les périodes de vote, ainsi que pour compenser la diminution consentie du prélèvement fiscal. Du point de vue de l'occupation

et du niveau d'activité économique, les résultats sont moins évidents que ne le laissent supposer les modèles de l'ancienne génération. S'il ressort de cette deuxième vague du "political business cycle" que les interférences sur le cycle économique normal sont moins prononcées et prévisibles que dans les premiers schémas - où le corps électoral était affligé d'une myopie incorrigible - elles existent néanmoins (Berthold, Fehn, 1994, 171; Alesina, 1997 (89), 126; Alesina, Roubini, 1992, 664).

Empiriquement, c'est du reste ce deuxième type d'appréhension de l'influence politique sur la sphère économique qui a été le mieux prouvé par les faits. Outre l'exemple le plus célèbre fourni par Nixon lors des manœuvres qu'il entreprit pour assurer sa réélection¹, les hypothèses dérivées du modèle de Nordhaus et de ses successeurs sont trop irréalistes pour que ces théories se vérifient réellement. En revanche, tenir compte d'une certaine rationalité des agents et d'agissements adaptés en conséquence par les gouvernants a permis d'affiner l'approche et s'est retrouvé dans les faits (Berthold, Fehn, 1994, 168; Alesina, Roubini, 1992, 682-683).

Cependant, le motif électoral comme risque politique affectant l'indépendance de la banque centrale reste tout de même limité, bien qu'il se soit manifesté par le passé². Effectivement, pour manipuler à sa guise les instruments monétaires et obtenir des résultats tangibles au moment des élections, il faut encore que le gouvernement puisse tabler sur des périodes de scrutin fixées avec certitude, ce qui, par exemple dans de nombreux pays européens, n'est pas envisageable avec certitude. Certes, il serait possible de concevoir qu'un gouvernement recoure à un suffrage anticipé, afin de tirer parti, électoralement parlant, d'une période d'expansion ou pour enrayer une crise (Goodman, 1992, 212). Mais, de tels procédés, si répétés, risquent de discréditer d'eux-mêmes les autorités ou de rendre le processus électoral plus spéculatif pour les principaux intéressés, à savoir les personnes en place. De plus, si les anticipations rationnelles sont prises en compte, le gouvernement ne pourra faire suivre à long terme des décisions budgétaires et monétaires allant à l'encontre d'un environnement économique sain; les agents ne cautionneraient pas une seconde fois les responsables de pratiques déstabilisantes.

Même si la politique monétaire reste relativement protégée contre de telles actions, elle n'en est pas complètement immunisée. Du reste, un autre type d'ascendant politique sur la banque centrale est aussi à prendre en compte.

1.2 L'idéologie du parti en place

Parallèlement à l'émergence du "political business cycle", qui analysait les conséquences des comportements des politiciens cherchant à être réélus, est apparu un autre courant: celui de la "partisan theory". Ce dernier met l'accent sur l'appartenance idéologique des gouvernants et analyse le cadre macroéconomique qui en découle³. L'argument central stipule que les

¹ Durant les années 1971-1972, le Federal Reserve System s'appliqua à maintenir les taux d'intérêt à un niveau très bas, dans le but, notamment, de provoquer une relance des affaires. Cela fut possible grâce à la création monétaire et avait pour objectif final de soutenir la candidature du Président Nixon aux élections tenues en automne 1972 (Kindleberger, 1986A, 151, 162).

² Cela fut notamment le cas en France et en Italie, où les échéances électorales marquaient de façon évidente le cours de la politique monétaire. Après 1981, la Banque d'Italie ne fut plus contrainte d'acquiescer des bons du Trésor et devint plus indépendante du gouvernement et de ses besoins de financement, ce qui se traduisit par une diminution notable de l'emprise politicienne sur le cours de ses missions (Goodman, 1992, 11, 56, 212; Banque des règlements internationaux, 1997, 166).

³ Les modèles dérivant du "political business cycle" et de la "partisan theory" ne sont pas forcément exclusifs, mais peuvent très bien coexister (Alesina, 1997 (89), 120).

formations de droite et de gauche n'ont pas les mêmes préférences en matière de chômage et d'inflation.

Dans le cadre d'un régime démocratique, le pouvoir est confié pour une période donnée à un gouvernement élu qui représente les préférences d'une majorité des électeurs, mais pas nécessairement celles de l'ensemble de la société¹. La fonction d'utilité retenue par le parti vainqueur reflète aussi les choix spécifiques du groupe social qui l'a soutenu (Aubin, 1995, 442). Comme les électeurs traditionnels des partis de gauche se trouvent, en principe, dans la frange inférieure de la classe moyenne, qui ressent, d'ordinaire, plus brutalement les effets des récessions économiques que la bande supérieure, les politiciens de gauche auront tendance à préférer un taux de chômage inférieur et une inflation supérieure. A l'opposé et bien que jusqu'à un certain point, les formations de droite favoriseront une inflation basse au détriment du taux d'activité, car leurs supporters se situent avant tout dans les classes financièrement plus élevées, traditionnellement moins touchées en cas de ralentissement économique, mais plus sensibles aux effets patrimoniaux (Cukierman, 1992, 334). Comme pour les modèles présentés dans la section précédente, deux vagues d'interprétation se sont succédées.

1.2.1 Absence d'anticipations rationnelles

Ce fut Douglas Hibbs (1977), qui, le premier, aborda cette problématique. Dans son modèle, les votants sont perçus comme naïfs, mais sans doute moins que dans les moutures initiales du "political business cycle", puisqu'ils sont à même d'identifier les objectifs des différents partis et d'accorder leurs voix à ceux qui se rapprochent le plus de leurs propres préférences. Mais les agents restent irrationnels, dans le sens où le trade-off entre chômage et inflation demeure exploitable par les autorités. Il ne faut pourtant pas croire que droite et gauche ont des conceptions totalement opposées concernant les méfaits du renchérissement et/ou du sous-emploi; dans tous les cas, ces deux phénomènes sont jugés négativement, bien que chacun des camps y attribue un degré d'aversion différent² (Berthold, Fehn, 1994, 168-169).

Dans ce contexte, la politique monétaire sert de tels objectifs grâce à une expansion plus ou moins marquée de la création de monnaie. Mais, dans l'un ou l'autre cas de figure, le résultat final sur l'activité économique est le même: des fluctuations excessives et durables, provoquées par ces comportements clientélistes. Or, ce premier type de modèle de la "partisan theory" ne fut pas épargné par l'apparition des anticipations rationnelles et la remise en cause de l'allure de la courbe de Phillips. Testé empiriquement, il apparaissait que, si l'inflation ou le taux de chômage réagissaient différemment en fonction de la sensibilité politique du parti au pouvoir, la durabilité des effets induits était plus discutable (Belke, 1993, 921; Alesina, Roubini, 1992, 675, 683).

1.2.2 Modélisation corrigée de la "partisan theory"

A la fin des années 1980, Alberto Alesina reformula cette approche, qui devint la "rational partisan theory". S'il reprend les grandes lignes données par Douglas Hibbs dans la version originale, il dote les votants d'une information parfaite, qui leur permet de formuler des

¹ Il va sans dire que, dans ce cas de figure, il s'agit d'un gouvernement monocoloré.

² Cette aversion commune permet en principe d'éviter que, dans un système démocratique bien rodé, où les politiciens cherchent à s'attirer le plus de voix possible, ces différences de sensibilité ne conduisent ni à de l'hyperinflation ni à du chômage de masse.

anticipations rationnelles et ainsi d'évaluer le taux d'inflation qui résulterait de l'accession au pouvoir des différentes formations politiques. Néanmoins, une seule incertitude ne peut être évincée: le résultat des élections (Belke, 1993, 921; Cukierman, 1992, 335). Par exemple, si un parti de droite a récemment obtenu le pouvoir et applique une politique anti-inflationniste, alors que le corps électoral s'attendait plutôt à une victoire de la gauche, le niveau de renchérissement que les agents économiques avaient anticipé avant le scrutin sera forcément supérieur à celui qui prévaut sous le gouvernement nouvellement en place. Etant donné que des rigidités nominales existent - à l'instar, notamment, de négociations salariales qui auraient été conclues avant le suffrage et qui auraient escompté la venue de la gauche -, les décisions économiques ne peuvent s'ajuster immédiatement au contexte réel. Or, dans le cas de figure en question, avec la venue de la droite, l'expansion monétaire sera moindre que prévue, ce qui amènera à une contraction de l'activité économique et donc à un taux de chômage supérieur au niveau naturel, tel qu'il apparaît dans la courbe de Phillips revue et corrigée par les anticipations rationnelles. Mais, à l'opposé des résultats présentés par Hibbs, le modèle d'Alesina prévoit que ces fluctuations induites par l'identité du parti en place ne dureront pas. En effet, le mandat politique assigné au vainqueur des élections dure suffisamment longtemps pour que, par exemple, des tractations salariales aient à nouveau lieu. Connaissant, cette fois, avec certitude les préférences du parti au pouvoir, les pourparlers intégreront la politique effectivement menée, ce qui amènera respectivement taux d'inflation et sous-emploi à leur niveau d'équilibre¹ (Alesina, 1997 (89), 123-124; Cukierman, 1992, 335-337).

En outre, il ne faut pas négliger le fait que les conceptions "partisanes" ou "opportunistes" peuvent tout à fait coexister: les phases préélectorales ramèneront des gouvernements d'idéologie différente à mener des politiques convergentes; à ce moment, leur but est de convaincre le corps électoral le plus large possible du bien-fondé des actions entreprises par la formation au pouvoir (Aubin, 1995, 445).

Dans la réalité, cette version rationnelle de la "partisan theory" a été à plusieurs reprises vérifiée. Dans les Etats où le pouvoir est convoité par deux formations aux idéologies clairement distinctes, qui se le ravissent à intervalles réguliers, les études empiriques ont relevé des cycles du type de ceux décrits par Alesina. En France, notamment, l'alternance entre gauche et droite produit des effets sensibles². Par ailleurs, des études portant sur le comportement des autorités monétaires américaines, analysé durant plusieurs décennies successives, ont relevé, sous les présidences démocrates, un biais en faveur d'une croissance plus soutenue de l'expansion monétaire que cela n'était le cas durant les périodes à dominance républicaine (Goodman, 1992, 213; Alesina, Roubini, 1992, 682-683; Cukierman, 1992, 341-344). En revanche, dans un cas comme celui de la Suisse, où l'exécutif - le Conseil fédéral - est une coalition des principaux partis de droite et de gauche, de tels cycles politiques n'ont pu être décelés. Néanmoins, au niveau monétaire, la raison à cette immunité des décisions de la banque centrale suisse face aux comportements des politiciens est aussi à rechercher dans une cause différente de celle de la composition du pouvoir politique: l'indépendance très forte qui est laissée aux autorités monétaires (Jeitziner, 1996, 26). Ce statut constitue une solution pour éviter que les divers types de cycles induits par la sphère politique ne perturbent le cours normal de l'activité économique.

¹ Si le taux de chômage naturel sera le même, il n'en ira pas de même pour le taux d'inflation, qui restera plus élevé pour les partis de gauche que pour ceux de droite, ce qui rapproche les résultats du modèle d'Alesina de ceux de Hibbs (Berthold, Fehn, 1994, 172).

² Pour autant que les cycles soient normaux et que des éléments inattendus ne viennent pas les perturber.

1.3 *L'indépendance, parade au risque politique*

L'influence des comportements de la sphère gouvernementale sur l'activité de la banque centrale ne doit pas être exagérée, surtout en ce qui concerne les pays industrialisés, où de tels risques demeurent limités. Pourtant, il ne faut pas tomber dans l'excès inverse et sous-estimer ce type d'aléas. Si la politique monétaire n'est pas en mesure, à l'instar de mesures budgétaires ou fiscales, de toucher précisément des groupes d'intérêts particuliers, sa manipulation présente d'autres avantages pour le monde politique (Aubin, 1995, 450).

L'intérêt essentiel porté à la politique monétaire comme moyen de maximiser les objectifs des dirigeants s'explique par plusieurs raisons. La première réside justement dans le fait qu'il est plus facile pour le gouvernement de camoufler les effets redistributifs d'actions portées sur le front monétaire que cela ne l'est pour la politique fiscale, que les agents perçoivent plus directement et comprennent d'ordinaire mieux. En outre, un revirement dans des objectifs fiscaux préalablement annoncés constitue toujours un message délicat à transmettre au public, tandis que la voie indirecte qu'offre la banque centrale est à la fois moins périlleuse du point de vue de la réputation des autorités et plus délicate à saisir pour l'ensemble des individus. Un second mobile est à rechercher dans la rapidité de mise en œuvre. Une action sur le front monétaire est toujours plus facile à entreprendre que ce n'est le cas pour des mesures de type fiscal ou de politique économique au sens large. En comparaison, ces dernières ne sont valables qu'au terme d'un processus législatif d'ordinaire long et qui peut être hasardeux quant au résultat, tandis que les dispositions monétaires n'ont pas à se soumettre à de telles procédures et offrent simultanément certains instruments dont l'application ou le démantèlement seront ressentis rapidement (Cukierman, 1992, 342-343).

Dès lors, l'indépendance de la banque nationale - et c'est la logique même - a le mérite de la rendre moins sujette aux pressions politiques et lui permet d'avoir un comportement plus stable et prévisible, ce qui renforce le contexte économique¹. Ce dernier peut être, par conséquent, plus correctement anticipé par l'ensemble des agents que lorsqu'il est soumis à ces cycles politiques déstabilisateurs (De Haan, Sturm, 1997 (92), 361). Comme le résume une fameuse boutade: "It is the role of the central banker to take away the punch bowl, just when the party is getting going" (Capie et al., 1994, 60), soit de maintenir sans vue partisane le cap de la stabilité des prix, quels que soient les intérêts particuliers qui y trouveraient un terrain favorable.

Ainsi, et pour les raisons développées dans les sections précédentes, un certain degré d'autonomie est accordé légalement, marge de manœuvre qui doit se trouver retranscrite à deux niveaux complémentaires pour que l'indépendance existe, au moins partiellement.

1.3.1 *L'indépendance organique*

Cette notion englobe les rapports institutionnels qui unissent la banque centrale à la nation. Elle a trait aux conditions de nomination des dirigeants et d'exercice de leurs fonctions (Petit, 1992, 22). En effet, si les gouvernements sont élus démocratiquement, il n'en va pas

¹ En Nouvelle-Zélande, l'accession de la banque centrale à un statut indépendant fut même un argument électoral de taille lors des votations générales tenues en 1984. En effet, jusqu'alors, la politique monétaire était fortement tributaire du "political business cycle" et la situation économique s'en ressentait. Dès 1989, la nouvelle loi régissant la "Reserve Bank" mit un terme à ces manipulations (Dalziel, Lattimore, 1996, 42-44).

de même avec les membres de la direction de l'institut d'émission, dont la prise de fonctions dépend de la décision du pouvoir politique (Walsh, 1997 (95), 96-97). Des exceptions partielles ou/et rares existent, lorsque, par exemple, le gouverneur de la banque est choisi par les directeurs¹ qui le secondent, mais ces désignations portent en principe la marque de l'Etat dont la banque centrale dépend.

L'immixtion de la sphère politique dans la formation de l'organe exécutif de l'institut monétaire tient au fait que, dans la plupart des cas, les banques nationales appartiennent - entièrement ou en partie - à leurs Etats respectifs (cf. annexe no 1). Il faut cependant relever que ces nominations décidées par le gouvernement rendent les dirigeants des banques centrales plus attentifs aux attentes de ceux qui les ont mis en place et incitent, par conséquent, à une coordination plus active des différentes composantes de la politique économique nationale. La promotion des directions par les autorités du pays présente aussi l'avantage de leur conférer un rayonnement public et une efficacité plus larges.

Pour contrebalancer cette dépendance, la majorité des directoires monétaires sont appointés pour des périodes dépassant la durée des mandats des hommes politiques au pouvoir et sont donc moins sensibles aux échéances électorales et à l'identité du parti en place² (Capie et al., 1994, 55-58, 172; Petit, 1992, 26; Cukierman, 1992, 396-397; Cukierman et al., 1997 (93), 421-422).

L'indépendance organique est, en général, plutôt restreinte et porte, dans chacun des cas d'espèce, des marques bien distinctes, fonction des règles, de la culture étatique et de l'histoire des divers Etats (cf. annexe no 1). Par ailleurs, dans le cas d'un Etat fédéral, il n'est pas rare d'avoir une banque centrale plus indépendante, forme qui correspond mieux à la décentralisation voulue par une telle organisation de la nation. C'est notamment le cas en Allemagne, en Suisse ou aux Etats-Unis et est également celui de la Banque centrale européenne (BCE) (Charpin, Nguyen, 1993, 2).

Cette facette organique de l'autonomie des banques nationales n'est pas fondamentale pour déterminer si les décisions monétaires sont prises librement; néanmoins, elle donne une idée du cadre formel dans lequel agissent les banquiers centraux. Cependant, même en cas d'indépendance organique complète, cela ne constituerait qu'une coquille vide si l'organe monétaire ne pouvait tabler sur une certaine liberté de décision et d'action.

1.3.2 *L'indépendance opérationnelle*

Ce second aspect est fortement imprégné par deux éléments: la nature des buts assignés à la banque centrale et les moyens dont elle peut disposer pour les atteindre (cf. annexe no 2).

En ce qui concerne le premier élément, il faut souligner qu'aucune banque centrale ne dispose d'une complète autonomie de son but. Néanmoins, il est admis que plus les missions confiées à l'institut d'émission sont précises, plus ce dernier est considéré comme autonome par rapport au gouvernement. En effet, pour reprendre le contre-exemple de la gestion

¹ Dans ce travail, "gouverneur" et "directeur" sont employés à titre générique; ils désignent les plus hauts postes exécutifs au sein de la banque centrale. Leur appellation varie selon les pays.

² Cas extrême: dans certains pays, notamment en ce qui concerne des Etats en développement, les changements de gouverneur de la banque centrale sont tellement fréquents, qu'il devient impossible pour le gouvernement de manipuler la politique monétaire dans son seul intérêt. Par exemple, en Argentine, durant les années 1980, la durée moyenne de direction de la banque centrale était de dix mois (Cukierman et al., 1997 (93), 422). Evidemment, en retour, la stabilité et l'efficacité de la gestion monétaire étaient des plus aléatoires.

keynésienne de l'économie nationale, la diversité et la complexité des tâches que doivent servir les autorités monétaires dans un tel contexte, ainsi que la coopération obligée qu'elles entretiennent avec d'autres organismes publics ne leur laissent qu'un champ d'action limité dans lequel elles peuvent librement évoluer. En revanche, avec un mandat clairement défini au niveau statutaire - comme cela est le cas lors de la priorité donnée à la maîtrise de l'inflation - et pour autant que le choix des instruments utilisés et la façon de les gérer lui soient laissés, la banque centrale est considérée comme indépendante au niveau opérationnel.

Evidemment, plus l'indépendance est forte et plus la banque centrale doit assumer la responsabilité de ses actes, ainsi que présenter des résultats en retour. Plus question, en ce cas, d'utiliser le ministre responsable de la politique monétaire comme excuse à des contre-performances (Petit, 1992, 23; Goodhart, 1995 (94), 66).

Sous un angle général, aucun pays industrialisé n'accorde une indépendance entière à son institut d'émission ni ne l'en prive totalement. La Bundesbank¹ jouissait certainement de la plus large indépendance au niveau de son rôle, qui était strictement limité à la stabilité monétaire. En revanche, la banque centrale de Nouvelle-Zélande est chargée d'atteindre une cible de performance monétaire, déterminée après négociation entre le gouverneur de la banque et le ministre des Finances²; cette fixation complète de l'objectif la prive du même coup de toute indépendance de son but. Entre ces deux situations, qui peuvent être qualifiées d'extrêmes, se décline toute une palette de cas, où la finalité de l'action monétaire est nettement plus floue: par exemple, les missions déléguées à la Fed, requièrent simultanément de s'attacher à promouvoir le taux d'occupation maximum de la main-d'œuvre, la stabilité des prix et des taux d'intérêt à long terme qui soient modérés. Mais la banque centrale américaine, même si elle doit communiquer ses intentions au Congrès, conserve une certaine marge de manœuvre pour décider lequel de ces buts elle doit plus particulièrement viser (Petit, 1992, 23; Cukierman, 1992, 374, 402; Charpin, Nguyen, 1993, 1; Reserve Bank of New Zealand, 1997, 13; Fischer, 1995, 292; Lombra, 1993, 248-249, 286).

Cependant, il ne faut pas se limiter à la définition des missions attribuées à la banque centrale pour déterminer si elle est indépendante au niveau opérationnel. La liberté de choix des moyens à mettre en œuvre pour accomplir les tâches compose l'autre facette de l'autonomie de fonctionnement. De nombreuses banques centrales, dont les objectifs statutaires ne sont pas définis de façon univoque, jouissent d'un certain champ d'action pour gérer la politique monétaire. Mais, là aussi, des contraintes peuvent concerner certains des moyens à disposition; aucun pouvoir politique n'est prêt à laisser le domaine monétaire hors de tout contrôle (cf. annexe no 2). Même lorsqu'il est fait référence à des banques centrales dont l'indépendance réelle passe pour très élevée - Bundesbank³, Banque nationale suisse et Federal Reserve System en tête⁴ -, aucune ne peut se targuer de jouir d'une autonomie complète. La banque nationale demeure dans tous les cas une agence de l'Etat, au service

¹ Il est fait référence ici à la Bundesbank d'avant la phase III de l'UEM, en 1999 (cf. 3^{ème} partie).

² Cette gestion de la politique monétaire, décidée en 1989, est entrée en vigueur en février 1990. Jusqu'en 1997, il s'agissait d'atteindre un niveau déterminé de renchérissement. Dès 1997, l'indice utilisé pour fixer et mesurer les performances de gestion de la banque centrale a été complété par la prise en compte des taux d'intérêt et de variation du change. En ce qui concerne le seul taux d'inflation, pour la période s'étendant entre octobre 1997 et mars 2000, il doit se situer entre 0 et 3% (Charpin, Nguyen, 1993, 4; Reserve Bank of New Zealand, December 1997, 2, 13, 22, 37).

³ Il est fait référence ici à la Bundesbank d'avant la phase III de l'UEM, en 1999 (cf. 3^{ème} partie).

⁴ De nombreuses études empiriques ont relevé pour ces banques une indépendance au-dessus de la moyenne. Pour ne citer que quelques-unes des publications qui ont paru à ce sujet, il convient de mentionner Cukierman, 1992, de Haan and Sturm, 1997 (92), Eijffinger and Schaling, 1997 (93), Eijffinger and van Keulen, 1997 (95).

duquel elle est assignée. Elle ne peut donc être perçue comme totalement indépendante des autorités qui régissent sa sphère nationale d'activité; son indépendance s'exerce à l'intérieur du cadre étatique et non à l'égard de l'Etat (Aglietta, 1992, 38). Cela explique que l'indépendance, si elle est explicitement mentionnée, est plus souvent fixée dans la loi que dans la constitution; ce procédé offre au législateur un moyen de pression indirect, qui lui permettra de reprendre le contrôle en cas de crise ou de divergence au niveau des décisions (Thoris, 1997, 209). En fait, l'autonomie de la banque centrale à l'endroit du gouvernement est comparable aux relations avec le pouvoir judiciaire - censé être indépendant du pouvoir politique -, à savoir que "The judiciary can rule only on the basis of laws provided by the legislature, and it can be forced to rule differently only through a change in the law." (Eijffinger, 1997, xi).

Echaudés par les expériences des années 1970 et 1980, les gouvernements ont compris l'importance de la maîtrise de l'inflation et le besoin accru d'autonomie qui en découlait pour leurs banques centrales, ce d'autant que l'introduction des changes flexibles imposait plus d'initiative monétaire nationale (cf. 2^{ème} partie). D'ailleurs, un "décrochage" complet de la banque centrale ôterait toute possibilité de contrôle, afin de déterminer si elle s'acquitte correctement de sa fonction d'émettrice de la monnaie nationale, composante incontournable des économies de marché et des démocraties.

Par. 2 La monnaie, bien collectif

Si la politique monétaire constitue un segment spécial de la politique économique, c'est que, outre le besoin de la mettre hors de portée directe de l'influence des élus politiques, elle doit gérer la "production" d'un objet économique particulier: la monnaie.

En effet, la monnaie est économiquement à part: son utilité est indirecte et augmente à mesure qu'elle est employée, car l'acceptation d'une monnaie par chacun dépend de la conviction qu'elle va être acceptée par autrui. Il s'agit du seul bien économique qui a, à la fois, une valeur intrinsèque quasi nulle¹ et une valeur d'échange positive. En outre, elle est identifiable sans coût par tous les agents économiques.

Mais pour que la monnaie soit nantie de ces attributs caractéristiques, il faut qu'elle bénéficie de la confiance des agents économiques², basée sur la croyance dans la pérennité des économies marchandes, elles-mêmes fondées sur le paiement et sur le règlement des dettes. La monnaie est donc un contrat entre chaque agent et l'ensemble de la société, une sorte de langage commun économique, auquel tous recourent et qui les identifie tous comme membres d'une même communauté (Aglietta, 1992, 45; Aglietta, Deussy-Fournier, 1994, 80; Diatkine, 1992, 15).

Aussi spéciale soit elle, la monnaie peut cependant être appréhendée comme un bien collectif, car elle "...n'a pas d'utilité privée, mais une utilité directement sociale. Son utilisation est uniquement collective. C'est un bien indivisible. Sa consommation par un individu quelconque ne diminue pas la consommation des autres. [...] On peut donc considérer que la monnaie est une représentation du lien social, de la société. Elle est donc indissociable à son fonctionnement, en quelque sorte un "service public". On en déduit que

¹ Evidemment, dans le cas où l'on considère des monnaies de type fiduciaire.

² A cet égard, la "dollarisation" de certaines économies, qu'il s'agisse de pays en développement ou en transition - à l'instar de la Russie -, offre l'exemple inverse: le manque de confiance témoigné par les citoyens par rapport à leur monnaie nationale, dont le maintien de la valeur n'est pas garanti, leur fait préférer les devises étrangères.

la collectivité a une responsabilité particulière dans la gestion de la monnaie, ce qui implique une organisation originale des mécanismes et institutions monétaires..." (Diatkine, 1992, 15). Il s'agit même d'un bien sous tutelle, qui ne doit servir les intérêts propres ni des autorités ni de groupes déterminés¹, mais ceux du plus grand nombre. Par conséquent, la qualité de bien collectif justifie également que la banque centrale soit indépendante (Patat, 1992, 5; Goodman, 1992, 7). Cela constitue un argument moins conventionnel et plus rarement développé en faveur de l'autonomie dont doit disposer l'institut d'émission pour mener sa tâche à bien, qui mérite pourtant une attention certaine.

Le rôle tenu par la banque centrale comme garante du maintien de la valeur de la monnaie nationale est d'autant plus marqué que les unités de compte qui ont cours légal dans les pays industrialisés sont de type fiduciaire et ne sont plus définies ni garanties par une valeur tierce ou intrinsèque, comme c'était le cas lors de l'étalon-or. L'émission monétaire ne dépend plus que du jugement des hommes (Thoris, 1997, 187) et est confinée à un territoire national, dont elle devient un des signes distinctifs du point de vue économique et social. L'exigence de qualité des services rendus par la banque centrale est élevée, étant donné que l'organisation économique internationale qui prévaut actuellement dans les Etats les plus avancés permet la libre convertibilité de monnaies d'origines nationales différentes, qui pourraient supplanter la devise d'un pays et l'affaiblir économiquement, le vidant de sa substance et de sa marge de manœuvre monétaires. Or, c'est justement par le biais de la politique monétaire que la banque centrale parvient à sauvegarder la confiance du public. Dans ce contexte, l'appui des autorités politiques, qui représentent la collectivité, est de première importance, car elles garantissent en ultime recours la validité légale de la monnaie (Diatkine, 1992, 14, 119).

La majeure partie de la confiance accordée à la monnaie provient de la gestion par les autorités monétaires, qui doivent être aussi crédibles que possible. A cette fin, il faut à la fois qu'elles expriment clairement leurs intentions et qu'elles s'y tiennent (Patat, 1992, 9-10), afin que les agents concernés, en sachant que les caractéristiques de bien collectif de la monnaie seront respectées, puissent anticiper correctement le contexte monétaire, qui supportera le système d'économie de marché. Par conséquent, la crédibilité repose sur deux éléments indispensables. D'une part, il y a la continuité de la politique monétaire annoncée: la réputation de sérieux et d'indépendance d'une banque centrale se forge à long terme et en respectant les lignes de conduite annoncées, comme l'ont démontré les tenants de la nouvelle école classique². D'autre part, les messages transmis au public doivent être suffisamment clairs, afin qu'il n'y ait aucune méprise sur les objectifs visés et que les erreurs d'anticipations du contexte monétaire soient aussi limitées que possible: une société ouverte et démocratique ne manquerait pas de sanctionner les manquements par ses choix économiques. Assurer le maintien de la valeur de la monnaie, c'est vraiment défendre la cohésion sociale et cela implique que la monnaie soit confiée à une institution indépendante des pouvoirs publics, dans le sens où cette autonomie a été décrite dans le paragraphe précédent (Patat, 1992, 10; Villa, 1996, 1013; Lane et al., 1995, 20; Thoris, 1997, 208).

Des exemples montrent que cette relation qui unit les agents économiques à leur monnaie nationale dépasse le cadre purement théorique: la dévaluation surprise du rouble, que le Président Gorbatchev avait orchestré le 21 janvier 1992, avait été ressentie durement par la population, qui s'était trouvée lésée d'une bonne partie de son pouvoir d'achat. En retour,

¹ Par exemple, des groupements d'importateurs, d'exportateurs ou encore des associations de défense de propriétaires immobiliers.

² A ce propos, il convient de signaler l'article essentiel de Barro et Gordon, "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", in *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, 1983, 101-121.

l'impopularité du dirigeant russe s'était sensiblement accrue et lui avait barré le chemin d'une réélection (Perrot, 1997, 7; Tiraspolksky, 1992, 250-251). La mainmise du gouvernement sur l'institut d'émission avait rendu possible un tel événement. Autre cas actuel: dans un système de banques centrales pourtant indépendantes, comme celui qui prévaut au sein de l'Eurosystème, l'introduction complète - en 2002 - de l'euro suscite de nombreuses craintes chez les ressortissants des différents Etats membres, qui ne se reconnaissent pas dans ce substitut supranational de leurs devises respectives, dans lesquelles leur confiance est solidement implantée (Thoris, 1997, 190).

Néanmoins, malgré la charge symbolique dont elle est investie, la monnaie en tant que bien collectif n'est pas à la libre disposition des agents, puisqu'elle comporte un coût. En effet, la monnaie détenue telle quelle n'est pas rémunérée par un intérêt, tout en étant soumise à l'inflation (Théret, 1995, 77; Conjoncture-Paribas, 1995, 16). Cela constitue le prix à payer pour que le système monétaire national fonctionne. Tant qu'aucun changement sensible de valeur interne de la monnaie n'est à craindre, comme ce serait le cas lors d'une hyperinflation, la banque centrale remplit son rôle, celui d'assurer la liquidité du système et de prévenir ce dernier de doutes collectifs, qui pourraient survenir si la capacité ou la volonté des autorités de préserver les règles monétaires en vigueur étaient jugées comme incertaines par le public (Aglietta, 1994, 80).

Pour garantir cette liquidité optimale et contrebalancer le coût inhérent à la monnaie, la banque centrale doit collaborer avec les banques commerciales au sens large, qui organisent le système des paiements et permettent de réaliser concrètement ce bien collectif¹ (Aglietta, Deusy-Fournier, 1994, 73). Ce besoin réciproque entre les deux types de banques - d'émission et commerciales - explique par conséquent que des relations particulières les unissent.

Par. 3 Interactions au niveau national entre banque centrale et banques commerciales

A sa manière, le système des paiements constitue aussi un bien collectif, dans lequel les banques commerciales et établissements apparentés s'engagent à convertir les dépôts qui leur sont confiés en espèces liquides. Il convient donc également de mettre cette sphère hors de portée d'ingérences possibles, afin de lui garantir un fonctionnement optimal, au service de l'ensemble des agents économiques. En outre, il s'agit de limiter les coûts engendrés par d'éventuelles crises bancaires, qui se répercutent directement sur les économies nationales et sont finalement à la charge de l'ensemble des individus qui les composent (De Grauwe, 1999A, 33; Banque mondiale, 1997, 79).

Cette conception du circuit financier - sous l'angle d'un bien public - justifie à son tour que la banque centrale soit nantie d'une certaine marge d'autonomie face au gouvernement ou d'autres groupes de pression, car les autorités monétaires jouent un rôle important dans l'organisation et le bon déroulement des opérations financières² (Goodhart, 1995 (92A),

¹ Evidemment, les banques commerciales ne sont pas les seules à pouvoir organiser le système des paiements et combler certaines des lacunes qui échappent à la banque centrale. Dans ce contexte, des institutions telles que les postes ou certaines compagnies d'assurance contribuent aussi au bon fonctionnement monétaire. Mais, dans cette première partie, seules les banques commerciales sont prises en considération, car ce sont elles qui, en premier lieu, assurent ces fonctions, notamment par les relations particulières qu'elles entretiennent avec la banque centrale nationale dont elles dépendent.

² A ce propos, il convient de relever que, du point de vue historique, les banques centrales qui ont vu le jour durant le 19^{ème} ou au début du 20^{ème} siècles avaient été créées et institutionnalisées dans le but d'unifier le système des paiements

88; Aubin, 1995, 451). En effet, la politique suivie par la banque centrale peut être aussi performante que possible eu égard à la situation économique qui prévaut dans sa sphère d'influence, si le secteur bancaire n'est pas efficient, la gestion monétaire, via la circulation des liquidités, n'atteindra pas les objectifs désirés.

L'influence exercée par la banque centrale sur le domaine financier se traduit à deux niveaux complémentaires: l'éviction du risque systémique et la transmission de la politique monétaire par le canal tissé avec les banques commerciales.

3.1 *La garantie de la stabilité financière*

Ce rôle stabilisateur qu'endossent la plupart des banques centrales des pays industrialisés a la particularité de ramener leurs préoccupations du niveau habituellement macroéconomique, dans lequel s'inscrit la politique monétaire, à des considérations davantage micro-économiques. Pourtant, dans ce contexte, il n'y a aucune velléité commerciale de la part de l'institut d'émission: uniquement une tâche de surveillance et d'assistance¹ (Goodhart, 1995 (89B), 210). La logique qui s'inscrit derrière cette fonction est la suivante: les banques commerciales récoltent les dépôts, sur la base desquels vont reposer, par multiplication, les emprunts, augmentant par la même opération la masse monétaire en circulation (Friedman, 1959, 359; Banque nationale suisse, mars 1995, 70; Jaffré, 1996, 60-63, 77). Or, si l'un de ces établissements fait faillite ou, en cas d'illiquidité, doit réaliser ses actifs pour se renflouer, il perturbe du même coup l'évolution du stock de monnaie. Comme prix et salaires tardent à s'aligner, cela entraîne une influence négative sur l'output réel. Plus grave encore: cela comporte le danger d'une banqueroute impliquant par contagion d'autres établissements dans son sillage, vu les relations financières nouées entre eux, ce qui serait non seulement ressenti encore plus durement par la sphère réelle (Capie et al., 1994, 63-64), mais risquerait de paralyser le système des paiements, pierre angulaire des économies industrialisées. Il va dès lors de soi que, dans la conception propre à l'institut d'émission, la vitalité de la sphère financière correspond en fait à la stabilité économique générale. Cette branche à première vue micro-économique de la politique monétaire débouche par conséquent sur une préoccupation plus vaste, qui s'inscrit parfaitement dans le cadre des missions qui sont attribuées à la banque centrale.

Pour diminuer ces risques d'éclatement systémique, la plupart des banques centrales des pays avancés se sont vu confier deux missions: d'une part, celle de surveillante du système et, d'autre part, celle de prêteur ultime (cf. annexe no 3).

3.1.1 *La surveillance bancaire exercée par la banque centrale*

En règle générale, la banque centrale impose aux établissements commerciaux de détenir des réserves non rémunérées auprès d'elle. Le montant est déterminé en fonction des dépôts de la clientèle auprès des banques (Champ, Freeman, 1994, 120-121) et ces provisions servent en quelque sorte d'assurance publique obligatoire aux établissements financiers actifs dans la gestion de l'épargne à l'intérieur du pays (Diatkine, 1996, 55, 125).

et de garantir la sécurité du secteur bancaire, en proie alors à de fréquentes turbulences, qui dégénéraient souvent en véritables paniques (Capie, Goodhart, Schnadt, 1994, 64, 68, 80; Fischer, 1994, 262).

¹ Ce fut du reste à partir du moment où les banques nationales cessèrent de rechercher la maximisation du profit et abandonnèrent la compétition avec les établissements bancaires commerciaux que les banques centrales au sens moderne du terme apparurent et se développèrent (Goodhart, 1990, 9).

Mais, pour ne pas pénaliser les banques commerciales en les forçant à placer sans intérêt une partie de leurs avoirs auprès des autorités monétaires, ces comptes de réserve servent une autre fonction: le virement des paiements interbancaires, ce qui contribue ainsi à un fonctionnement sans à-coups du système financier national. De nombreux pays, à l'instar des Etats-Unis ou de la Suisse¹, ont choisi ce double rôle des réserves obligatoires: assurance pour les déposants et règlement des transactions entre les établissements contraints de déposer auprès de la banque centrale (Goodhart, 1990, 6; Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994, 19-20; Diatkine, 1996, 52-53).

Cependant, cette obligation des réserves n'implique pas nécessairement que l'institut d'émission soit responsable de la totalité des opérations de surveillance bancaire. Dans la plupart des pays industrialisés, la banque centrale détient les réserves des banques acceptant les dépôts, mais n'organise ni ne contrôle leurs activités à un niveau plus général. Ces tâches sont davantage du ressort de l'administration, à l'instar de ce que font, par exemple, les Ministères des Finances allemand² ou japonais ou encore la Commission fédérale des banques en Suisse, autorité spécialisée indépendante de l'administration fédérale (Thoris, 1997, 197-198; Banque nationale suisse, 1982, 253). La Grande-Bretagne, qui confiait simultanément les deux missions à la Banque d'Angleterre, l'a récemment déchargée de la supervision au sens large, étant donné que l'évolution du secteur financier et de ses intervenants était devenue de plus en plus éloignée des préoccupations primaires de l'institut d'émission (Bank of England, January 1998).

Pourtant, les prérogatives de la banque centrale en matière bancaire dépassent ce seul aspect de surveillance et peuvent atteindre une dimension supérieure: celle d'assurer la continuité du système des paiements en cas de crise sévère.

3.1.2 Le prêteur ultime

Toutes les banques centrales de pays industrialisés peuvent être appelées, si la situation l'impose, à endosser le rôle de prêteur ultime du système³ (cf. annexe no 3). Lorsque les montants nécessaires au maintien d'un établissement bancaire ne correspondent plus aux possibilités offertes sur le marché interbancaire et que sa position financière est caractérisée par une situation d'insolvabilité, c'est à la banque centrale qu'il est fait appel. En cas de crise, le statut "hors marché" de cette dernière - dont le but n'est pas en premier lieu axé sur le profit - et son caractère d'institution publique à la recherche de l'avantage collectif lui permettent d'intervenir à contre-courant des principes élémentaires de la banque commerciale. Dans un tel cas, la banque nationale ne cherche pas tant à renflouer un établissement particulier que le système dans son ensemble.

Cette fonction comporte pourtant un risque: celui de l'aléa moral, inhérent au principe d'assurance. En effet, il va de soi que le rôle de prêteur ultime sous-tend la confiance que les agents ont dans le système financier national; en cas de besoin, ils tablent sur son intervention. En retour, certains acteurs financiers pourraient abuser de ce devoir qui lui incombe et agir dès lors de manière moins prudente, convaincus qu'elle offrira le filet

¹ Dans le cas suisse, les réserves obligatoires ont cédé le pas, dès février 1977, aux comptes de virement, détenus par les banques commerciales auprès de la BNS. Ces comptes remplissent à la fois la fonction de réserves obligatoires non rémunérées et d'instrument de paiement sans numéraire, afin de régler les opérations financières qui ont lieu entre les banques (Banque nationale suisse, Rapport de gestion, 1994, 91, 1997, 78).

² L'édification du SEBC et de l'Eurosystème n'ont pas modifié cette fonction ni dans le cas de l'Allemagne ni dans celui des autres nations IN (cf. 3^{ème} partie).

³ "Lender of last resort" pour l'expression anglaise.

nécessaire ou que leur importance relative sur la place nationale les prémunit de la faillite, leur taille les rendant incontournables¹ (Goodhart, 1990, 7; Thoris, 1997, 206-207, 204). Mais la surveillance sur leur fonctionnement, exercée par le biais des réserves obligatoires et des statistiques à fournir régulièrement à la banque centrale (cf. annexe no 3), réduit considérablement ce genre de désagréments. L'institut d'émission se fait une idée assez claire de la situation de chaque établissement, des risques entraînés par sa dissolution et, plus généralement, du système national dans son ensemble. Par exemple, si, en 1890, la Banque d'Angleterre est intervenue sans tergiversation pour régler les problèmes de solvabilité de la Banque Barings², elle ne répéta pas son intervention en 1995, jugeant que le risque systémique entraîné par sa disparition était trop faible (Capie et al., 1994, 129; Banque des règlements internationaux, 1997, 162).

Par ricochet, la transmission de la politique monétaire aux banques via certains canaux permet à ces dernières de se faire une conception claire des conditions macroéconomiques et d'y réagir en conséquence.

3.2 Mécanismes de transmission

Deux canaux principaux de diffusion transmettent aux banques une partie des impulsions monétaires: le niveau de réserves obligatoires et le taux d'escompte. Quant aux opérations d'open market, qui sont devenues l'actuel canal de prédilection de la politique monétaire, elles ne sont pas prises en considération dans cet alinéa. En effet, ce dernier est consacré aux mécanismes de transmission affectant les seules banques commerciales et non pas l'ensemble des intervenants sur les marchés financiers. Les aspects liés à l'open market seront traités dans la partie suivante.

3.2.1 Masse monétaire et réserves obligatoires

Mis à part la fonction de virement et de garantie des dépôts détenus par les banques commerciales qui a été décrite ci-dessus, les réserves obligatoires exercent une influence directe sur le cours de la politique monétaire. En effet, la banque centrale détermine le pourcentage en fonction duquel les institutions bancaires doivent déposer une partie de leurs avoirs auprès d'elle. Si elle décide d'augmenter cette proportion obligatoire, il s'ensuivra une contraction de la liquidité bancaire et donc un ralentissement de l'activité économique, qui se traduira par une hausse des taux pratiqués par les banques à l'égard de leur clientèle. A contrario, une diminution des réserves conduira à une expansion de la liquidité bancaire et donc à un assouplissement des conditions pratiquées par les banques sur le marché (Diatkine, 1996, 55). Cet indicateur de la proportion de réserves à constituer permet par conséquent aux intervenants sur le marché financier de s'adapter aux conditions générales dictées par les autorités monétaires.

Outre ce premier instrument d'orientation du contexte monétaire, les banques sont attentives à un deuxième élément révélateur de la situation économique.

¹ C'est le fameux syndrome du "too big to fail", bien connu aux Etats-Unis et également patent dans la plupart des pays industrialisés (Goodhart, 1995 (92B), 233).

² Cet épisode de sauvetage valut du reste à la Banque d'Angleterre la reconnaissance de son "statut" de prêteur ultime (Eichengreen, 1996, 36).

3.2.2 Le taux d'escompte

Le taux d'escompte est celui auquel la banque centrale accepte de prêter, le plus souvent à court terme, aux établissements commerciaux en cas de besoin de liquidités. Mais il n'y a avance de la monnaie de banque centrale qu'en échange d'une contrepartie, qui se présente sous la forme d'une créance, soit généralement un bon émis par le gouvernement national ou un autre titre dont l'émetteur jouit d'une solvabilité comparable. La fixation du coût de ce type d'emprunt dépend, en cas d'indépendance des autorités monétaires, de leur unique décision, formulée eu égard aux conditions économiques et aux objectifs établis par la politique monétaire. Hormis d'éventuelles contraintes d'accessibilité, la banque centrale peut décider d'être en dessus ou en dessous du taux du marché, resserrant, respectivement relâchant le contexte monétaire (Champ, Freeman, 1994, 132; Jaffré, 1996, 75, 78, 110). Si l'escompte est pratiqué dans la plupart des pays industrialisés, chacun a ses préférences et modes de fonctionnement particuliers en la matière. En Suisse, par exemple, l'escompte, qui n'avait plus été utilisé activement depuis 1993, fut totalement abandonné en 2000. Bien qu'inusité durant ces sept années, son niveau avait néanmoins conservé un rôle de signal à l'attention des marchés. Cependant, il n'offrait plus une lisibilité suffisante pour les agents économiques et la BNS a préféré finalement lui substituer trois éléments de navigation basés sur l'évolution – réelle et souhaitée – du Libor à trois mois. Ce taux de rémunération est en effet nettement plus en prise avec la réalité monétaire qu'un taux d'escompte devenu un indicateur théorique¹. En Suisse toujours se pratique aussi le crédit lombard, qui est un instrument appliqué en cas d'urgence et comporte un coût de pénalisation; il indique en général la borne plafond du marché monétaire (Banque nationale suisse, Bulletin trimestriel, décembre 1999, 11-13; Diatkine, 1996, 126).

La politique monétaire ne serait donc pas réalisable, si elle ne tenait pas compte de la sphère bancaire et du système des paiements. Dans ce contexte également, l'indépendance des autorités monétaires est de première importance.

3.3 Indépendance de la banque centrale et fonctionnement du système des paiements

Pour accomplir la part qui lui revient de l'organisation du système des paiements, une banque centrale indépendante fonctionnera sans doute mieux qu'une institution assujettie au pouvoir politique.

En premier lieu, et comme cela a été analysé précédemment, indépendance et stabilité des prix vont souvent de pair: or, une inflation réduite permet aussi d'atteindre une meilleure allocation des ressources et donc une activité efficace du système bancaire et des paiements (Banque des règlements internationaux, 1997, 169). Il a du reste été démontré que les pays dont les marchés financiers sont larges et où l'intermédiation financière est compétitive sont dotés d'une banque centrale plus autonome que cela n'est le cas d'économies caractérisées par une sphère financière étroite (Cukierman, 1992, 449-450).

Deuxièmement, au niveau de la surveillance du système bancaire et financier, les autorités monétaires agiront avec plus de prudence et d'équité, si elles sont autonomes par rapport aux autorités politiques. En effet, dans les espaces économiques où l'Etat est davantage

¹ La deuxième partie analysera plus en détail les conséquences de l'emploi de cet indicateur de marché pour la politique monétaire et l'indépendance des banques centrales.

interventionniste, les règles qui assurent la concurrence sont en général moins efficaces. Par conséquent, la sphère bancaire ne fonctionne pas selon le contexte du marché, mais bénéficie d'appuis particuliers, contraires à l'interaction efficace entre offre et demande. En outre, l'autonomie permet à la banque centrale de renseigner l'ensemble des agents de façon univoque et transparente. Du favoritisme à l'égard de l'un ou l'autre établissement troublerait la transmission de la politique monétaire au lieu de la diffuser au mieux.

Parallèlement à la pertinence de l'indépendance face aux autorités politiques, il faut être attentif à ce que le statut hors marché de la banque centrale ne lui permette justement pas d'agir en faveur de l'un ou l'autre établissement ou de groupes déterminés. Les instituts monétaires doivent par conséquent être également autonomes par rapport au marché bancaire national. Cela semble garanti par le fait que les gouvernements, s'ils ont accordé une indépendance accrue, ne l'ont pas fait dans le but de laisser la porte ouverte à des pressions d'obédience privée et se sont réservé une marge de manœuvre leur permettant de reprendre le contrôle de l'émission monétaire si ce type de problèmes, parmi d'autres, devait survenir.

Comme cela a été présenté au cours de ces deux premiers chapitres, les avantages économiques liés au statut autonome des banques centrales sont nombreux. Cependant, dans la majorité des cas, l'indépendance est encore un état récent, qui n'est pas acquis définitivement, ou, s'il est établi de plus longue date, il n'échappe pas à certaines remises en question.

Chapitre 3 La validité actuelle de l'indépendance interne de la banque centrale

Au cours de la dernière décennie, plusieurs banques centrales de pays industrialisés se sont vu octroyer davantage d'autonomie (cf. tableau 2), certaines parmi elles pouvant se qualifier d'instituts indépendants par rapport à leurs gouvernements respectifs, au sens des critères organiques et opérationnels retenus dans le chapitre précédent.

Tableau 2 Exemples d'accroissement de l'indépendance de banques centrales de pays industrialisés durant les dix dernières années

Banque centrale	Année
Reserve Bank of New Zealand [†]	1989
Bank of England	1992-98
Banca d'Italia*	1992-93
Banque de Belgique*	1993
De Nederlandsche Bank*	1993
Banque de France*	1993
Deutsche Bundesbank*	1994
Banco de Espana*	1994
Banco de Portugal*	1995-98
Bank of Japan	1997
Banque de Grèce*	1998
Sveriges Riksbank	1998

[†] 1989 correspond à l'entrée en vigueur de la nouvelle législation régissant la Reserve Bank of New Zealand et qui a doté cette banque centrale d'une large indépendance face au gouvernement (cf. annexes 1, 2 et 3).

* banques centrales indépendantes au sens des conditions nécessaires pour participer à l'UEM et au lancement de l'euro; la Deutsche Bundesbank, qui passait comme très indépendante dès sa création, en 1957, a encore accru sa marge de manœuvre à l'égard du gouvernement, notamment en abolissant les avances en compte courant qu'elle lui accordait (Banque des règlements internationaux, 1997, 166).

Sources

Reserve Bank of New Zealand, www.rbnz.govt.nz/pamphlet, 1998; Banque de France, www.banque-france.fr, 1998; Banco de Portugal, www.bportugal.pt, 1998; Banco de Espana, www.bde.es, 1998; Banque des règlements internationaux, 1997, 166; Commission européenne, Compendium de la législation communautaire organisation du SEBC, europa.eu.int/euro, 1998; Bank of Greece, www.bankofgreece.gr; Bank of England, www.bankofengland.co.uk/, 1998, 2, 1999, 4; Sveriges Riksbank, www.riksbank.com/, January 2001

A la lumière du tableau précédent, force est de constater que la question de l'indépendance des instituts d'émission dépasse le seul cadre de l'analyse théorique et a une portée pratique, toujours en prise avec l'actualité. Evidemment, il faut relever que sur les douze banques centrales prises en compte dans cet exemple, huit participent - avec quatre autres nations¹ - au lancement de l'euro, dont la première phase d'introduction a débuté en janvier 1999. Or, pour être éligible et prendre part à la création de la nouvelle monnaie européenne, il fallait, entre autres conditions à remplir, que l'institut d'émission national soit indépendant du pouvoir politique. Néanmoins, outre l'homogénéité institutionnelle voulue entre les nations européennes participantes, il faut souligner l'unanimité dont est empreinte la notion d'indépendance de la banque centrale.

La conception de l'autonomie a évolué. Elle a survécu au courant monétariste qui l'avait popularisée, pour devenir une composante stable du mode de fonctionnement des économies, industrialisées en tout cas. En effet, le contexte économique qui prévaut, à la fin des années 1990, n'est plus semblable à celui qui avait cours au début de la décennie précédente, période de large diffusion des théories monétaristes (Goodhart, 1995 (89A), 102-108) et durant laquelle plusieurs instituts d'émission s'étaient vu octroyer plus d'autonomie ou être confirmés dans leur statut indépendant.

Dans ce cadre rénové, il s'agit de voir comment l'indépendance est considérée en dehors des instituts d'émission et de quelle façon les banquiers centraux ont su adapter leur statut, tant du point de vue des grandes tendances conjoncturelles auxquelles ils sont confrontés que du point de vue des possibilités d'action qui s'offrent actuellement pour les banques centrales.

Par. I^{er} Un nouveau trade-off: faible inflation versus croissance ?

Suite à l'effondrement du système de changes de Bretton Woods et jusque vers la fin des années 1980, un certain consensus prévalait au niveau de la politique suivie par les banques centrales, ainsi qu'à celui de la manière de procéder: assurer la stabilité des prix, sans dévier de la règle fixée à moyen terme de croissance de la masse monétaire. Or, après le krach boursier de 1987, qui avait avivé des pressions inflationnistes², les responsables de la politique monétaire resserrèrent les rênes en élevant les taux (cf. graphique 4), dans le but de dégonfler la bulle spéculative, manifeste aussi bien sur les marchés boursier qu'immobilier (Patat, Bozzi, 1993, 52-53).

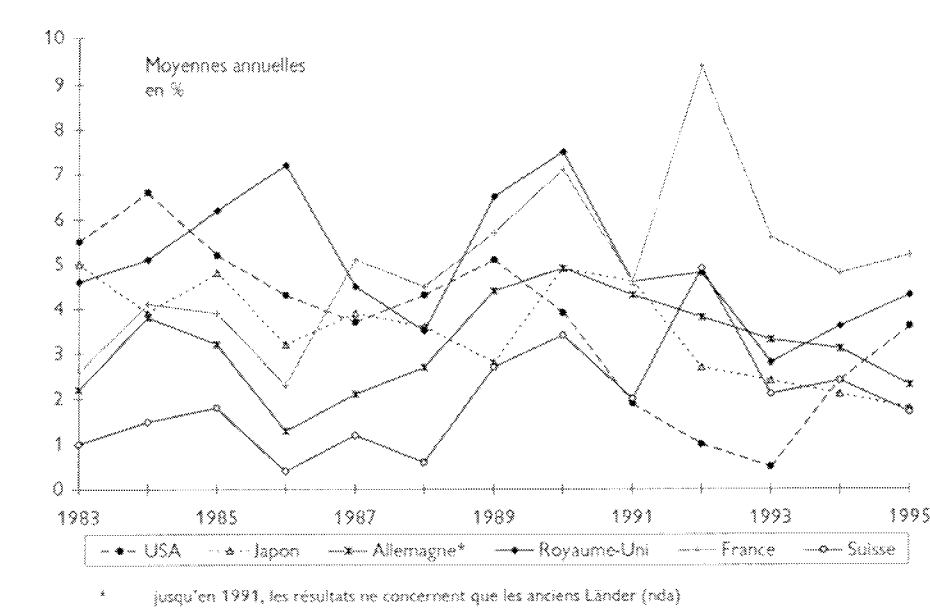
A cette poussée inflationniste succéda un retournement conjoncturel, que ce soit dans les pays qui choisirent de mener une politique de stimulation active de leur économie ou dans ceux qui prirent avec encore plus de sérieux leur mission de gardien de la stabilité des prix (cf. graphique 5). Ce ralentissement de la croissance économique, quand il ne s'est pas agi de récession, entraîna une augmentation du taux de chômage, qui atteignit des niveaux sans précédent, qu'il devint difficile d'atténuer (cf. graphique 6). Dès lors, il n'y avait qu'un pas à franchir pour certains milieux de l'opinion publique, qui considéraient la situation de

¹ Les pays européens en question sont: l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, le Portugal, la Finlande, la Belgique, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Irlande et l'Autriche (European Union, 2nd May 1998). La Grèce les a rejoints à partir du 1^{er} janvier 2001 (cf. 3^{ème} partie).

² En effet, au moment du krach boursier, plusieurs banques centrales décidèrent d'ouvrir les vannes monétaires afin d'éviter un subit assèchement du marché financier et, dans certains cas, d'empêcher que la valeur extérieure de leur monnaie ne s'apprécie trop. Cela fut notamment le cas de la Banque nationale suisse, qui voulait aussi éviter que les difficultés rencontrées sur les marchés financiers ne poussent le franc à trop s'apprécier en jouant les valeurs refuge, ce qui aurait par ailleurs pénalisé les secteurs d'exportation (Lusser, 1992, 66; Fasel, 1996, 6).

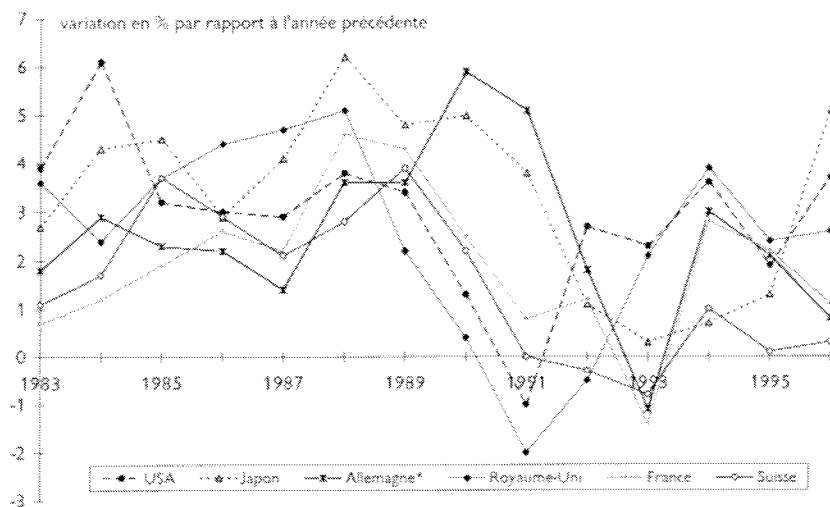
l'emploi comme en partie occasionnée par les lignes autonomes de conduite de nombreuses banques centrales. L'indépendance de ces dernières leur aurait permis de continuer à s'attacher à leurs principes de lutte contre l'inflation, au mépris du cadre économique général.

Graphique 4 Variation des taux d'intérêt réels à court terme de six pays industrialisés, entre 1983 et 1995



Sources OCDE, Statistiques rétrospectives, 1960-1990, 103 et Statistiques rétrospectives, 1960-1995, 107, Paris, 1992 et 1997

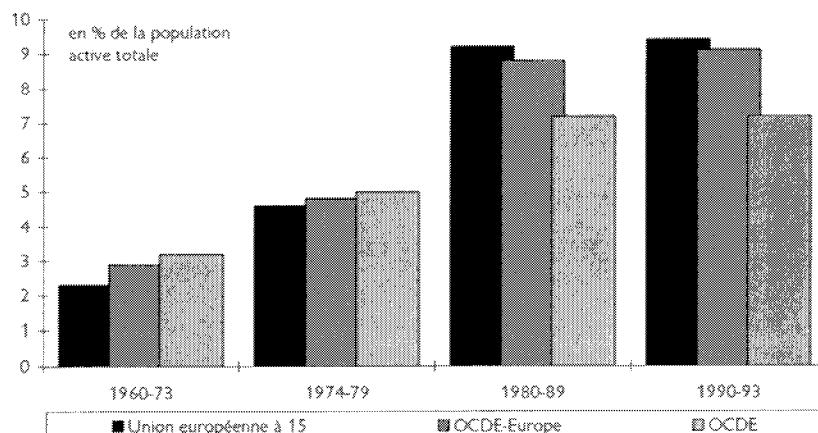
Graphique 5 Evolution du PIB de six économies industrialisées, en termes réels, entre 1983 et 1995



* jusqu'en 1991, les résultats ne concernent que les anciens Länder

Sources Banque nationale suisse, Bulletin mensuel, janvier 1996, 131 et mars 1997, 131

Graphique 6 Développement du taux de chômage de la population active, selon différents groupes de pays membres de l'OCDE, 1960-1993



N.B. bien que, pour les périodes considérées, l'Union européenne ne comprenait pas encore quinze participants, la projection est intéressante, étant donné que plusieurs pays membres avaient déjà accordé passablement d'indépendance à leurs banques centrales, notamment lors du dernier intervalle.

Source OCDE, Statistiques rétrospectives, 1960-1993, Paris, 1995, 45

1.1 L'indépendance et son influence sur la croissance

Si la corrélation entre le niveau d'indépendance de la banque centrale et les performances sur le front de la stabilité des prix était nette et bien connue¹ et avait constitué le motif essentiel pour accorder plus d'autonomie aux instituts d'émission, les études qui mettaient en relation l'indépendance attachée à la lutte contre l'inflation et ses conséquences sur l'activité économique étaient encore inédites².

D'une part, le fait de s'interroger sur cette causalité constituait une certaine remise en question des préceptes monétaristes qui étaient à la base des politiques monétaires, courant théorique qui avait été complété et renforcé par l'apport des nouveaux classiques (Diatkine, 1995, 145). En effet, si le rôle de ces politiques devait être de soutenir l'activité économique en lui offrant un environnement porteur et prévisible sur le plan de la stabilité des prix, les banques centrales étaient à l'époque censées s'abstenir de mener des politiques conjoncturelles actives, ces dernières étant l'apanage des canaux fiscaux et budgétaires d'intervention³. D'autre part, il y avait une prise de conscience, portant sur le changement profond qui avait touché le contexte économique. L'influence exercée par l'évolution de la sphère financière sur la sphère réelle était sensible et le rôle d'intermédiaire que jouaient les banques centrales entre ces deux univers prenait plus d'importance. Evidemment, les turbulences de 1987 ne constituaient pas la première crise financière qui ébranlait de la sorte les économies nationales - le crash d'octobre 1929 ayant eu un retentissement mondial bien plus fort⁴ -, néanmoins cela constituait le premier événement de ce type durant la période monétariste en changes flexibles⁵. Mais cette interférence sensible de la finance dans le domaine monétaire et son ascendant sur la marge de manœuvre des banques nationales seront traités spécialement dans la deuxième partie de cette thèse, les paragraphes suivants mettant principalement l'accent sur le lien indépendance - croissance.

Les analyses conduites sur l'existence du lien entre autonomie et les coûts consécutifs supportés par l'output⁶ furent menées sur des périodes souvent plus vastes que celles ayant pour cadre les seuls monétarisme et changes flexibles. Pour les auteurs concernés, il importait avant tout de s'attacher au statut institutionnel des banques d'émission, en acceptant de facto que leur indépendance face au gouvernement les rende plus réfractaires à l'inflation, et de voir jusqu'où cette préférence - quasi liée à leur état - se concrétisait au détriment de la croissance.

Parmi ces analyses, une minorité parvint à présenter l'existence d'un trade-off entre inflation et croissance, engendré par ce statut particulier et propre à de nombreuses banques d'émission de pays industrialisés. Bien que certaines aient été menées sur des échantillons discutables, car peu représentatifs ou prenant en compte des variables explicatives trop corrélées les unes aux autres, il convient de présenter leurs principales conclusions. Une

¹ A ce sujet, il faut citer - entre autres - des auteurs comme Grilli, Masciandaro et Tabellini (1991) ou encore Alesina et Summers (1993).

² Cette problématique diffère de celle qui a trait à l'analyse du trade-off entre inflation et chômage, puisqu'elle ne s'interroge pas sur la possibilité d'arbitrer entre inflation et chômage, mais sur l'influence du statut des banques centrales sur le niveau de l'output.

³ Voir le chapitre 1^{er}, 1^{ère} partie de ce travail.

⁴ Du reste, la véritable panique qui s'ensuivit peut être mise en grande partie sur le compte de la Federal Reserve américaine, qui fit alors preuve d'une passivité déconcertante face à l'ampleur des désordres financiers, alors que les banques centrales d'autres pays industrialisés abandonnèrent trop tardivement le système d'étalon-or pour limiter les dégâts (Krugman, 1998).

⁵ Dans ce contexte, la crise de la dette de 1982 fut plus une crise bancaire que financière, et son influence sur le renchérissement fut différente.

⁶ Cette perte de croissance spécifique est appelée "sacrifice ratio" dans la terminologie anglaise.

étude comparative menée sur les performances économiques américaines et allemandes, pour la période allant de 1960 à 1993, mit en évidence que, à croissance moyenne similaire sur l'intervalle pris en compte, la Bundesbank - plus sensible à l'inflation que la Federal Reserve - était disposée à accepter une variance plus marquée de l'output au profit d'une inflation plus stable et moins élevée. Néanmoins, des études postérieures ont fait apparaître qu'en matière de "sacrifice ratio", la banque centrale allemande pouvait être qualifiée d'exceptionnellement tolérante¹ (Fischer, Zurlinden, 1997, 325, 328-332, 335; Fischer, 1994, 299-301). Sur une durée d'observation similaire, Adam Posen (1997 (93), 506-507) évoque également des retours conjoncturels plus nets pour les économies dont les banques centrales sont plus indépendantes que la moyenne et lorsqu'elles ont décidé de mener une politique anti-inflationniste restrictive.

Cependant, la grande majorité des économistes à s'être penchés plus récemment sur le problème - prenant en considération une gamme étendue d'instituts d'émission nationaux, représentatifs des divers degrés d'autonomie accordée - ne soulèvent aucune corrélation significative entre un haut degré d'indépendance et un éventuel "sacrifice ratio". Le fait que l'autonomie engendre des taux d'inflation plus faibles en général ne provoque aucun coût économique, particulièrement au détriment de la croissance (de Haan, Sturm, (92), 1997, 365). En revanche, cette relation est différente pour les pays en développement, pour lesquels l'autonomie de la banque centrale permet d'asseoir une politique monétaire stable, au bénéfice de l'activité économique en général. Il existe aussi une preuve a contrario de cette interdépendance: une indépendance faible ralentit la croissance dans tous les cas (pays avancés ou non), son influence négative sur le front de l'inflation - et, par extension, une allocation inefficace des ressources - expliquant ces résultats (Cukierman et al., (93) 1997, 433, 457; Cukierman, (93) 1997, 298). Les résultats obtenus par ces auteurs ne révélèrent donc aucune influence majeure de l'indépendance sur les performances macroéconomiques, renforçant simultanément le postulat de neutralité de la monnaie (Alesina, Summers, 1993, 154, 159).

Si l'aversion des banques centrales indépendantes pour l'inflation est une relation solidement établie et l'influence de ce statut particulier sur la croissance ne donne pour l'heure plus lieu à controverse, la discussion sur les préférences des banques centrales pour un renchérissement (trop) faible alimente de nouveaux débats.

1.2 La fin de l'inflation ?

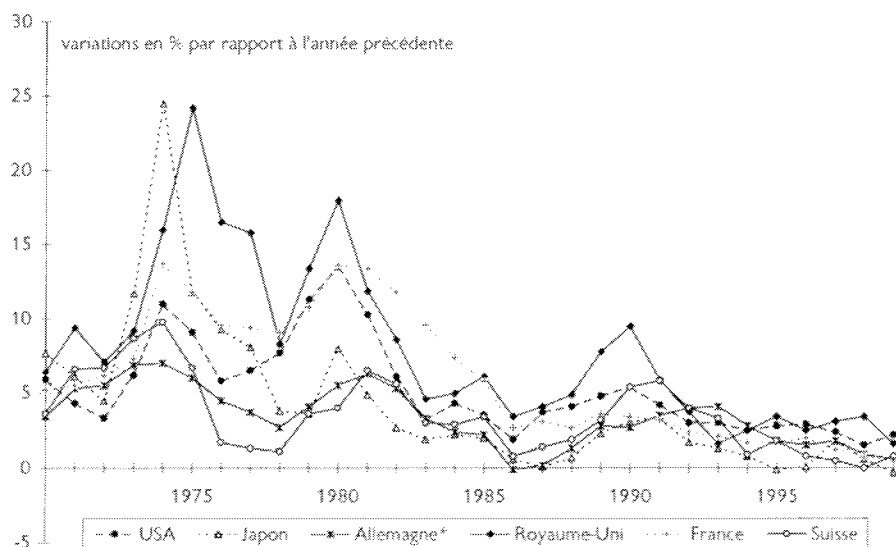
Les politiques monétaires orientées sur la lutte contre l'inflation et menées dans de nombreux pays dotés de banques centrales jouissant d'une bonne marge d'indépendance ont atteint les objectifs escomptés: une maîtrise satisfaisante et durable du niveau interne des prix.

Comme le met en évidence le graphique 7, les politiques de désinflation qui suivirent les périodes de renchérissement conséquentes aux chocs pétroliers des années 1970 ou aux événements financiers d'octobre 1987 furent couronnées de succès, puisque le niveau des prix des différents pays pris en considération atteignirent des taux nettement abaissés par rapport à ceux des décennies soixante-dix et quatre-vingt et se stabilisèrent - ou continuèrent à baisser légèrement dans certains cas - au cours des années 1990.

¹ Cette aversion très forte de la Bundesbank pour l'inflation est à rechercher dans l'histoire monétaire allemande d'avant-guerre.

Cette situation durable sur le front du renchérissement, qu'accompagne souvent une croissance économique hésitante dans la plupart des nations industrialisées, fit dire à des économistes éminents - tel Lester Thurow ou Alan Greenspan, président de la Federal Reserve, - que l'inflation n'était plus un danger et que les banques centrales des pays en question devaient relâcher leur contrainte sur le front des taux d'intérêt à court terme, ce qui permettrait une reprise non-inflationniste et surtout d'éviter une déflation (The Economist, September 28th 1996, 39; Heuser, Schumacher, 1998, 40).

Graphique 7 Evolution annuelle des prix à la consommation, différents pays, 1970-1999



* jusqu'en 1991, les résultats ne concernent que les anciens Länder; du reste, sur la première moitié de la décennie 1990, l'Allemagne est le seul pays pris en considération à connaître une nouvelle hausse de son inflation, le renchérissement ayant été occasionné par l'unification politique et surtout monétaire avec son voisin, la DDR.

Sources OCDE, Statistiques rétrospectives, 1960-1980, Paris, 1982, 77; Statistiques rétrospectives, 1960-1993, Paris, 1995, 91; Banque nationale suisse, Bulletin mensuel, juin 1998, no 6, 127, février 2001, no 2, 133

Les arguments entendus à l'encontre du comportement trop conservateur des instituts d'émission se basent sur l'existence de conditions structurelles globalisées différentes de celles du passé. Selon ce courant, les économies nationales peuvent être en croissance sans courir le risque de tensions inflationnistes, situation rendue possible grâce à une meilleure diffusion de l'information et à l'ouverture croissante au commerce international. Trois facteurs essentiels se détacheraient: premièrement, le prix de nombreux biens de haute technologie enregistrent des baisses constantes; deuxièmement, la structure du marché de l'emploi fait hésiter les travailleurs, lorsqu'il s'agit de demander des augmentations de salaire; enfin, la compétition internationale accrue pousse les firmes à maintenir leurs prix à un niveau bas. D'après les partisans de cette conception, la combinaison de ces motifs garantirait une croissance soutenue sans risque d'inflation trop élevée (The Economist, September 28th 1996, 39, February 21st 1998, 85).

Pourtant, cette vision de l'économie mérite d'être nuancée. Car s'il est vrai que l'environnement économique général a changé, le danger d'un retour des pressions inflationnistes et des perturbations qu'elles impliquent ne peut être pareillement minimisé. En effet, les adeptes de cette nouvelle voie exagèrent certains des effets provoqués par la globalisation de l'économie. Notamment, ils accordent trop de poids aux importations en provenance des pays à faibles revenus, qui, en part absolue et relative, ne sont pas plus importantes que dans les années 1980. De plus, en cas d'offre saturée dans les pays industrialisés - aussi bien sur le marché des biens que sur celui des facteurs - les pays en développement, bien que meilleur marché et offrant une main-d'œuvre abondante et à bas salaires, ne pourront sans doute pas se substituer aux besoins des économies avancées (The Economist, September 28th 1996, 39-40). A la décharge des tenants de cette vision des choses, il faut souligner que les craintes émises ont pour origine davantage les Etats-Unis que d'autres pays: d'une part, le dollar s'est nettement apprécié depuis 1995 - année où la devise américaine avait au préalable sensiblement fléchi - et, d'autre part, l'économie américaine est bien plus engagée commercialement au Japon et en Asie du Sud-Est que ne le sont d'autres nations industrialisées (Ramsès, 1996, 314-315). La chute des prix des actifs qui a touché cette région dès la mi-1997 a des conséquences directes sur les performances américaines liées aux échanges extérieurs, dépendantes en partie de l'évolution économique de cette zone (Krugman, 1998; Heuser, Schumacher, 1998, 41). En outre, il faut se rappeler que constitutionnellement la banque centrale américaine est moins indépendante que certaines de ses homologues et est censée atteindre des objectifs plus vastes que la seule stabilité sur le front du renchérissement (cf. annexe no 2).

Néanmoins, les conditions intrinsèques ne doivent pas être sous-estimées. Pour ne prendre en considération que les pays qui passent pour être les plus menacés par la déflation - principalement les Etats-Unis et la Grande-Bretagne - il faut relever que les indicateurs internes ne renvoient pas cette impression: les deux économies présentent un marché de l'emploi étroit, une masse monétaire M3 en expansion grâce à des taux d'intérêt maintenus à un niveau bas ou réajustés à la baisse périodiquement et des prix des actifs financiers en augmentation, phénomène notamment visible sur le plan de l'immobilier et du point de vue des grandes fusions récemment conclues (The Economist, February 21st 1998, 85, July 25th 1998A, 47) et rendues en partie possibles par le financement attractif actuellement disponible. En tenant compte de ces aspects, il est difficile d'abonder dans le sens d'un retour de la déflation: les banques centrales sont attentives à cette éventualité et déploient plus d'énergie qu'il n'y paraît au premier abord pour éviter une telle situation. Mais les interrelations financières qui unissent les économies nationales entre elles sont à même de bouleverser considérablement la donne économique; la partie suivante présentera les pressions qu'elles provoquent et leur influence sur les politiques menées par les instituts d'émission.

Reste que le contexte actuel est délicat et que les banques nationales sont confrontées à des situations qui dépassent leurs seules préoccupations de stabilité des prix, ce qui est de nature à mettre en question la validité du statut de celles qui sont indépendantes.

Par. 2 Autonomie et policy-mix

Le contexte de base décrit dans le paragraphe précédent - croissance faible ou négative, persistance de taux de chômage élevés et inflation au plus bas - , n'a pas seulement provoqué des vagues d'opposition ou d'interrogation ayant pour objet le comportement des banques centrales indépendantes durant cette période: dans les années 1990, l'environnement conjoncturel a influencé profondément la conduite des politiques

monétaires, qui durent dès lors composer avec leur aversion déclarée pour l'inflation et les politiques de relance souhaitées par des autorités gouvernementales confrontées à des contraintes budgétaires délicates. Bien que cet assemblage ait connu des différences sensibles d'application entre les pays, il faut reconnaître qu'il a provoqué - sous une forme inédite - la résurgence des pratiques de *policy-mix*, procédé pourtant banni au cours des deux décennies précédentes, alors sous forte influence monétariste (Patat, Bozzi, 1993, 51-53).

2.1 Le *policy-mix* des années 1990

Si le contexte économique a changé au cours de cette décennie, il n'est pas seul responsable de la recrudescence de la gestion combinée des politiques budgétaire et monétaire. En effet, il va de soi que ces deux composantes élémentaires d'une bonne gestion de l'économie nationale ne peuvent être déconnectées totalement l'une de l'autre, tant leurs effets respectifs s'interpénètrent. En revanche, la conception actuelle de cette pratique coordonnée n'a plus grand-chose à voir avec sa formulation de base.

2.1.1 La définition historique du *policy-mix*

A l'origine, la problématique du *policy-mix* était "...définie comme l'articulation optimale entre politique monétaire et politique budgétaire, [...] comme un problème d'affectation optimale des instruments aux objectifs, à partir de l'article fondateur de Mundell (1962), qui, en lien avec le principal fait saillant de l'époque, à savoir l'ouverture des économies et la mobilité des capitaux, préconise l'affectation de la politique monétaire à l'équilibre externe et l'affectation de la politique budgétaire à l'équilibre interne." (Desquillbet, Villieu, 1998, 31-32). A ce moment, les économies industrialisées se trouvaient en changes fixes et les pratiques d'inspiration keynésienne étaient à la base de la bonne gestion des affaires économiques publiques. Or, politiques monétaire et budgétaire étaient habituellement sous la coupe directe de l'Etat, qui pouvait de la sorte choisir l'arbitrage qu'il jugeait optimal à la stabilisation de l'économie¹, inféodant le plus souvent les pratiques monétaires à celles qui avaient trait aux finances publiques (Petit, 1992, 21; Chorney, 1996, 362). Dans les pays qui n'avaient pas dû attendre la réforme monétariste et l'éclatement du système monétaire international de Bretton Woods pour accorder plus d'autonomie à leur institut d'émission - République fédérale d'Allemagne et Suisse notamment -, l'action de la banque centrale était de toute façon limitée par le respect de la parité de la monnaie nationale avec la devise étalon (Goodhart, 1995 (92A), 80).

La fin de la décennie 1970 et les années 1980 confirmèrent le succès des nations dotées de banques d'émission indépendantes, éloignées d'autres préoccupations que monétaires et centrées - via le contrôle de la masse monétaire - sur le niveau des prix, même si les considérations portant sur le niveau du change connurent un regain d'intérêt (Goodhart, 1995 (89A), 102-108). Cela n'allait pas constituer la seule entaille aux préceptes monétaristes, qui allaient devoir se mesurer avec la persistance des déficits budgétaires et s'en accommoder, indépendance ou non.

¹ Cf. chapitre 1"

2.1.2 Gestion monétaire et budgétaire: les données des années 1990

Les années 1980, puis la décennie passée, ont hérité des finances publiques déséquilibrées, conséquence des mauvaises performances économiques et du chômage qui accompagna cette évolution négative (cf. tableau 3).

Ce développement a restreint sensiblement la marge de manœuvre de la politique budgétaire pour soutenir la conjoncture par des mesures de relance dignes d'efficacité et implique que la politique monétaire constitue un canal de nature à assurer cette tâche (L'Huillier, (97) 1998, 242). Par conséquent, le policy-mix des années 1990 est particulier, puisque la voie monétaire est beaucoup plus responsable de l'évolution de la situation économique que cela n'était le cas auparavant.

Tableau 3 Déficit public de différents pays, 1980-1998 (en % du PNB)

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Etats-Unis	-1.4	-3.2	-2.7	-3.3	-4.4	-3.6	-2.3	-2.0	-1.6	-1.1*	-1.2*
Japon	-4.4	-0.8	2.9	2.9	1.5	-1.6	-2.3	-3.7	-4.4	-3.1*	-2.3*
Suisse ^o	-0.6	-0.3	0.3	-0.6	-0.8	-2.3	-1.5	-0.9	-1.2	-2.3	-0.4
Allemagne	-2.9	-1.2	-2.1	-3.3	-2.8	-3.5	-2.4	-3.6	-3.8	-2.6	-2.7*
France	0.0	-2.9	-1.6	-2.0	-3.8	-5.6	-5.6	-5.0	-4.2	-3.0	-3.0*
Union européenne	-3.4	-4.9	-3.8	-4.4	-5.6	-6.5	-5.8	-5.2	-4.4	-2.4	-2.6*

* projections;

^o en ce qui concerne la Suisse, seuls les résultats du budget de la Confédération, responsable de la politique économique au sens large, ont été pris en compte.

Sources OCDE, www.oecd.org/press/presrels/; BNS, Bulletin mensuel de statistiques économiques, no 1, janvier 1996, 123, no 6, juin 1998, 78, 121; Office fédéral de la statistique, www.statistik.admin.ch/stat_int/, mars 2001

Cette situation va évidemment à l'encontre des préceptes suivis depuis la fin des années 1970 et relatifs à la finalité de l'action monétaire. En outre, les instruments à disposition des instituts d'émission pour atteindre un tel but ne peuvent sortir du cadre de l'action monétaire et sont limités.

En effet, s'il est actuellement hors de question que les banques centrales de pays industrialisés financent directement les déficits publics par la voie du seigniorage¹, que cela soit le cas pour des motifs légaux ou pour assurer la crédibilité à la fois de l'Etat et de la banque centrale², les autorités monétaires ont dû se rabattre sur les taux d'intérêt à court terme pour affermir le contexte économique général. Les différents pays industrialisés ne connaissent pas tous le même développement de la situation économique; néanmoins, dans

¹ Il convient de souligner que la Banque du Japon - qui n'est par ailleurs pas un modèle d'indépendance - doit résister très fortement à la pression du gouvernement, qui souhaiterait qu'elle acquière des titres publics, afin de renflouer les caisses de l'Etat et permettre une reprise de l'économie nipponne (The Economist, November 20th 1999, 116).

² A ce sujet, se référer à l'annexe 3, qui montre pourtant que, bien que l'indépendance soit acquise pour les banques centrales prises en considération, le gouvernement se réserve la plupart du temps le droit de les faire participer au financement des déficits.

chacun des cas, leurs banques centrales respectives s'appliquèrent à soutenir l'environnement macroéconomique.

Aux Etats-Unis, par exemple, la récession qui s'annonçait au début des années 1990 (cf. graphique 5) modifia radicalement le type d'actions menées par la Federal Reserve, qui opta ouvertement pour une "gestion fine" sur le plan intérieur, négligeant du même coup la variable du change, pour ne centrer son action que sur le niveau des taux d'intérêt réels à court terme, qui atteignirent des planchers, records inégalés depuis les années 1960 (cf. graphique 4). Dès lors, la politique monétaire américaine semble avoir été menée surtout en fonction de l'évolution conjoncturelle et par à-coups (Patat, Bozzi, 1993, 55-56; The Economist, May 17th 1997, 87-88).

Pour les membres de l'Union européenne, la situation budgétaire dans laquelle ils abordèrent la décennie quatre-vingt-dix était encore plus déséquilibrée que celle qui prévalait à la même époque aux Etats-Unis (cf. tableau 3). En outre, la marge de manœuvre des banques centrales était nettement contrainte, étant donné la participation de ces pays au mécanisme de change du système monétaire européen¹. Ces deux éléments interférèrent encore davantage, lorsque furent fixés les critères de Maastricht, déterminés par le Traité du même nom en 1992, et qui non seulement imposaient un effort budgétaire important, mais, en plus, ciblaient les valeurs autorisées des taux d'intérêt nominal à moyen terme et d'inflation (L'Huillier (97) 1998, 243-244, (96) 1998, 291). En regard du cas américain, les raisons qu'eurent les banques centrales concernées d'agir de façon ponctuelle étaient différentes, puisque essentiellement déterminées politiquement et d'un point de vue supranational, mais il y a fort à parier que, hors de ces contraintes, les instituts d'émission en question auraient aussi dû accommoder les déficits budgétaires nationaux en jouant sur les taux d'intérêt à court terme.

Du reste, même la Banque nationale suisse, pourtant réputée comme étant l'une des plus indépendantes qui soit, dut se résoudre à dévier du principe de la règle pour se tourner vers une politique plus pragmatique et cela pour deux motifs essentiels. D'une part, l'état du budget fédéral - après la seconde moitié des années 1980 pourtant excédentaire - redevint chroniquement déficitaire (cf. tableau 3) et, d'autre part, le cours du franc suisse s'apprécia fortement par rapport aux monnaies de ses principaux partenaires commerciaux, entre la mi-1992 et l'automne 1995. Ces deux éléments entraînèrent une action délibérée à la baisse sur les taux courts de la part des dirigeants monétaires (L'Huillier (97) 1998, 245-247).

Si ce retour vers une gestion plus flexible de la politique monétaire semble s'être répandu largement au sein des économies industrialisées, même pour celles dont les banques centrales affichent avec le plus de conviction leur indépendance face au gouvernement, il y a lieu cependant de se demander quelles implications ce revirement de conduite a ou pourrait avoir pour le maintien du statut autonome de ces instituts.

2.2 *L'influence du policy-mix sur l'indépendance de la banque centrale*

Plusieurs études ont mis en évidence que le fait d'octroyer plus d'autonomie de fonctionnement aux instituts d'émission contribuait à ralentir le creusement des déficits

¹ L'influence de la construction monétaire européenne sur l'indépendance des banques centrales y participant sera traitée plus systématiquement dans la troisième partie.

publics, étant donné la séparation des domaines fiscaux et monétaires. Cependant, il faut constater que ce statut n'a pu en soi empêcher l'apparition de situations budgétaires très déséquilibrées (Burdekin, Laney, 1992, 126-127). Comme l'a mis en évidence le paragraphe précédent, des finances publiques déficitaires ne permettent plus à la banque centrale de mener une politique axée sur la seule problématique monétaire et d'en assurer la stabilité (Capie et al., 1994, 20; Lamfalussy, 1994, 303), d'autres considérations devant être prises en compte dans sa stratégie.

En effet, une telle situation peut carrément remettre en question la notion même d'indépendance, étant donné qu'un des motifs essentiels pour lequel plus de marge de manœuvre est allouée - à savoir que les agents soient en mesure de fonder des anticipations rationnelles - risque d'être invalidé. Or, si le policy-mix est trop déséquilibré, l'effet compensatoire que devra obligatoirement jouer l'une des politiques par rapport à l'autre, ramènera dans un cas de "fine tuning", où l'instabilité de la politique économique provoque des mouvements d'expansion ou de récession trop marqués, qui nécessitent des ajustements brutaux, au détriment du bien-être économique général (Villa, 1996, 982; The Economist, July 25th 1998B, 19).

Néanmoins, la situation sur le front du renchérissement semble, à la fin des années 1990, être sous contrôle dans les pays industrialisés, ce qui, actuellement, tempère le problème de la formulation des anticipations par les agents. En revanche, la politique monétaire pourrait rencontrer de sérieuses difficultés si elle devait se mettre à intervenir sur d'autres domaines de son ressort. En effet, dans ce contexte, si des pressions sur le change - à la hausse ou à la baisse - devaient se faire sentir, l'instrument des taux à court terme, qui est devenu le canal d'intervention monétaire le plus fréquent, ne serait pas disponible. En cas d'appréciation marquée, il serait difficile d'abaisser encore des taux qui sont au plus bas pour diminuer l'attrait de la monnaie nationale, alors qu'en cas de dépréciation trop forte, une hausse des taux risquerait de compromettre la relance et, alors, de perturber les anticipations des acteurs économiques au niveau de l'inflation. Cette problématique, bien qu'exposée dans un cadre nouveau, celui des changes flexibles, n'est pas nouvelle, puisque Tinbergen (1952), puis à sa suite Mundell (1962), l'avaient déjà formulée. Le premier avait énoncé le fameux théorème qui stipule que la politique économique, pour être efficace, doit avoir au moins autant d'instruments que d'objectifs indépendants, alors que le second théoricien a mis en évidence que "chaque instrument doit être affecté à l'objectif qu'il influence le plus relativement" (Desquilbet, Villieu, 1998, 34). Or, l'environnement en question est loin de correspondre à ces préceptes de base, mais, pour l'heure, gouvernements et banques centrales ont réussi à gérer l'ensemble en évitant de ne se focaliser que sur leurs optima respectifs, à savoir diminution du déficit budgétaire pour les uns et contraction de la demande de monnaie pour les secondes, ces dernières assumant à elles seules une large part du compromis nécessaire. Si les tensions décrites ci-dessus devaient se manifester, il y a fort à parier que l'équilibre se romprait, mettant du même coup les instances budgétaire et monétaire en position de jeu stratégique. Cependant, l'autonomie des banques centrales se concrétise avant tout par le biais du choix des instruments à disposition, les objectifs étant fixés conjointement ou uniquement par le gouvernement politique ou la constitution, ce qui permet d'assurer une exécution satisfaisante des tâches macroéconomiques et une coordination de l'ensemble (ibidem, 32-33, 47-48).

Cette relativité du concept d'indépendance dans la pratique permet aussi aux gouvernements d'utiliser les banques centrales d'une autre façon pour atténuer les tensions rencontrées sur le plan fiscal.

2.3 Des banques sous pression fiscale

Outre le fait que le maintien des taux d'intérêt à un niveau si bas appuie la relance de l'économie par le biais d'un financement avantageux (modalités d'emprunt qui profitent du reste aussi aux États), une tendance récente est à observer dans la pression exercée sur les instituts d'émission par les autorités politiques pour se financer. En effet, face à la persistance des déficits publics, certains gouvernements n'hésitent plus à mettre leurs banques centrales à contribution directe. Deux pratiques se distinguent. La première est temporaire et consiste à réaliser les réserves des instituts monétaires sur le marché. Cette solution a notamment été pratiquée par la banque centrale de Belgique, indépendante au sens des critères de Maastricht (cf. tableau 2), qui, pour permettre à son gouvernement de participer à la première phase de lancement de la monnaie unique et d'être éligible du point de vue des critères relatifs aux finances publiques, n'a pas hésité à vendre sur le marché quelque deux cents tonnes d'or détenues alors en réserve et de les utiliser pour soulager un budget public en très mauvaise santé. Toujours dans le contexte de la construction monétaire européenne, la Bundesbank allemande, pourtant réputée comme très autonome, a dû se résoudre - bien malgré elle et sous la forte pression du Ministre des Finances - à réévaluer ses réserves d'or et à en transférer par étapes la différence comptable en faveur du budget de l'Etat (Dafflon, Rossi, 1997, 9, 13-14). Même s'il s'agit de procédés ponctuels devant servir une situation exceptionnelle, ils méritent d'être relevés, tant ils tranchent avec le respect de la notion d'indépendance, qui demeure donc un concept fragile et ne permet finalement pas d'échapper aux procédés de seigneurage (Cottarelli, 1993, 3), malgré les réserves pourtant faites légalement à ce sujet (cf. annexe no 3).

La seconde méthode de financement des besoins budgétaires vise une action plus régulière. Elle a trait aux montants redistribués par la banque centrale chaque année à la collectivité, fonds disponibles sur les bénéfices que tire l'institut d'émission du placement de ses réserves, constituées dans la plupart des cas de devises et de titres. Cette pratique est tout à fait courante: la fortune dont dispose la banque centrale appartenant à la nation, il est normal que le produit qu'elle rapporte retourne en partie aux finances publiques. Mais, étant donné les difficultés budgétaires actuelles, certains voudraient que la part transférée de ces revenus aux besoins publics soit augmentée. L'idée justificatrice de ce procédé se base sur la notion de bien collectif de la monnaie nationale: dès lors, elle doit être gérée au mieux - pour le bien de tous -, ce qui, par extension, s'applique aussi aux réserves, dont le produit des placements doit être maximisé et aller en partie au financement des besoins généraux du pays. Ce point de vue a amené des discussions particulièrement vives en Suisse: l'indépendante Banque nationale a récemment essuyé de nombreuses critiques, émises aussi bien dans le milieu scientifique que politique. Elles avaient pour objet, d'une part, la forte quantité d'or toujours détenue en réserve - évaluée à des prix nettement inférieurs au marché - et, d'autre part, la politique de placement, jugée à la fois trop risquée et trop peu performante. Le comité d'experts chargé de répondre à ces attaques n'a pas reconnu les faiblesses reprochées aux placements des réserves; en revanche, la question de l'or a trouvé un début de réponse, bien que n'allant peut-être pas dans le sens voulu par les critiques: le capital qui résulterait de la vente de l'or serait versé dans un fonds autonome, où il serait géré pendant trente ans. Les produits en résultant devraient être versés à parts égales à l'AVS, aux cantons et à une fondation à but solidaire - au profit de nécessiteux -, dont la création devrait faire l'objet d'une loi¹ (von Ungern-Sternberg, 1997, 21, 23-26, 33-35; Tschopp, 1997, 147; Commission de l'économie et des redevances du Conseil des États,

¹ Telle est la situation en avril 2001. Une initiative de l'UDC a cependant été déposée en octobre 2000 à ce sujet. Son objectif est de ne transférer les réserves d'or ou leurs rendements qu'au seul fonds de compensation de l'AVS. Une votation populaire sur ce sujet aura donc lieu, vraisemblablement en 2002.

2001). Si cela permet à l'institut d'émission de se défaire d'une partie de cette relique héritée du temps des changes fixes et d'adopter une gestion plus adaptée, l'idée de la création du fonds a surtout été décidée pour servir des motifs politiques. Reste que la nouvelle loi sur la Banque nationale - dont la révision partielle est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 1997 - offre une plus grande marge de manœuvre en matière de placements réalisables. Ce dépoussiérage a été entrepris pour permettre justement à l'institut d'émission suisse d'obtenir de meilleurs rendements sur ses opérations en devises, de les rendre plus souples, ainsi que de lui donner accès aux innovations financières (produits dérivés notamment)¹. En revanche, aucune modification n'est actuellement prévue concernant la distribution des profits réalisés dans le cadre des opérations normales de l'organe d'émission helvétique (Banque nationale suisse, 90^e rapport de gestion (1997), 1998, 34-36). Cette participation au financement est pourtant en dehors des devoirs confiés par le législateur à la Banque nationale et est trop éloignée de sa mission de base. Néanmoins, si la controverse à ce sujet a débuté dans des cercles spécialisés, cet apport éventuel a ensuite trouvé un terrain favorable auprès de la population et des collectivités publiques, dont l'endettement s'accommoderait de telles rentrées.

Cette problématique de la participation des banques d'émission au financement budgétaire touche aussi d'autres Etats. La création du Système européen de banques centrales (SEBC) soulève des discussions similaires, étant donné que les pays qui participent à l'euro - et par extension leurs instituts d'émission - doivent céder une partie de leurs réserves à la Banque Centrale Européenne (BCE), ce qui a provoqué des craintes chez certains membres. En effet, plusieurs des Etats (principalement l'Allemagne et l'Espagne) voient diminuer les revenus qu'ils tiraient auparavant de ce type de placements, alors que d'autres (France et Italie en tête) bénéficient d'une augmentation de ce genre de ressources (The Economist, November 16th 1996A, 99). Etant donné la faiblesse de la situation budgétaire des "perdants", il y a fort à parier que cette nouvelle clé de répartition des revenus posera des problèmes politiques au niveau européen. Si, auparavant, les Etats pris individuellement pouvaient interférer dans la gestion et l'utilisation de ces fonds, il sera intéressant de voir comment les pays membres accepteront cette nouvelle gestion des réserves monétaires, orchestrée par une banque centrale qui se prévaut d'être un modèle d'indépendance².

Ce paragraphe l'a montré, le concept d'indépendance tel qu'il était compris dans les années 1970, puis 1980, a dû sensiblement être adapté à la donne macroéconomique actuelle, qui exige un engagement différent de la part des banques centrales. De même, face au public, l'autonomie accordée aux instituts d'émission ne va plus de soi, mais doit être solidement fondée pour demeurer - ou devenir - crédible.

Par. 3 Transparence et indépendance

Le cadre nouveau dans lequel les banques centrales sont appelées à œuvrer et les pressions diverses auxquelles elles sont soumises ne sont pas sans conséquences pour leur autonomie. Pour que ce statut conserve sa pertinence, il ne suffit pas qu'il soit arrêté légalement; il faut qu'il soit reconnu pratiquement. Or, avec le temps, la marge de manœuvre que les instituts d'émission se sont vu allouer les a fait passer d'un premier stade encore superficiel, qui en faisait des "agences spécialisées détachées du gouvernement national", à l'état actuel, celui d'acteur macroéconomique à part entière. Cette évolution et cet ancrage plus profond de

¹ Cet aspect fera l'objet d'une analyse plus détaillée dans la 2^eme partie de ce travail.

² Se référer à la dernière partie.

leur indépendance d'action réclament, en retour, que les banques centrales remplissent de nouvelles obligations face à la nation dans son ensemble. Premièrement, elles doivent davantage se conformer au processus démocratique et, en second lieu, elles doivent informer de façon univoque la sphère économique de leurs décisions, ce qui revêt une importance d'autant plus grande que l'environnement est complexe.

3.1 Exigences démocratiques de l'indépendance

Comme présentée dans les deux paragraphes précédents, la situation économique qui prévaut actuellement est fort différente de celle qui avait cours au plus fort du monétarisme appliqué¹. Les banquiers centraux ont bien compris que, pour répondre de manière adéquate aux événements économiques qui touchent leur sphère d'influence, il faut faire preuve de souplesse et d'un certain pragmatisme. Notamment - et pour les raisons qui seront développées au point 3.2.1 ci-après - la croissance de la masse monétaire est le plus souvent passée au stade de norme, qui demeure une sorte de boussole et indique la direction générale, mais ne constitue plus un but en soi, l'évolution du cadre macroéconomique ne s'y prêtant plus. La règle suivie à moyen terme n'est plus l'alternative aux actions discrétionnaires: ces deux procédures sont devenues complémentaires. Mais, cette flexibilité ne peut être obtenue qu'à condition que la crédibilité de la banque centrale soit fermement établie, ce qui nécessite un engagement spécial de sa part (Aglietta, 1992, 39; Rey, Périlleux, 1996, 125) ou alors risque de générer de l'instabilité, si les agents économiques ne sont pas convaincus du bien-fondé de ses actes ou ne sont plus en mesure de les appréhender.

En effet, ce changement opérationnel ne dispense pas les banques centrales de répondre aux attentes formulées par le législateur, qui touchent, dans la plupart des cas, essentiellement au contrôle du renchérissement. La complexité actuelle des actions qu'elles mènent et l'appréciation de leurs activités nécessitent de leur part une politique d'ouverture et d'information. Au travers de cette dernière, elles rendent compte au gouvernement de leurs performances, elles informent le public de la situation sur le plan monétaire, afin qu'il puisse s'y adapter, et elles passent le message aux marchés financiers et au système bancaire (Lane et al., 1995, 20). Ces deux derniers acteurs sont primordiaux pour juger de l'à-propos et de la crédibilité des annonces faites par les banques centrales, puisque, de par le rôle qu'ils tiennent dans la transmission de la politique monétaire, ils soutiendront ou non les lignes choisies par les autorités d'émission².

Reste que le concept d'indépendance est exprimé par rapport au gouvernement et, indirectement, par rapport au peuple. Ce dernier n'est pas consulté pour déterminer la marge de manœuvre octroyée à l'institut d'émission ni pour choisir les dirigeants monétaires ou la politique suivie. Le domaine en question étant trop spécialisé, il revient aux autorités, en interaction avec le directeur de la banque centrale, d'en tracer les contours et d'en apprécier les résultats. Néanmoins, l'influence des décisions monétaires touchant l'ensemble de la société, la banque nationale se doit d'être crédible; le public doit être renseigné sur ses politiques et convaincu de leur bien-fondé, pour être en mesure de les appuyer par son comportement (Fischer, 1994, 301). Cette problématique dépasse le cadre purement

¹ Il va de soi que cette période n'était pas non plus un havre de stabilité. Les deux crises pétrolières entraînèrent des phases économiquement agitées, auxquelles les banques centrales donnèrent des réponses largement inspirées par les grandes lignes monétaristes.

² A ce sujet, voir le chapitre 2 de la 1^{ère} partie et se référer à la deuxième partie de cette thèse, qui met notamment l'accent sur l'influence des marchés financiers sur l'indépendance des banques centrales.

théorique et le stade des déclarations d'intention, puisque la Banque des règlements internationaux a récemment souligné l'importance pratique de la question, en disant qu'il fallait "...donner aux banques centrales mission d'un mandat clair, afin qu'elles garantissent la stabilité des prix et leur accorder une autonomie d'action dans un cadre de responsabilité à l'égard du public" (Banque des règlements internationaux, 1997, 177).

Pour conférer toute sa mesure à la notion d'autonomie des banques centrales, il importerait donc que l'institut d'émission qui gère librement la politique monétaire en fonction des objectifs fixés assume ses décisions devant le gouvernement; pour l'heure, cet engagement est encore rare ou superficiel, les autorités gouvernementales assimilant peut-être une telle prise de responsabilité comme une perte de pouvoir sur le domaine monétaire. Une exception de taille est cependant à relever: la marge d'indépendance dont jouit la Réserve fédérale américaine est soumise régulièrement au vote du Congrès, qui peut de la sorte décider d'en reprendre le contrôle (Goodhart, 1995 (94), 65). Actuellement, il faut aussi noter que cette question n'a pas encore été résolue en ce qui concerne la Banque centrale européenne, qui, bien que se targuant de jouir d'une indépendance nettement supérieure à la norme, n'est pas redevable face aux autorités politiques¹ (Lavigne, Villieu, 1996, 234).

Les développements récents ont permis de montrer que le respect d'une règle bien établie ne constitue pas en soi la condition incontournable pour qu'une banque centrale soit considérée comme indépendante. De plus, la déclaration de son autonomie ne suffit plus à persuader l'entourage de sa capacité à gérer avec autant de responsabilité le contexte monétaire, particulièrement lorsque l'indépendance a été accordée de fraîche date. Cela a amené les instances politiques à introduire de nouvelles pratiques pour les aider à gagner la confiance qui doit les appuyer dans leur devoir.

3.2 Le "ciblage concret", soutien à l'indépendance ?

A la fin de la décennie quatre-vingt et surtout au début des années 1990, plusieurs banques centrales se sont vu fixer, d'entente avec leur gouvernement respectif, des objectifs dont la précision et la finalité étaient jusque-là inédites. Par exemple, l'obtention d'un taux d'inflation déterminé ou d'une mesure apparentée du renchérissement sont devenues les cibles le plus souvent données aux banques centrales dont l'activité est régie par de telles pratiques. Deux motifs essentiels ont prévalu pour modifier de la sorte la finalité de l'action monétaire.

3.2.1 Les faiblesses des objectifs intermédiaires traditionnels

Héritée des heures de gloire du monétarisme, la fixation d'un objectif de masse monétaire est, dans de nombreux cas, tombée en désuétude à la fin des années 1980. Le taux de croissance qu'il était décidé de lui assigner devenait toujours plus difficile à atteindre, étant donné la désintégration des estimations économétriques de la demande de monnaie (Lane et al., 1995, 21), que l'on pensait, auparavant, pouvoir déterminer précisément. Or, il fallut se rendre à l'évidence que, dans de nombreux cas, ni la demande de monnaie ni sa vitesse de circulation ne réussissaient plus à être appréhendées de façon satisfaisante pour constituer des indicateurs fiables (Goodhart, 1995 (89A), 105-106). Le lien entre activité économique, prix et masse monétaire n'étant pas aussi net et précis que le monétarisme le

¹ Cf. 3^{ème} partie.

laissait entendre, il a fallu accepter le fait que le seul contrôle axé sur la masse monétaire ne pouvait amener à un réglage fin du cycle conjoncturel, ce que recherchent à nouveau depuis quelques années - explicitement ou non - les responsables de la politique de banque centrale (Fortemps, 1994, 6). En outre, la définition même des agrégats monétaires posait certains problèmes de prise en compte de la réalité économique, ce qui diminuait d'autant leur pertinence comme principal objectif opérationnel (Blinder, 1998, 28). Évidemment, aucune banque centrale n'a pu tirer un trait sur la notion de masse monétaire, qui reste un des fondements incontournables à la mise en œuvre de la politique monétaire, même s'il n'en est plus l'objet central.

Ce changement de but ne signifie pas que les banques centrales retournent au keynésianisme, mais que les indicateurs sur lesquels repose la politique monétaire ont dû être adaptés au contexte actuel, les mesures traditionnelles utilisées dans de nombreux États ne correspondant plus au comportement observé de l'output ou du renchérissement (The Economist, 16th November 1996B, 99).

L'emploi des objectifs intermédiaires comme agrégat-cible est en passe d'être abandonné par toutes les banques centrales. En premier lieu, celles dont les performances finales et directement tangibles pour le public ont été les plus mauvaises - soit essentiellement au niveau du taux d'inflation - ont renoncé à la méthode de croissance à moyen terme de la masse monétaire et ont opté pour une conduite radicalement nouvelle de leur politique (Fischer, Zurlinden, 1994, 65-67). Mais, même les instituts les plus performants en matière de lutte contre le renchérissement, notamment la BNS et la Bundesbank (cf. graphique 7), durent, dans un premier temps, adapter le type d'agrégat monétaire sur lequel elles s'axaient prioritairement et en allonger l'horizon temporel de référence. En effet, les mesures de masse monétaire utilisées jusque-là ne reflétaient plus la réalité financière¹. Les deux banques centrales choisirent donc de se baser sur la croissance de M3, soit la masse monétaire dont la définition est la plus large, ce qui leur permit de mieux prévoir, en tenant compte d'un intervalle de transmission, l'évolution économique sur le front de l'inflation. Néanmoins, si ces deux instituts privilégièrent pour un temps un tel indicateur, ils prirent aussi conscience de ses limites et devinrent plus attentifs au comportement d'autres agrégats économiques. De son côté, la Bundesbank - unification monétaire européenne oblige - s'est donc pliée dès 1999 aux pratiques de la Banque centrale européenne et du Système européen de banques centrales². Quant à la BNS, si elle n'a pas abandonné la masse monétaire comme instrument de navigation, elle a décidé, à partir de janvier 2000, d'axer essentiellement la formulation de sa politique monétaire sur une prévision à trois ans de l'inflation, assimilable à la stabilité des prix. Selon les caractéristiques de l'économie helvétique, cela équivaut à une progression de l'indice des prix à la consommation qui ne dépasse pas deux pour-cent³. L'institut d'émission suisse, pourtant réputé pour son conservatisme, a en outre opté, au tournant du siècle, pour une gestion plus globale et plus axée sur l'évolution générale de l'économie⁴. En effet, d'autres agrégats, comme les taux de change, de chômage ou encore de croissance économique, font partie des indicateurs sur lesquels il s'oriente pour déterminer le renchérissement. Mais, en fin de compte, l'objectif ultime de la BNS reste la stabilité des prix (Banque nationale suisse, 90^e rapport de gestion (1997), 1998, 34, Bulletin trimestriel, décembre 1999, 9-11; Fortemps, 1994, 5-7).

¹ A ce propos, se référer à la partie suivante.

² Cf. dernière partie.

³ En outre, cet objectif de 2% tient compte du fait que l'indice des prix à la consommation - qui est une mesure partielle - surestime légèrement le renchérissement (Roth, 2000, 5).

⁴ Le chapitre 5 mettra en évidence l'importance croissante des développements observés sur les marchés financiers dans la gestion monétaire helvétique.

L'importance croissante accordée à la notion d'indépendance des banques centrales n'est du reste pas étrangère à cette évolution dans le type d'objectifs monétaires annoncés et visés.

3.2.2 Une politique monétaire plus accessible

Pour les raisons développées ci-dessus, ainsi que pour permettre aux agents concernés de percevoir plus aisément les objectifs recherchés par la politique monétaire, certaines banques centrales se sont mises à rechercher des résultats en prise directe avec le monde économique réel, moins hermétiques que ne l'était la croissance de la masse monétaire et dont la finalité manquait souvent de réalisme pour le public. Au sein du monde industrialisé¹, la cible la plus souvent formulée est actuellement la mesure du taux d'inflation, interprétée différemment selon les nations. Le premier pays à pratiquer de la sorte fut la Nouvelle-Zélande, qui fixa, dans un premier temps, entre 1990 et fin 1996, une cible d'inflation à atteindre entre zéro et deux pour-cent, pour la porter entre zéro et trois pour-cent à partir de décembre 1996, fourchette de taux qui restera valable jusqu'à la fin août 2003 (Reserve Bank of New Zealand, December 1997). Evidemment, pour ne pas raviver l'instabilité qui avait donné lieu à ce changement de cap, l'objectif d'inflation devait être touché à moyen terme, dans une période s'étendant entre deux et trois ans. Le cas néo-zélandais ne resta pas isolé; dès février 1991, le Canada assigna une performance d'inflation à son institut d'émission, suivi, dès 1992, par la Grande-Bretagne - trois semaines seulement après la sortie de la livre sterling du mécanisme de change européen -, puis par la Suède, qui, ayant connu les mêmes déboires au sein du SME, ne tarda pas à emboîter le pas (Lane et al., 1995, 21-22; The Economist, 22nd April 1995, 90; Sveriges Riksbank, 1998). En février 1993, c'était au tour de la Finlande de se choisir un objectif de taux d'inflation, ce qui ne l'empêcha pas de participer, dès octobre 1996, au mécanisme de change de l'Union européenne² (Bank of Finland, 1998). L'Australie, dès mi-1993, suivit le mouvement et assigna à sa banque centrale un objectif moyen de deux à trois pour-cent (Reserve Bank of Australia, 1999). La liste des adeptes de cette nouvelle formulation de la politique monétaire s'est ensuite allongée aux pays membres de la zone euro et, dernier exemple en date, à la BNS (cf. point précédent). Il va sans dire que les modalités d'application et les mesures du renchérissement considérées varient de cas en cas, en fonction de la structure économique de chaque pays.

D'une manière générale, les instituts d'émission qui ont opté pour de telles pratiques ont deux raisons essentielles de le faire. Le premier motif est de *s'engager de façon concrète et intelligible en faveur de la politique annoncée*. En visant un objectif précis et réel, les banques centrales permettent au public d'anticiper plus facilement la situation future sur le plan du renchérissement, ce qui peut même favoriser l'apparition d'anticipations auto-réalisatrices, qui soutiendront ainsi la banque centrale dans sa mission. Mais il va de soi que pour qu'une telle situation se produise, il faut que l'ensemble des acteurs économiques ait confiance dans l'institut d'émission. Dans le cas contraire, la pression exercée par les intervenants pourrait même amener la banque centrale à rectifier le tir et correspondre aux attentes qui lui sont

¹ Dans les pays en développement, qui affichent souvent de piètres performances au niveau du contrôle de l'inflation, la cible porte le plus souvent sur le taux de change, qu'ils arrivent à une devise qui ne souffre pas d'un renchérissement sensible. Dans la majorité des cas, la monnaie étrangère de prédilection est le dollar nord-américain (The Economist, November 20th 1999, 116).

² Bien sûr, la Finlande a dû dès lors accorder plus d'attention à la valeur extérieure de sa monnaie et ne plus s'attacher qu'au contrôle du renchérissement. Pour les autres pays de l'Union européenne ayant opté pour un ciblage de l'inflation (Suède et Angleterre), la question de la compatibilité de leur politique monétaire avec celle de l'Union monétaire ne se pose pour l'heure pas, puisque ces deux nations ne participeront pas tout de suite à la monnaie unique.

adressées (Roth, 2000, 8). Cette remarque conduit directement au deuxième fondement de la pratique du ciblage direct: *le renforcement de l'indépendance*. En effet, les pays qui ont choisi un tel objectif opérationnel ont souvent connu, dans le passé, des situations marquées par une inflation persistante et déstabilisatrice. En outre, leurs banques centrales dépendaient jusqu'alors du pouvoir politique et il devenait important de remédier à ces résultats défavorables sur le plan du renchérissement. Suivant d'autres nations plus performantes en la matière, il fut décidé de rendre ces banques centrales plus indépendantes et de tester leur crédibilité en les engageant à atteindre des buts quantifiables, soutenus par un large effort de communication de leurs activités. Certaines vont même plus loin, puisque, à l'instar de la législation néo-zélandaise, en cas d'échec, la responsabilité des dirigeants de la banque peut directement être mise en cause et leurs mandats révoqués¹ (Reserve Bank of New Zealand, December 1997; Lane et al., 1995, 21; Cottarelli, Giannini, 1997, 20).

Il faut pourtant constater que le ciblage direct de l'inflation, s'il cherche à amener une meilleure stabilité monétaire et à allouer plus de responsabilité à la banque centrale, n'est pas sans effets pervers, qui pourraient se manifester si les performances devenaient moins bonnes. Pour l'heure, cette méthode semble généralement avoir tenu ses promesses, mais elle a été testée dans un environnement favorable, puisque les économies industrialisées dans leur ensemble étaient en pleine période de désinflation (cf. graphique 7; Fischer, 1994, 301).

Reste que certaines interrogations demeurent. La détermination du taux d'inflation optimal du point de vue interne² donne notamment toujours lieu à de vives discussions (Zanetti, 1998, 55); en outre, la banque centrale ne peut être tenue comme seule et unique responsable de la variation du niveau des prix: des éléments échappant à son contrôle, aussi bien d'origine intérieure qu'extérieure, peuvent considérablement influencer cet indicateur, qui, s'il est le seul et unique pris en compte pour juger de ses performances, lui enlèverait beaucoup de sa flexibilité³. En fait, ce système, qui est censé offrir les meilleures performances en matière de maîtrise du renchérissement, peut devenir complètement contre-productif du point de vue de l'indépendance: d'une part, en fixant tellement précisément les objectifs désirés qu'il enlève toute marge de manœuvre et, en second lieu, en faisant retourner les banques centrales concernées, autonomie reconnue légalement ou non, sous la coupe de l'Etat. Ce dernier, sous couvert d'indépendance, décide en réalité beaucoup plus qu'avant des cibles à atteindre et donc du cours de l'activité monétaire, qui peut de la sorte devenir ouvertement et complètement discrétionnaire. Il faut se remémorer que les monétaristes, en soutenant l'indépendance, visaient en fait à faire respecter des règles d'un type général, sous l'emprise directe des autorités monétaires; une séparation claire des mandats de la banque centrale de ceux du reste de la politique économique formait un cadre d'action garantissant l'obtention de résultats satisfaisants. Le ciblage direct est bien loin de ce concept, mais offre actuellement deux grands types d'avantages pour ses partisans: d'une part, une solution pour les banques centrales qui ont dû renoncer aux méthodes classiques, faute d'atteindre les performances souhaitées et, d'autre part, un outil de navigation aisément quantifiable et interprétable pour les instituts d'émission dont l'indépendance est élevée et nécessite - démocratie oblige - des résultats, en retour de la marge de manœuvre octroyée.

¹ Les systèmes britannique et néo-zélandais ont même fixé le salaire du gouverneur en termes nominaux, de façon à le rendre plus sensible au renchérissement (Fischer, 1994, 291)!

² Soit le fameux NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment), développé par Modigliani et Papademos (Zanetti, 1998, 45).

³ En juillet 1998, la chute marquée du dollar canadien face à la monnaie américaine constitue une bonne illustration des limites de ce procédé et de la crédibilité dont il doit être empreint pour être soutenu. Si le ciblage devient un objectif "obsessionnel", il perd son efficacité (The Economist, August 15th 1998, 61).

L'indépendance des banques centrales, telle qu'elle est perçue actuellement, n'a plus grand-chose à voir avec celle que les partisans du monétarisme concevaient comme soutien à une politique monétaire efficace, mais s'est étoffée pour mieux répondre aux évolutions touchant à son application. Il est du reste plutôt encourageant de s'apercevoir que les instituts d'émission bénéficiant de ce statut n'en ont pas profité pour s'enfermer dans une tour d'ivoire: ils ont su utiliser la marge de manœuvre à disposition de façon positive, répondant aux nouveaux développements les concernant, s'adaptant sans cesse au contexte économique et réagissant aux fréquentes remises en cause dont ils ont pu faire l'objet. De ce point de vue, l'indépendance des banques centrales n'échappe pas au débat général sur la politique monétaire, qui peut être qualifié de quasi historique, tant les discussions y ayant trait sont nombreuses et controversées, sans fin semble-t-il (Goodhart, 1995 (95), 261).

Une seule et incontournable notion liée à l'indépendance des instituts d'émission n'a, pour sa part, jamais donné lieu à controverse: la crédibilité, qui demeure la véritable pierre angulaire de la politique monétaire. Même les banques traditionnellement indépendantes doivent continuer à apporter des preuves de leur engagement en faveur de l'économie nationale et de sa compréhension, encouragées, il est vrai, par les performances généralement meilleures qu'elles récoltent. Une autonomie feinte n'amènerait à terme qu'à des résultats inférieurs, ce dont sont fermement convaincus une majorité des acteurs politico-économiques.

Bien que les gouvernements ne laisseront sans doute jamais le comportement des banques centrales complètement leur échapper, le bilan récent enregistré par la politique monétaire évoluant dans un cadre fortement apolitique permet de croire que cet état ne sera pas qu'une parenthèse ou un effet de mode dans l'histoire économique. La preuve en est le nombre de banques d'émission détachées des processus politiques de décision qui va toujours en augmentant - qu'il s'agisse de nations industrialisées ou non -, engouement qui dépasse le simple mimétisme.

Mais, pour l'heure, les discussions sur l'indépendance des banques centrales ont eu essentiellement pour toile de fond l'économie nationale, sur laquelle, il est vrai, cette position institutionnelle a eu le plus d'effets tangibles. Il serait limitatif de ne considérer cette dimension de la politique monétaire que dans un espace aussi confiné, à l'instar de l'approche de trop nombreux théoriciens, de plus en plus éloignés des préoccupations des banquiers centraux (Leijonhufvud, 1998, 208). La monnaie s'inscrit dans une dimension qui dépasse les frontières d'un pays ou les transactions de ses habitants; l'indépendance des banques centrales ne saurait, par conséquent, être uniquement ramenée à une conception aussi étroite que nationale.

**Environnement monétaire international
et autonomie de la banque centrale**

A première vue, le contexte économique international semble étranger aux préoccupations d'indépendance des banques centrales. Pourtant, il ne peut être ignoré dans cette recherche. En effet, ce cadre global a engendré certaines des impulsions qui ont favorisé l'émergence et le statut actuel des banques centrales. Il continue d'influencer sensiblement ce dernier, mais autrement qu'au niveau interne.

La notion de valeur extérieure de la monnaie et ses enjeux sur la politique monétaire nationale occupent apparemment l'arrière de la scène, où se déroule le débat sur l'indépendance. Cependant, leur ascendant est permanent et les banquiers centraux y sont très attentifs. Cette présence en filigrane est plus forte qu'il n'y paraît, à tel point que la séparation entre aspects intérieurs et extérieurs de l'indépendance pourrait passer comme inopportune. Toutefois, cette démarcation est indispensable pour mieux juger les forces imbriquées et déterminer précisément leur potentiel sur la marge de manœuvre générale des banques centrales. Celles-ci, par le biais des choix opérationnels qu'elles embrassent - individuellement ou de façon concertée -, laissent leur empreinte sur l'environnement monétaire international et interagissent volontairement ou non sur le domaine d'activités de leurs homologues étrangères.

Chapitre 4 L'indépendance en changes fixes

Vu de la perspective historique qu'on en conserve, le système des changes fixes peut passer comme suranné. Néanmoins, il serait présomptueux de négliger son analyse relative à l'indépendance des banques centrales. D'une part, ce type d'organisation monétaire internationale, qu'il se soit agi d'étalon direct ou indirect, a laissé sa marque sur le contexte présent et, d'autre part, il n'a pas perdu toute son actualité¹: les changes fixes ne constituent pas un état uniquement exceptionnel et, même s'ils n'ont plus aussi fréquemment cours que cela ne fut le cas, ils méritent cependant une analyse, afin de déterminer leurs implications pour la banque centrale. Les paragraphes suivants ne prétendent pas présenter leurs mécanismes de façon exhaustive; ils visent surtout à sonder la marge de manœuvre accordée aux instituts d'émission dans un environnement de ce type.

Par. I^{er} L'étalon-or

1873 peut être arrêtée comme date de départ pour l'introduction du système de change international basé sur le "gold standard". Evidemment, lorsqu'est évoqué l'étalon-or, l'année 1844 résonne également comme un repère historique important. En effet, à partir de ce moment, la Grande-Bretagne introduisit le "Bank Charter Act", qui réorganisa sa banque d'émission et en délimita les fonctions ainsi que les obligations; entre autres, il fut décidé que la monnaie anglaise était totalement couverte en or². Mais, parallèlement, d'autres nations persévéraient dans des pratiques de convertibilité hétérogènes, comme le bimétallisme - à l'instar de la France et des Etats-Unis - ou encore préféraient la définition uniquement en argent. Il va sans dire que les paiements internationaux de l'époque n'étaient de loin pas unifiés et que les décisions monétaires des uns n'avaient que relativement peu d'influence sur les autres, étant donné que les économies nationales n'étaient pas suffisamment intégrées entre elles³ (Capie et al., 1994, 5, 10; Eichengreen, 1985, 5).

Néanmoins, ce "non système" montra des signes d'essoufflement: la révolution industrielle, qui avait eu ses origines au Royaume-Uni, avait fait de ce pays le pôle commercial et financier dominant. Si les Etats voisins étaient désireux d'accroître les échanges de marchandises ou de capitaux Outre-Manche, ainsi que de profiter de la baisse des tarifs douaniers qui avait caractérisé les années 1860, il était devenu évident que les différences marquées de leurs systèmes respectifs de définition de la monnaie rendaient les transactions trop compliquées pour qu'ils bénéficient pleinement de cet essor.

Les Etats européens décidèrent de façon échelonnée de passer à l'or⁴, même si cela, au début en tout cas, n'alla pas sans mal, car l'introduction exclusive du métal jaune comme

¹ Evidemment, il est fait allusion ici à la construction monétaire européenne, analysée plus loin. Même si le SME n'est plus en activité, le MCE 2 qui lui a succédé s'appuie toujours sur des rapports de change fixes.

² Auparavant, au cours du 18^{ème} siècle, la Grande-Bretagne avait déjà établi un "gold standard", qui fut abandonné en 1797 pour être réintroduit en 1819. Néanmoins, dans ce paragraphe, la date de 1844 semble plus pertinente, car elle consacre l'émission exclusive par la Banque d'Angleterre ainsi que l'emploi d'un étalon unique, qui n'est plus, comme cela était le cas auparavant, parallèle à d'autres unités de mesure, notamment l'argent (Isard, 1995, 30; Capie et al., 1994, 128-129).

³ En effet, à l'époque, les échanges internationaux avaient encore essentiellement pour cadre les espaces constitués par les métropoles européennes et leurs colonies. Les colonisateurs avaient eu soin d'introduire dans leurs nouveaux territoires leur unité de compte nationale ou une "sous-unité" dérivée de la monnaie nationale, ce qui réglait les problèmes liés à la convertibilité.

⁴ Le premier d'entre eux fut le Portugal, qui, bien avant les autres nations, soit en 1854, opta pour l'or. Il faut rappeler que cette économie entretenait des relations commerciales intenses avec la Grande-Bretagne. Par la suite, ce fut au tour

unité de référence avait d'abord provoqué une déflation dans de nombreux pays. En effet, d'une part, la démonétisation de l'argent dès les années 1870 - employé jusque-là seul ou conjointement avec l'or - avait diminué la masse monétaire disponible par rapport aux biens sur le marché. D'autre part, la réduction marquée des coûts de production de nombreux articles, associée à l'abaissement des frais de transport par chemin de fer ou grâce aux bateaux à vapeur, provoqua une pression à la baisse sur le niveau général des prix (Piettre, 1970, 101, 105-106; Kindleberger, 1986B, 79). La conjonction de ces deux phénomènes engendra des difficultés dans plusieurs économies. Mais ces dernières, au lieu de retourner au bimétallisme, préférèrent s'accommoder de la baisse des prix plutôt que de se retrouver isolées dans un tel système, qui aurait fait inévitablement augmenter leurs réserves d'or et les aurait sans doute contraintes à ne se référer qu'à l'argent, devant laisser flotter leur taux de change face à l'étalon-or monde¹. En outre, la Grande-Bretagne et l'Allemagne, les deux puissances industrielles du moment et donc partenaires incontournables du commerce, étaient fermement attachées à cette unité de définition (Eichengreen, 1985, 3-4, 1996, 19-20), ce qui était une incitation suffisante pour persévérer dans ce cadre monétaire rénové.

Néanmoins, cet ensemble de résolutions individuelles conduisirent à l'émergence, entre pays industrialisés, d'un système monétaire international basé sur des changes fixes (Eichengreen, 1996, 7, 16; Panic, 1992, 22). Les trois conditions essentielles et nécessaires pour constituer un tel ordre économique, à savoir *la convertibilité, la liquidité et la mobilité des capitaux*, se trouvaient réalisées (Aglietta, Deusy-Fournier, 1994, 91).

1.1 Le fonctionnement du "gold standard"

Pour être efficace, l'étalon-or devait répondre simultanément à une combinaison d'attentes internes et externes.

1.1.1 Exigences intérieures

Suivant l'exemple de la Grande-Bretagne, les pays avaient défini individuellement la correspondance or de leur monnaie et ils s'engageaient à garantir la libre convertibilité des billets et pièces en étalon (Beitone, Bassoni, 1994, 51-52). La masse monétaire en circulation dans une économie basée sur l'étalon-or était par conséquent obligatoirement fixée en fonction de la quantité de valeur de référence détenue par la banque centrale et les institutions habilitées, ce qui amenait le niveau des prix à s'ajuster automatiquement sur les changements dans les réserves. A première vue, le système semblait fort simple; pourtant, de grandes différences de mise en œuvre avaient cours entre les Etats prenant part à l'étalon-or (cf. tableau 4).

de l'Allemagne - le pouvoir industriel continental -, du Danemark et de la Norvège, qui formellement, en 1873, adoptèrent l'or, suivis progressivement et jusqu'en 1879 par la plupart des pays européens (Eichengreen, 1996, 16, 17; Capie et al., 1994, 11).

¹ En effet, un tel retour au bimétallisme n'aurait sans doute pas manqué, selon la fameuse loi de Gresham, de chasser la "bonne monnaie" au profit de la "mauvaise", ce qui, dans une telle situation aurait conduit les agents à vendre l'or et à ne conserver que l'argent, le prix pouvant être obtenu du métal jaune encourageant de telles décisions (Marshall, 1997 (23), 60).

Tableau 4 Formes possibles de l'étalon-or après 1880

Circulation domestique sous la forme de	Type de réserves		
	or seul	largement en devises étrangères	entièrement en devises étrangères
	pièces d'or en majorité	Grande-Bretagne Allemagne France Etats-Unis*	Russie Australie Afrique du Sud Egypte
	or, argent, monnaie fiduciaire	Belgique Suisse*	Autriche-Hongrie Japon Pays-Bas Scandinavie Autres dép. britanniques
			Philippines Inde Amérique latine

* Les Etats-Unis, bien que n'ayant, à la date considérée ci-dessus, pas encore de banque centrale digne de ce nom, s'alignèrent sur l'étalon-or grâce aux opérations menées conjointement par l'"Independent Treasury" et la "New York Clearinghouse Association". En Suisse, une situation similaire prévalut jusqu'en 1907, bien que, dès 1874, les banques émettant de la monnaie se retrouvaient sous l'autorité directe du Conseil fédéral, qui coordonna dès lors leurs émissions (Capie et al., 1994, 172-173, 175-176).

Source Eichengreen, *Globalizing Capital*, Princeton, 1996, 21

Au niveau de la sphère nationale, plusieurs façons de procéder se détachaient: par exemple, des nations comme l'Angleterre, l'Allemagne et, plus tard, les Etats-Unis, étaient fermement attachées à l'or, au point que la majorité des pièces en circulation étaient entièrement coulées dans le métal de référence, alors que les billets ou d'éventuelles autres pièces étaient complètement couvertes en or, mis en réserve dans ce but, et convertibles en tout temps. La France s'en tenait à un système mixte¹, à savoir que les pièces basées sur l'étalon-argent restaient en circulation, bien qu'il ne fût plus possible d'en frapper nouvelle monnaie². Les billets émis par la Banque de France étaient librement convertibles en or ou en argent, selon le choix des autorités. Dans d'autres pays (Belgique, Suisse et Pays-Bas), les banques centrales n'avaient pas le droit d'échanger les billets en or pour des opérations ayant comme cadre le marché domestique. Certains (Scandinavie, Pays-Bas, Canada, Autriche-Hongrie, Russie et Japon) préféraient détenir leurs réserves de change sous la forme de devises étrangères plutôt qu'en or³. Quant aux pays dont la monnaie circulait principalement sous d'autres formes que l'or et dont les réserves étaient largement en devises étrangères (cf. dernier quadrant du tableau 4), ils n'avaient aucune peine à s'intégrer

¹ "Limping gold standard", selon l'expression anglaise.

² Cette pratique était due à la formation, par la France, l'Italie, la Suisse et la Belgique, de l'Union Monétaire Latine, instituée en 1865, et à laquelle se joignirent encore, en 1869, la Grèce et les Etats pontificaux (ces derniers seront intégrés un an plus tard, en 1870, à l'Italie). Les membres avaient convenu de défendre conjointement un rapport légal or-argent et de frapper des pièces d'or et d'argent nanties d'un pouvoir libératoire illimité dans ces pays. En 1878, ces Etats renoncèrent pourtant à la frappe libre de l'argent, bien que les pièces de ce métal fussent encore en circulation ("bimétallisme boiteux"). Ce système dual fut maintenu jusqu'en 1926 (Olszak, 1996, 43, 49; Hawtrey 1992 (39), 10, 12, 13; BNS, 1982, 16, 18; Piettre, 1970, 101, annexes chronologiques; Kindleberger, 1986B, 74-75).

³ De facto, ces Etats se trouvaient en "gold exchange standard" plutôt qu'en étalon-or (Panic, 1992, 25).

au système monétaire international¹ (Eichengreen, 1996, 20-21; Panic, 1992, 24-25; Gide, Rist, 1959, 746-747).

Néanmoins, cette diversité des méthodes nationales de convertibilité et de définition des monnaies respectives - qui, cependant, avaient toutes comme dénominateur commun le métal jaune et y avaient ancré la définition de leur monnaie - n'empêcha pas le système de fonctionner au niveau international, dimension qui donnait à l'étalon-or la plus grande partie de sa substance.

1.1.2 Exigences et effets extérieurs

Pour que l'étalon-or engendre un système monétaire international, il fallait qu'il soit accepté entre pays. Dans ce but, deux conditions étaient à réaliser: premièrement, les agents économiques devaient pouvoir importer et exporter de l'or selon leurs besoins et, en second lieu, il était nécessaire que les résidents aussi bien que les non-résidents soient autorisés à échanger leur propre monnaie directement en or ou dans une devise convertible dans l'étalon. Cette liberté de transaction sur le métal jaune eut pour effet d'établir un mécanisme de changes fixes entre les monnaies nationales, soutenu par les parités officiellement déclarées à l'intérieur des Etats (Isard, 1995, 30-31; Panic, 1992, 25). Les cours des monnaies variaient très peu par rapport au pair, grâce aux limites de fluctuations possibles déterminées par les points d'entrée et de sortie de l'or². Au-delà de ce plancher et de ce plafond, les agents avaient intérêt à être réglés, respectivement à s'acquitter directement en étalon plutôt que dans la devise de leur correspondant, le prix de l'or étant fixé de façon univoque (Lelart, 1993, 19).

La simplicité apparente de ce mécanisme ne dispensa pourtant pas les banques centrales de mener une politique active, afin de surmonter les failles inhérentes à cet ensemble. Cela assura la coordination nécessaire pour que les relations monétaires entre Etats ne soient pas interrompues et que l'étalon-or existe aussi longtemps.

1.2 Le rôle et la marge de manœuvre des banques centrales

Dans le contexte décrit ci-dessus, les instituts d'émission ou établissements assimilés qui participaient à l'étalon-or avaient toujours en ligne de mire un objectif principal: maintenir la convertibilité de leur monnaie en or, ce qui, en soi, assurait la conservation de la valeur d'échange de la monnaie nationale aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur (Capie et al.,

¹ Alfred Marshall identifia le premier, en 1887 et 1889, les conséquences de la coexistence de monnaies définies différemment. En effet, il montra qu'une prime à l'exportation pouvait exister de façon durable, en faveur du pays dont la monnaie (argent ou papier) se dépréciait face à l'or, et cela à condition que ses prix intérieurs n'aient pas ou très peu changé. Cette situation était d'autant plus plausible si la baisse du change avait débuté à l'étranger et non pas dans l'économie-centre, soit l'Angleterre dans le cas présent. Si la prime pouvait se maintenir aussi longtemps, c'est que la monnaie étrangère provenant des exportations n'était pas injectée dans le pays sous forme d'importations, mais que ces capitaux étaient exportés et placés ailleurs. Nogaro et Taussig confirmèrent du reste cette analyse de Marshall, vérifiée entre autres par le cas du Chili, qui connut souvent pareilles circonstances, où la proportionnalité entre la dévaluation et le niveau des prix ne se réalisait pas ou qu'après ajustement de la monnaie nationale. Dans d'autres circonstances, à l'instar de la relation entre l'Inde et l'Angleterre, l'intégration commerciale poussée donnait lieu à une prime temporaire, conforme à l'idée théorique orthodoxe (Gide, Rist, 1959, 746-747).

² Les points d'entrée et de sortie de l'or correspondaient au ratio entre les prix domestique et international de l'or, ce dernier étant déterminé, en plus de sa valeur sur les marchés, par les coûts de transport et d'assurance qui étaient associés à sa circulation entre les pays et qui variaient en fonction du contexte, qu'il s'agisse de périodes troublées ou non. En d'autres termes, sous l'étalon-or, les taux de change évoluaient dans une zone cible, dont les limites étaient arrêtées par des points d'or à géométrie variable (Eichengreen, 1994, 41; Beitone, Bassoni, 1994, 60).

1994, 10). L'unicité du but à atteindre ne le rendait pas d'accès évident pour autant, malgré la formulation théorique séduisante, qui stipulait que l'équilibre interne ainsi que de la balance des paiements étaient réalisés automatiquement.

En effet, d'après la version modélisée, si un pays était déficitaire, sa monnaie était plus offerte que demandée, ce qui la faisait baisser. Or, dès qu'elle dépassait le point d'or - de sortie dans ce cas - les partenaires commerciaux étrangers de cette économie préféraient être réglés en étalon, dont la valeur de conversion était connue et stable. Pour ce faire, il fallait que la banque centrale du pays en déficit convertisse la monnaie nationale en métal jaune, de façon que les débiteurs nationaux puissent s'acquitter des montants dus. Vu l'existence d'une proportion stricte entre stock d'or et circulation fiduciaire, la réduction des réserves de banque centrale devait conduire à une baisse des prix nationaux - diminution de la masse monétaire oblige - et, plus loin et en situation normale, au retour de l'équilibre de la balance commerciale. En plus de l'effet sur les prix, la contraction de la quantité de monnaie en circulation devait avoir pour conséquence de raréfier le crédit et donc d'élever les taux d'intérêt. Cette situation sur le marché des capitaux réduisait le volume des importations financées par le crédit et peut-être même stimulait les exportations, ce dernier phénomène trouvant sa source dans la baisse de la demande interne. En situation d'excédent commercial, les mécanismes étaient supposés fonctionner a contrario et ramener également l'économie considérée à l'équilibre (Aftalion, 1940, 422; Bordo, 1993, 246; Schwartz, 1987 (86A), 366).

Cependant, deux éléments caractéristiques de la période de l'étalon-or font douter que les changes fixes, tels qu'ils étaient censés résoudre les déséquilibres, aient été des régulateurs si fins et imperceptibles. D'une part, les prix et les salaires étaient bien moins flexibles que ne le laissait entendre la théorie. D'autre part, la persistance de déficits - ou d'excédents chroniques, selon les Etats - de la balance des paiements entachait la description idéalisée de ce dispositif et des automatismes de rééquilibrage qui lui étaient prêtés habituellement (Eichengreen, 1994, 42; Panic, 1992, 39, 54). Ces manquements au cadre modélisé étaient en fait maîtrisés par les organes monétaires, lesquels avaient su convertir l'approche théorique en une application viable, qui favorisait l'intérêt économique national par rapport à la défense des équilibres.

1.2.1 Les principales pratiques monétaires mises en œuvre

Dans les faits, les banques centrales ne se contentaient pas de transférer des quantités d'or ou de devises en compensation des opérations menées par leurs ressortissants. A l'époque, si les transactions d'origine commerciale avaient pris une ampleur nouvelle, les affaires financières n'étaient pas en reste. Le renforcement de l'industrialisation en Europe et le développement des échanges avaient simultanément stimulé le marché des capitaux, dont le centre mondial - à l'instar de celui des biens - était devenu Londres. Le fonctionnement international des changes fixes favorisant ce type d'affaires, les opérateurs bancaires en profitaient déjà et savaient saisir les opportunités internationales qui se présentaient (Marshall, 1997 (23), 135-136).

Dès lors, l'évolution des stocks d'or monétaire ne dépendait pas que des variations de la balance commerciale, mais était sujette à d'autres influences, amenées par les modifications enregistrées sur l'ensemble de la balance des paiements. En retour, les banques centrales savaient jouer de cet environnement à leur avantage, ce qui expliquait que le canal d'impulsion qu'elles utilisaient le plus pour ajuster leur politique était le *taux d'intérêt nominal à court terme*.

Sans vouloir entrer dans les détails pratiques, il convient pourtant de signaler que les institutions monétaires d'alors agissaient considérablement sur les mouvements d'or. En cas de sorties de capital qui auraient affaibli la devise nationale, les instances responsables n'hésitaient pas à augmenter les taux d'intérêt, afin de retenir ces fonds (Eichengreen, 1994, 45) et de préserver aussi bien la monnaie que leurs réserves, tout comme elles le faisaient en direction opposée, lors de forts afflux de placements, qui auraient renchéri les prix nationaux. En outre, les fonctions de prêteur de dernier ressort assumées par certaines banques centrales¹ leur donnaient un droit de regard sur les activités du secteur bancaire, avec lequel elles entretenaient par conséquent des relations étroites; les opérations de crédit ou d'escompte de titres qu'elles passaient avec les banques commerciales augmentaient leur potentiel dans la formation des taux et la diffusion de leur politique à l'ensemble de l'économie (Capie et al., 1994, 65). De telles pratiques n'étaient cependant pas à la portée de tous les pays prenant part à l'étalon-or. Pour pouvoir compter sur ces instruments, il fallait que la place financière soit assez large et qu'elle fonctionne efficacement, ce qui était principalement le cas en Angleterre, qui, en outre abritait le plus grand marché de l'or de l'époque, sur lequel les décisions de la Banque centrale étaient ressenties tout aussi directement (Triffin, 1985 (68), 124; Ford, 1985 (60), 145).

Cet état de fait permit à la Grande-Bretagne d'utiliser sa position dominante sur la scène économique mondiale, ce qui, en retour, fut même à l'avantage des autres nations et leur donna une marge de flexibilité supplémentaire. En effet, en raison des revenus croissants que le Royaume-Uni tirait des opérations sur les invisibles, il lui était possible d'assumer de larges déficits commerciaux qu'elle réglait par le biais de la monnaie nationale. Celle-ci se diffusa abondamment à l'extérieur des frontières anglaises et devint une devise clé, instrument de paiement accepté au même rang que l'or dans de nombreux pays, quand il ne s'agissait pas de monnaie de réserve détenue par certaines banques centrales² (Scammell, 1985 (65), 115; Piettre, 1970, 102; Kindleberger, 1986B, 78, 81).

Ce véritable fossé entre les règles écrites de l'étalon-or et l'action réelle des instituts d'émission laissait à ces derniers une bonne marge d'interprétation du système monétaire, qu'ils savaient gérer intelligemment.

1.2.2 *L'indépendance en gold standard*

Concernant l'analyse de l'étalon-or sous l'angle de l'autonomie des banques centrales, un des traits les plus remarquables réside sans doute dans la large adoption faite par le monde industrialisé et sa périphérie, sans pour autant qu'une telle application ait donné lieu à la signature d'un quelconque accord monétaire contraignant pour les Etats participants. Bien sûr, au départ, les gouvernements avaient décidé d'affermir l'unité de leur système monétaire respectif en tablant complètement ou essentiellement sur l'or, mais, par la suite, la continuité des opérations dépendait surtout du comportement des banques centrales nationales. La liberté d'interprétation dont elles jouissaient était considérable: du moment qu'elles assuraient la convertibilité de leur devise et reconnaissaient les autres monnaies

¹ Les banques centrales auxquelles étaient dévolues de telles fonctions étaient celles qui avaient connu le plus tôt l'industrialisation et qui avaient clairement pris le parti de se consacrer à la seule activité monétaire, tout en soutenant le secteur bancaire, mais sans plus le concurrencer (Capie et al., 1994, 69). Il faudra du reste attendre le début du XX^{ème} siècle pour que cette conception se généralise dans le monde industrialisé.

² Lorsque la livre était détenue en réserve par des non-résidents, il était question de "balances sterling". Avant l'éclatement de la Première Guerre Mondiale, il a été estimé que 40% de l'ensemble des réserves de change - qu'elles aient été dans des mains privées ou publiques - étaient détenues sous forme de livres sterling (Smit, 1934, 53; Eichengreen, 1996, 23).

rattachées, elles menaient les politiques de stabilisation qu'elles jugeaient adéquates. Notamment, les stérilisations d'entrées d'or étaient fréquemment pratiquées, afin d'éviter les ajustements de masse monétaire (Bordo, 1984, 26; Marshall, 1997 (23), 149, 258).

Très peu d'obligations liaient les instituts d'émission entre eux, si ce n'est qu'ils reconnaissaient Londres comme pivot du système, notamment au travers de l'acceptation des balances sterling. L'Angleterre était devenue par la force des choses le centre de l'étalon-or; pourtant, les réserves dont disposait sa banque centrale n'avaient pas été prévues pour répondre à une telle tâche et n'étaient donc pas assez élevées pour en assumer la stabilité. Dans cette situation, la banque nationale anglaise pouvait compter sur la collaboration de ses correspondantes étrangères, qui n'hésitaient pas à l'épauler en lui prêtant de l'or ou des devises, pratique qui avait du reste aussi cours entre les autres pays (James, 1996, 16; Capie et al., 1994, 12; Panic, 1992, 127). Si cette entraide mutuelle était courante entre les grandes nations, piliers du système - Grande-Bretagne, Allemagne et France -, les autres Etats n'étaient pas inféodés aux poids lourds de l'économie mondiale d'alors. Par exemple, lorsque les trois principales banques émettrices prenaient quelques libertés avec les pratiques de l'étalon-or, leurs homonymes moins prépondérants savaient se protéger de pareils comportements et pouvaient décider librement de suspendre la convertibilité en or, lui substituant des devises de réserve (BNS, 1982, 18). Néanmoins, les banques centrales œuvraient souvent et volontiers de concert, conscientes que la collaboration était une des clés de voûte de l'ensemble, qui ne souffrit par conséquent point de cette large autonomie de participation accordée aux pays alignés sur l'or.

Ce système de changes fixes devait aussi se concrétiser à l'intérieur du pays, où il était soumis, d'une part, aux relations entre la banque centrale et le gouvernement et, d'autre part, à celles qu'entretenaient les agents avec la monnaie du pays. Du point de vue de l'acceptation par les autorités, ces dernières laissaient une grande marge de liberté à leur institut d'émission, qui menait une politique nettement discrétionnaire, dont l'efficacité s'expliquait notamment par l'absence de pressions fiscales rencontrées et par la sérénité politique qui entourait leur action. La quasi inexistence d'importants efforts de guerre à financer, les bons résultats généralement obtenus dans le maintien des parités-or ainsi que sur le plan de la prévisibilité à long terme des prix, contribuèrent à ce succès et permirent aux banques centrales de travailler sans interférences majeures (Goodman, 1992, 27; Isard, 1995, 35; Capie et al., 1994, 11; Schwartz, 1987 (86A), 388). Non seulement ces performances concoururent à accroître leur crédibilité et à asseoir la réputation de fiabilité des dirigeants nationaux, mais cela se répercuta aussi sur les opérations monétaires menées au jour le jour par l'ensemble des utilisateurs. Ces derniers bénéficiaient de la qualité des services rendus par des instituts d'émission qui étaient à même de s'investir pour l'économie dans sa globalité et n'étaient plus limités au service de certains cercles privilégiés.

Si le degré d'indépendance factuelle était élevé, ces résultats ne contribuèrent pourtant pas à imposer l'autonomie formelle des banques émettrices (Goodman, 1992, 27). Mais, parallèlement, une certaine prise de conscience du rôle particulier dévolu aux instituts monétaires émergea: leur mission devait être axée sur l'intérêt général à long terme et ne plus se tourner sur des affaires commerciales, dictées par la recherche de maximisation du profit. En outre, dans les différents pays concernés, l'adoption d'une monnaie unique émise par un organe officiel rattaché au gouvernement contribua à édifier le concept d'Etat-nation. En retour, ce fut durant la période de l'étalon-or que plusieurs banques centrales de pays industrialisés furent fondées - Banque d'Italie en 1893, Banque nationale suisse en 1907 et Federal Reserve en 1913 -, ce qui montre clairement la dimension et la considération nouvelles qui étaient attribuées à l'activité monétaire (Capie et al., 1994, 10, 169, 172; Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994, 2; Panic, 1992, 25).

Néanmoins, après plus de quarante années de changes fixes, les banques centrales ne purent maintenir à elles seules le système, leur marge de manœuvre étant limitée par les prérogatives des Etats auxquels elles étaient rattachées. Cela tenait à deux éléments complémentaires: en premier lieu au fait que l'indépendance n'était absolument pas acquise de façon garantie et, deuxièmement, à la gravité de la crise internationale qui commençait et allait durer de nombreuses années.

1.3 *La refonte manquée de l'étalon-or*

Par le biais de la collaboration entre banques centrales des nations industrialisées, le système avait été à même de survivre à des turbulences aussi fortes que celles qui agiterent la sphère financière en 1907 et qui, partant des Etats-Unis, contaminèrent les grandes économies européennes.

1.3.1 *1914 – 1936: déroulement des faits*

Les tensions politiques eurent finalement raison de l'organisation monétaire. Le déclenchement des hostilités, en août 1914, et les premières vagues de mobilisation firent prendre d'assaut les guichets des banques, le public désirant minimiser ses risques et détenir autant de liquidités que possible. Les gouvernements furent prompts à suspendre la convertibilité-or de leur monnaie et la libre circulation du métal jaune, arguant que l'état d'urgence justifiait cette retenue sur le médium international d'échange. Les banques centrales ne furent pas en reste dans ce changement radical de cadre économique: elles réagirent avec un patriotisme marqué à cette nouvelle situation monétaire, contribuant à replier les économies nationales sur elles-mêmes et assurant les besoins de financement consécutifs à la guerre par le seigneurage (James, 1996, 16-17; Isard, 1995, 37; Goodman, 1992, 27), pratique pourtant quasi inexistante au cours des quatre décennies précédentes.

Les opérations de contrôle des changes menées dans différents pays industrialisés permirent de limiter les mouvements entre les devises, qui maintinrent leurs parités dans des fourchettes acceptables. Cette gestion active de la valeur extérieure de la monnaie prit fin dès 1919, suite au retour de la paix. Alors que seul le dollar vit sa correspondance avec l'or être restaurée, les autres monnaies connurent une période de flottement, durant laquelle les interventions officielles sur les cours restèrent discrètes. Néanmoins, la flexibilité qui suivit le conflit entraîna des fluctuations accusées, auxquelles il fut décidé de remédier conjointement. Des conférences internationales furent organisées à ce propos - notamment les rencontres de Bruxelles, en 1920, et Gênes, en 1922 -, sans pour autant amener une solution concertée satisfaisante. Entre autres motifs, si l'organisation proposée lors de cette deuxième conférence n'avait pas été reprise telle que proposée, la raison était essentiellement due au refus américain de devoir se "soumettre" à l'économie anglaise, ce qui lui aurait fait perdre du même coup sa marge de manœuvre pour décider de sa politique nationale. Cette assemblée eut cependant le mérite de tracer le profil du système qui devrait succéder au gold standard (Isard, 1995, 37-38; Macmillan Committee on Finance and Industry, 1985 (31), 185; Schwartz, 1987 (86), 398).

Mais, pour atteindre une organisation monétaire internationale comparable à celle qui prévalait avant 1914, il fallait encore que les pays soient en mesure de la soutenir. Or, les conditions d'exercice des banques centrales n'étaient plus semblables: soumis à des Ministres des Finances qui les employaient pour répondre aux besoins budgétaires via la création monétaire, les instituts d'émission n'étaient plus en possession de la marge de

manœuvre nécessaire pour renouer avec la coopération internationale d'avant-guerre (Eichengreen, 1994, 47-48). Du reste, l'ordre monétaire tel que proposé à Bruxelles ou à Gênes avait insisté sur le fait que les banques nationales devaient rester hors d'atteinte d'influences politiques, seule façon de stabiliser les budgets et de contenir les pressions inflationnistes internes, conditions préalables nécessaires au bon fonctionnement des relations de change. En outre, il fallait que les différents pays œuvrent en faveur de l'intérêt général, retrouvant le sens de la collaboration et de la coopération, car la recherche des seuls objectifs nationaux ne permettait pas de restaurer un ordre monétaire international digne de ce nom. A la décharge des Etats concernés, la guerre avait miné la confiance qui régnait entre eux avant le début des hostilités et sur laquelle était largement basée l'étalon-or (James, 1996, 19; Kindleberger, 1988A, 30-32; Capie et al. 1994, 53; Goodman, 1992, 28). Reste que la Première Guerre Mondiale avait surpris l'ensemble des protagonistes par son ampleur et les économies nationales s'en ressentaient.

Néanmoins, les gouvernements s'accommodaient mal de ces désordres et de l'absence de coordination extérieure des monnaies: ils s'engagèrent dès lors plus fermement dans la voie de la stabilisation. L'un des grands progrès qui déclencha la suite des événements fut le retour à une certaine normale de l'Allemagne. Après l'hyperinflation de 1922-1923, qui avait résulté de la monétisation de ses dettes de guerre et des déficits budgétaires, le gouvernement allemand avait pu renégocier le montant des réparations qu'il devait aux alliés et avait réussi à consolider sa base économique. Prenant exemple sur la marge d'autonomie considérable laissée à la Banque de France et à la Banque d'Angleterre, l'indépendance fut imposée à la Reichsbank si l'Allemagne voulait bénéficier des versements américains - prêts au titre du Plan Dawes. Ce changement contribua à calmer la situation et permit à la monnaie allemande, à partir de la fin août 1924, d'être à nouveau rattachée à l'or. Dès lors, la Grande-Bretagne lui emboîta le pas dès 1925, suivie par la France l'année suivante, puis par la majorité des Etats moins prépondérants, qui attendaient que les principales puissances se remettent aux changes fixes pour y adhérer à nouveau (Kindleberger, 1988A, 35-36, 42-43, 46; Capie et al., 1994, 130, 134, 156).

L'étalon-or d'après 1925 avait en fait connu peu de modifications par rapport au modèle original, bien que, formellement, il s'agît d'un étalon-devise-or. Si les pièces d'or ne pouvaient plus circuler à l'intérieur des pays, les résidents étaient pourtant autorisés à détenir des lingots et les banques centrales continuaient à importer et exporter du métal jaune en règlement. Comme cela était le cas avant-guerre, de nombreuses banques centrales périphériques se voyaient permettre la détention de réserves de change constituées uniquement en devises étrangères, l'or n'étant plus obligatoire. Différence notoire dans la composition des avoirs des instituts monétaires: la livre sterling devait partager sa position dominante et était fréquemment associée au dollar, ainsi qu'à d'autres unités de compte. En outre, la plupart des nations restèrent fidèles aux pratiques qui avaient cours lors de la première version de l'étalon-or, s'accordant une bonne marge d'interprétation de la situation économique et agissant surtout au cas par cas (Eichengreen, 1992 (90), 358; Nurkse, 1985 (44), 204-205). Mais, malgré les recommandations de Gênes, l'activité monétaire restait fortement politisée, étant donné que le sous-emploi nécessitait une fiscalité très active, qui empêchait dès lors les instituts d'émission de suivre strictement les engagements pris sur le front des changes. De plus, ces contraintes au niveau interne empêchaient que la coopération entre nations soit efficace en cas de tensions sur la valeur extérieure de la monnaie et grevaient fortement le fonctionnement souple de l'ensemble (Eichengreen, 1994, 48).

Si les ressemblances avec la première mouture de l'étalon-or étaient nombreuses, une différence de taille contribua à compliquer les choses et hypothéqua lourdement un éventuel succès: l'absence d'un leader en mesure d'être le centre. Ce rôle tenu jusqu'en 1914 par l'économie anglaise ne pouvait plus être assumé par ce pays - trop affaibli par les conséquences du conflit -, ni revenir aux Etats-Unis, dont l'émergence récente sur la scène internationale, ainsi que le peu d'expérience de l'institut d'émission - fondé en 1913 seulement - ne concouraient pas à en faire le chef de ligne attendu (De Grauwe, 1996, 15).

Dès 1929, les faiblesses du système devinrent de plus en plus évidentes, amplifiées encore par le crash d'octobre, auquel la crise des matières premières de 1925 avait pourtant servi de signal d'alarme. D'un côté, plusieurs pays relevaient le manque de métal jaune nécessaire à l'expansion monétaire, alors que, parallèlement, certains gelaient les entrées d'or, tandis que d'autres recouraient fortement aux prix administrés, qui, en moyenne, ne reflétaient plus leur niveau d'équilibre. Cette situation monétaire chaotique provoquait plus d'inconvénients que d'avantages, ce qui amena, à partir de 1931, l'abandon progressif de l'étalon, les pays en sortant les uns après les autres, sur l'exemple de la Grande-Bretagne qui franchit le pas la première. S'ensuivit une nouvelle période de flottement, où, étant donné la dépression économique internationale, les monnaies subissaient des dépréciations compétitives qui ne faisaient qu'aggraver la situation.

Pour remédier à ces désordres, fut tenue à Londres, en 1933, une Conférence Economique Mondiale, mais ses ambitions de stabilisation des monnaies sur l'or furent sans résultat. Face à cet échec, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, la Pologne et la Suisse unirent leurs efforts et formèrent le bloc-or¹. Mais face aux dépréciations qui touchaient les monnaies non alignées sur le métal jaune, les membres de cette union monétaire se retrouvèrent avec des taux de change surévalués. En mars 1935, la Belgique fut la première à se détacher de l'étalon, par le biais d'une dévaluation de 28%. Elle fut suivie à intervalles réguliers par les autres membres, qui, se trouvant à tour de rôle dans des situations économiques difficiles, choisirent de rompre le lien qui les unissait à l'étalon. Mais le coup de grâce fut donné lorsque la France - centre du système - dévalua en septembre 1936, décision que durent se résoudre à suivre les deux Etats les plus fidèles au bloc-or, les Pays-Bas et la Suisse². Néanmoins, les désordres au niveau des changes ne disparurent pas pour autant et, tout de suite, en octobre 1936, un essai de coordination entre la France, l'Angleterre et les Etats-Unis fut entrepris³. Mais les considérations nationales prirent une fois encore le pas sur la stabilité des changes (James, 1996, 22-23; Isard, 1995, 42-44; Kindleberger, 1988A, 222, 1986B, 464-467; Vanthoor, 1997, 57; Société des Nations, 1944, 145; Schwartz, 1986B, 395).

¹ En plus de l'attachement à l'or, la formation de cette communauté d'intérêts transcrivait aussi une réaction par rapport aux autres groupements monétaires qui avaient vu le jour dans les années 1930. En effet, à côté du bloc-or, fonctionnaient la zone sterling (Commonwealth britannique et Scandinavie), la zone dollar (Etats-Unis, pays d'Amérique centrale et du Sud), la zone de contrôle des changes de l'Europe du centre et du sud-est (avec l'Allemagne comme chef de file) et la zone yen (regroupant les possessions japonaises et exerçant une forte influence en Extrême-Orient) (Société des Nations, 1944, 225).

² La Suisse fut le dernier pays à décrocher de l'or, en dévaluant sa monnaie par rapport à la parité légale, à la fin septembre 1936 (BNS, 1982, 19; Eichengreen, 1996, 87-88).

³ Cette coopération au niveau des changes était connue sous le nom d'"accord tripartite". La Suisse et les Pays-Bas, qui avaient participé en tant qu'observatrices à la négociation de l'accord, s'y joignirent suite à l'échec du bloc-or et après dévaluation de leurs monnaies (Kindleberger, 1986B, 467).

1.3.2 L'importance de l'indépendance en changes fixes

Les leçons à tirer de l'étalon-or et de sa déchéance, qu'il s'agisse de sa suspension en 1914 ou de son retour manqué en 1925, concernent directement la notion d'indépendance des banques centrales. Même si, à l'époque, un tel concept institutionnel était encore hors de discussion¹, la marge de manœuvre accordée aux organes monétaires semble avoir fait toute la différence entre les périodes de réussite de coordination des changes et celles caractérisées par des échecs. Notamment, tant que la Banque d'Angleterre et la Banque de France jouirent d'une certaine liberté d'action par rapport à leur gouvernement, ce qui, durant le gold standard, fut le cas, respectivement, jusqu'en 1917 et 1936 (Capie et al., 1994, 130, 134), les deux instituts d'émission furent à même de gérer beaucoup plus efficacement les questions monétaires que par la suite, lorsque les autorités politiques s'en chargèrent activement.

De plus, pour qu'une collaboration fructueuse ait lieu, il fallait que les différentes nations considèrent le système monétaire international comme un bien collectif, dont l'obtention profitait à tous, mais pour lequel quelques concessions devaient être consenties (De Grauwe, 1996, 13). Or, si cela semble avoir été compris du côté des dirigeants des banques centrales, des raisons politiques évidentes amenèrent les gouvernements à se replier sur leurs préoccupations internes - et notamment électorales -, contraignant l'administration monétaire à les suivre.

Ce manque de volonté politique tranche avec les efforts de restauration du gold standard. Les Etats voyaient en son retour la promesse de renouer avec la croissance qui avait caractérisé aussi bien la fin du XIX^{ème} que le début du XX^{ème} siècles et à laquelle le cadre monétaire international d'alors avait fourni une base porteuse. Or, il ne suffisait pas de proclamer sa réintroduction pour que la confiance revienne. En effet, pour qu'un accord de change fixe soit considéré comme fiable, il fallait qu'il puisse s'appuyer sur la durée et, par ricochet, sur la crédibilité de l'engagement des banques centrales concernées. Ces dernières devaient pouvoir s'engager dans ce but, sans être contraintes par des considérations annexes, d'ordre politique ou diplomatique. Ces nécessités tranchaient avec le contexte de l'époque. En effet, en 1925, l'obstination de nombreux pays à rétablir leurs anciennes parités d'avant-guerre montre à quel point une certaine honnêteté économique faisait défaut. Il semble finalement que le deuxième acte de l'étalon-or ait été davantage le fruit de décisions destinées à asseoir le prestige des nations participantes. Le cas le plus emblématique fut celui du Lion britannique, qui n'accepta pas d'avoir perdu de sa superbe et, entre autres, au travers de la fixation excessive de son taux de change, s'entêta à vouloir conserver une autorité économique révolue. Ce type de motivations devint carrément de l'obstination lors de la crise de 1929, où, au lieu de dévaluer le plus rapidement possible en décrochant de l'or, les nations - Etats-Unis en tête - préférèrent, honneur et crédibilité obligent, ne pas dévier de leur parité (The Economist, September 5th 1998, 19), ce qui, en fin de compte, aggrava la situation et amena à l'effondrement des accords de change.

Ce manque de collaboration entre espaces étatiques devint symptomatique et dépassa les seules questions monétaires: finalement, il exacerba les tensions à leur paroxysme. A l'issue

¹ En revanche, un thème âprement discuté alors était celui du "free banking", école de pensée monétaire dont l'un des chefs de file était F. Hayek, qui soutenait que les banques commerciales pouvaient à elles seules soutenir le cadre monétaire. La banque centrale était considérée comme inutile, voire nuisible, à l'ensemble et la libre concurrence dans l'émission était censée apporter un fonctionnement optimal (Goodhart, 1995 (92A), pp. 88-89; Diatkine, 1992, 14).

de la Deuxième Guerre Mondiale, l'ampleur des dégâts était telle qu'elle offrait une base où tout reconstruire, système monétaire international compris.

Par. 2 L'ordre de Bretton Woods

Un an avant la fin du deuxième conflit mondial, des émissaires des pays alliés se réunirent à Bretton Woods¹. Leur but était d'identifier et de remédier aux insuffisances dans les relations économiques internationales qui avaient caractérisé les années 1930 et qui avaient permis la montée du protectionnisme, l'instauration des contrôles des changes et l'emploi des dépréciations compétitives dans de nombreuses nations (Schwartz, 1987 (86), 391, 393; Gide, Rist, 1959, 745). En effet, il apparaissait clairement que ce repli agressif des économies sur elles-mêmes avait occasionné une bonne partie des tensions, d'abord internes, puis externes, qui avaient fini par dégénérer en guerre. Il s'agissait aussi de s'interroger sur l'échec de la restauration de l'étalon-or, dont la reprise n'avait été qu'un feu de paille.

Mais la situation de 1944 n'était plus identique à celle de 1925: les Etats-Unis s'imposaient cette fois en incontestable leader, dont la coopération permettrait de relever les Etats européens de l'anéantissement dans lequel ils se trouvaient et d'émerger des déséquilibres nettement plus accentués que ceux qui avaient été consécutifs à la fin de la Première Guerre Mondiale.

Sans l'intervention militaire américaine, l'issue de la Deuxième Guerre aurait été plus qu'incertaine pour les pays européens. En 1944 déjà, la prédominance des Etats-Unis dépassait le cadre de la seule force armée pour s'étendre aussi à l'économie, dont l'intégration avec le reste du monde et le Vieux Continent en particulier était une réalité établie. Qui plus est, l'asymétrie économique était aussi plus accusée: l'Amérique détenait la majorité des réserves d'or mondiales. En outre, entre les années 1920 et 1940, les autorités américaines avaient gagné en maîtrise dans la gestion du système international. Dès lors, ce pays était en mesure de reprendre le rôle joué auparavant par la Grande-Bretagne, à la différence que la situation n'était plus comparable à celle du gold standard et qu'il dicta de façon beaucoup plus précise le cadre du système monétaire dont il entendait être le centre (Panic, 1992, 23, 1995, 37; Capie et al., 1994, 23; Eichengreen, Kenen, 1994, 16).

Néanmoins, il apparaissait clairement que l'hégémonie d'un seul pays ne suffirait pas à éviter le retour des événements catastrophiques des années 1930. Pour cette raison, il fut décidé d'établir un ordre international à la fois plus clairement défini et contraignant, dépassant les seules questions monétaires. Dans ce but, la réunion de Bretton Woods prévint la création de plusieurs institutions internationales (Fonds monétaire international, Banque internationale pour la reconstruction et le développement, Organisation internationale du commerce²), dont les missions complémentaires permettraient d'assurer une certaine supervision des politiques nationales et de favoriser la coopération entre les membres de ces

¹ Les débats furent dominés par la délégation anglaise, dirigée par le prestigieux Lord Keynes, et la représentation américaine, menée par Harry White, sous-secrétaire au Trésor américain. Même si le document final qui fut publié suite à ces négociations fut appelé "Joint Statement by Experts on the Establishment of an International Monetary Fund" (Bordo, 1993, 32), le contenu était nettement inspiré par les propositions de White. Les positions de ce dernier s'imposèrent le plus nettement, étant donné la prépondérance internationale qu'avait acquise son pays sur le reste du monde.

² L'OIC (Organisation internationale du commerce), prévue lors de la Conférence de Bretton Woods, ne verra cependant jamais le jour. Elle cédera la place au GATT (1947), qui, bien qu'accord partiel et intérimaire, ne sera remplacé qu'en 1995 par l'Organisation mondiale du commerce.

organisations (Eichengreen, Kenen, 1994, 12-14). Mais les décisions les plus marquantes eurent sans doute pour objet les accords de change.

2.1 Les dispositions régissant l'étalon-devise-or de 1944

Si, précédemment, l'étalon-or avait pu fonctionner aussi longtemps et sans qu'aucun accord formel ne soit passé entre participants, c'est qu'il se basait sur des politiques intérieures stables, qui permettaient en retour la coordination des changes. Lors des accords de Bretton Woods, les économies européennes n'étaient plus dans une telle situation et il fut décidé d'agir de façon opposée: s'appuyer sur des règles monétaires internationales qui demandaient un engagement résolu des nations participantes et qui, en échange, amèneraient des conditions cadre internes équilibrées (Schwartz, 1987 (86), 391). En outre, une participation étendue du monde industrialisé était clairement visée. L'essai de coordination limitée qui avait été conclu dans les années 1930, connu sous l'appellation "d'accord tripartite" et qui, après que la définition à l'or avait été abolie, avait tenté une harmonisation de la valeur des monnaies française, anglaise et américaine, devait être dépassé (Isard, 1995, 43-44). D'une part, un nombre aussi restreint d'économies jouant les règles du jeu ne suffisait pas à équilibrer l'ensemble et, d'autre part, un si petit comité manquait de légitimité et d'autorité pour exercer des pressions efficaces en cas de défection d'un des membres formels.

Forts des expériences passées, les quarante-quatre Etats représentés à Bretton Woods en juillet 1944 adoptèrent les résolutions prises, pour finalement les mettre en pratique en décembre 1946¹, où seuls trente-deux pays les suivirent² (Isard, 1995, 45). Deux axes principaux articulaient le nouvel ordre monétaire international et étaient destinés à ne plus répéter les faiblesses qui avaient eu raison du gold standard.

2.1.1 La définition de la monnaie sur le plan international

Le procédé retenu à Bretton Woods était d'obtenir un système de changes fixes mais ajustables, basé sur un dollar librement convertible en or. Pour ce faire, chaque Etat participant à ces accords devait déclarer la parité de sa monnaie en métal de référence ou en dollar, ce dernier équivalant à la proportion suivante: trente-cinq dollars représentaient une once d'or fin (soit 31,103481 grammes)³. Ces définitions bilatérales devaient être par la suite défendues par les banques centrales concernées, étant entendu que le cours constaté sur le marché ne devait pas différer de plus ou moins un pour-cent – à la hausse ou à la baisse – par rapport à sa valeur officielle⁴. De son côté, la Federal Reserve était censée contribuer au maintien de ces équilibres, intervenant également pour maintenir les parités dans la bande de fluctuation autorisée (L'Huillier, 1971, 119-120; Marchal, 1975, 21).

¹ Quant aux activités proprement dites du FMI en tant qu'institution, elles ne débutèrent que le 1^{er} mars 1947 (FMI, septembre 1994, 25).

² Cette baisse d'effectif tient au fait que, parmi les pays participant à la négociation, un certain nombre se trouvait sous la domination de l'URSS, qui, en refusant les décisions de Bretton Woods, empêcha également ses satellites de s'y conformer. Bien que l'URSS ait pris part aux discussions, les aboutissants de cette réunion étaient incompatibles avec la doctrine du régime communiste et ses applications économiques. Pour certains, le refus soviétique d'adhérer aux institutions internationales marque le début de la Guerre froide (James, 1996, 70-71).

³ Cette relation entre la monnaie américaine et l'or n'était pas nouvelle: elle avait été fixée avant-guerre par le Gold Standard Act de janvier 1934 (L'Huillier, 1971, 119).

⁴ Dès lors, comme dans le gold standard, fonctionnait un système de points d'entrée et de sortie (cf. chapitre 4, par. 1^{er}), à la différence que, dans le SMI de Bretton Woods, le dollar était utilisé en lieu et place de l'or (Gaudard, 1997, 67).

Mais ce mécanisme n'était que théorique: les Etats-Unis détenaient alors le soixante-dix pour-cent des stocks mondiaux d'or et les pays européens étaient confrontés à de graves manques de réserves, ces dernières ayant été réduites par l'important effort de guerre à financer et ses conséquences dévastatrices. Dès lors, en pratique, la banque centrale américaine se chargeait uniquement d'effectuer des opérations de rééquilibrage des taux de change grâce au métal jaune - échangeant du dollar contre de l'or ou vice versa à tout institut d'émission qui en faisait la demande. Ses rares interventions sur les marchés avaient pour but d'éviter des variations subites dans son stock d'or, changements déstabilisateurs qui auraient été dus à des mouvements de capitaux à court terme. Du côté des autres banques nationales, leurs actions compensatrices sur les marchés avaient pour médium le dollar¹. Le système d'étalon-devise-or prévu à Bretton Woods s'était métamorphosé, au contact de la réalité, en un dispositif asymétrique, dans lequel les banques centrales non américaines s'engageaient à défendre chaque parité bilatérale face au dollar, alors que la Federal Reserve n'assurait de facto que la parité officielle du billet vert par rapport à l'étalon métallique, qui devait constituer la majeure partie de ses réserves. Le solde détenu en devises étrangères - livre sterling essentiellement - n'était utilisé que lors d'actions bilatérales de soutien aux monnaies émises par d'autres banques centrales (De Grauwe, 1996, 17-18; Gilbert, 1985 (68), 231, 233; Lelart, 1993, 36-37).

En fait, le fonctionnement pratique des accords de Bretton Woods s'approchait de ce qui aurait été souhaité à Gênes, mais qui ne put être obtenu, faute de volonté politique. En effet, il y avait été prévu de limiter la convertibilité en étalon métallique de certaines devises clé - livre sterling et dollar notamment -, afin d'éviter que l'insuffisance du stock d'or mondial, par trop réduit pour couvrir l'ensemble des besoins monétaires, ne provoque un mouvement déflationniste (De Grauwe, 1996, 18). Cependant, il y avait des différences fondamentales dans le fonctionnement de ces deux schémas. La première d'entre elles était que, sous le système de Bretton Woods, les taux de change étaient ajustables (i.e. à savoir que leur définition par rapport à l'étalon pouvait être modifiée) en cas de déséquilibre fondamental. Quant à la deuxième divergence par rapport à l'entre-deux-guerres, elle résidait dans la mise en place d'une institution internationale nouvelle, le Fonds monétaire international (FMI), désigné pour s'assurer de la robustesse des politiques économiques menées dans les pays participants et leur prêter main forte lors de déséquilibres particuliers, survenus dans le cadre de la balance des paiements (Eichengreen, 1996, 93).

L'introduction de cette dernière nouveauté était d'une importance majeure. Depuis les années 1930, les Etats engagés dans de telles conventions étaient bien conscients que des déclarations de principe ne suffisaient pas à certifier que toutes les mesures seraient prises pour garantir un fonctionnement global.

2.1.2 Le Fonds monétaire international

Pour éviter que le manque d'engagement et de bonne volonté ne minent la nouvelle organisation monétaire internationale, les négociateurs de Bretton Woods avaient prévu que le FMI serve à la fois de mécanisme contraignant et d'instrument de rééquilibrage en cas de nécessité, afin que des difficultés spécifiques ne viennent pas mettre à mal la totalité des rapports de change. A l'instar des autres institutions ayant eu pour origine la conférence de 1944, le FMI marquait un tournant remarquable dans l'histoire des relations économiques

¹ A l'exception près des pays de la zone sterling, dont les monnaies étaient rattachées à la livre. Ces économies devaient assurer la fixité face au "sous-étalon" anglais, tandis que la Banque d'Angleterre se chargeait de stabiliser la livre face au dollar (Gilbert, 1985 (68), 231).

internationales. En effet, c'était la première fois qu'un organisme était officiellement chargé de coordonner les politiques monétaires des pays¹.

Le fonctionnement du FMI s'appuyait sur trois piliers essentiels. Le premier d'entre eux était évidemment que les membres du Fonds devaient définir leur taux de change face au dollar ou à l'or et le maintenir dans une marge d'un pour-cent de fluctuation maximale (article XX). La deuxième condition découlait de la première et stipulait que, en cas de déséquilibre fondamental au niveau de la balance des paiements, un pays était en droit d'ajuster sa monnaie. En dernier lieu, le FMI devait mettre des lignes de crédit à disposition si des déficits temporaires et cycliques de la balance des paiements ne pouvaient être financés autrement. En limitant ce soutien à un pourcentage de la quote-part² détenue par l'Etat membre et en déterminant la façon dont il pouvait être employé, il s'agissait d'éliminer durablement ces perturbations (Eichengreen, 1996, 97; Isard, 1995, 46).

De la sorte, le FMI veillait non seulement à ce que les engagements pris au niveau de la définition des taux de conversion soient tenus et que la stabilité des monnaies entre elles ne viennent pas compromettre l'équilibre général, mais, de plus, grâce aux mécanismes de financement proposés, d'éviter que les difficultés de règlement des uns ne se répercutent sur la balance des paiements d'autres nations, ce qui aurait également mis les accords monétaires internationaux à rude épreuve. Pour préserver la solidité du jeune système de change, le Fonds permit, pendant une période transitoire, le maintien des restrictions de paiements - soit la suspension de la convertibilité³ entre les monnaies - telles qu'elles avaient été adoptées au cours de la guerre (article XIV). A cette mesure s'ajoutait l'autorisation de contrôler les mouvements internationaux de capitaux et cela dans le même but que la limitation précédente (Schwartz, 1987 (83), 337-338; Isard, 1995, 46).

Le cadre délimité à Bretton Woods et mis en pratique au sein du FMI entraînait une certaine subordination des banques centrales concernées, qui devaient adopter une nouvelle attitude, afin que l'ensemble puisse fonctionner comme souhaité.

2.2 Situation des instituts d'émission monétaire

Le contexte monétaire qui découlait des accords des Bretton Woods ne fut pas figé dans les règles qui constituaient son cadre, mais connut deux grandes phases d'application: l'une plus contraignante et partielle, étant donné qu'il fallait remettre d'aplomb les économies encore fragilisées par le deuxième conflit mondial, et une seconde période nettement plus complète dans son fonctionnement, tel que ses concepteurs l'avaient prévu. Cet environnement et son évolution eurent une influence sensible sur les devoirs et la marge de manœuvre des banques centrales impliquées.

¹ La Société des Nations (1920-1946) comprenait bien une commission chargée des questions économiques, mais qui ne fut jamais aussi spécialisée et coercitive que le FMI (Colliard, 1990, 354, 360, 364).

² Les quotes-parts totales du FMI correspondaient, en 1947, à 7,7 milliards de dollars, montant calculé en fonction du volume des échanges commerciaux de l'époque. Selon sa participation au commerce, chaque pays devait déposer une somme déterminée (dont 25% était en or ou, le cas échéant, dont le 10% correspondait à ses réserves officielles en or et en dollars), sur laquelle il pouvait tirer si besoin était pour effectuer des paiements internationaux auprès d'autres membres du Fonds. Deux types de tirage avaient cours: ceux dans la "tranche-or", soit l'obtention de ressources qui n'excédaient pas la quote-part du membre concerné, et ceux dans les "tranches de crédit", pour les moyens empruntés dépassant l'avoir obligatoire (Colliard, 1990, 739-740; Schwartz, 1987 (83), 333).

³ Par convertibilité, il faut entendre ici la capacité qu'a un agent privé d'exécuter ou de recevoir des paiements dans la monnaie d'un autre pays que le sien. En revanche, dans le système de l'étalon-or, la convertibilité avait trait à la possibilité pour un ressortissant de convertir n'importe quelle monnaie en or, cette opération étant réalisée au prix officiellement fixé du métal jaune (Triffin, 1960, 2; Bordo, 1993, 37).

2.2.1 1946-1958: la mise en place

Le système présenté auparavant ne put fonctionner réellement qu'à partir de 1958. Jusqu'à ce moment, la plupart des monnaies des pays industrialisés demeurèrent non convertibles. Bien que les banques centrales achetassent et vendissent les devises aux prix qui avaient été fixés officiellement, les agents économiques n'étaient pas autorisés à effectuer ce type d'opération et devaient s'en référer à leur institut d'émission s'ils avaient besoin de moyens de règlement étrangers (De Grauwe, 1996, 21-22).

Il n'y avait rien d'étonnant à ce que, durant la première période de mise en application des accords de Bretton Woods, les banques centrales aient conservé le monopole des opérations sur l'or, conformément à la situation des années 1930 (Johnson, 1992 (72), 427) et si référence est faite au changement de statut qu'elles connurent durant la guerre. En effet, au cours de ces six années de conflit et de la période déjà fort agitée qui les précéda, les organes monétaires avaient été inféodés à leur gouvernement respectif, même dans les cas où, traditionnellement, ils étaient réputés plutôt indépendants. Signe tangible de cette reprise en mains: ce fut durant ce laps de temps, ainsi qu'au cours de l'immédiat après-guerre, que plusieurs d'entre eux furent formellement nationalisés, afin que la maîtrise de leurs activités soit clairement sous la coupe des autorités (cf. tableau 5). Cet état de fait donnait aux instances gouvernementales un contrôle plus net sur les activités des organes monétaires, dirigisme qui s'expliquait aisément par la piètre situation économique des pays d'Europe, dont le manque accusé de moyens de paiements ne leur permettait pas d'entretenir des relations commerciales et financières normales, mais qui devaient être administrées.

Tableau 5 Nationalisation* de banques centrales, années 1930-1940

Banque centrale	Année
Danmarks Nationalbank	1936
Reserve Bank of New Zealand	1936
Bank of Canada	1938
Banque de France	1945
Bank of England	1946
Nederlandsche Bank	1948
Banque Nationale de Belgique	1948
Norges Bank	1949

* par nationalisation, il faut comprendre que soit l'Etat possède complètement la banque centrale, soit qu'il en est au moins l'actionnaire majoritaire.

Source Capie et al., "The development of central banking", Cambridge, 1994, 23

a) L'adaptation à un cadre monétaire incomplet

Une tentative notoire de retour à plus de souplesse fut celle entreprise par la Grande-Bretagne. En 1947 déjà, ce pays voulut instaurer à nouveau la libre convertibilité - à taux de change fixe, évidemment - entre la livre et le dollar. Cette opération était même vivement encouragée par les Etats-Unis, qui en avaient fait une des conditions à remplir pour que l'économie anglaise puisse bénéficier d'un prêt américain. L'idée qui sous-tendait ce projet

était qu'il fallait instaurer la liberté de transaction de façon échelonnée, en commençant par les monnaies dont le statut hiérarchique était le plus haut. De plus, à ce moment, la livre était encore la monnaie de réserve dominante, ce qui explique pourquoi il était important de la rendre convertible à nouveau. Néanmoins, après sept semaines seulement de change libre, les autorités britanniques durent retourner à la non convertibilité, car les forces du marché jugèrent immédiatement la devise comme surévaluée¹. L'Angleterre eut beau sacrifier plus du quatre-vingt-dix pour-cent des 3750 millions de dollars qu'elle venait juste d'emprunter, la stabilisation de la livre fut impossible (Kindleberger, 1986B, 505-507, 522; Bordo, 1993, 47; Dehem, 1972, 164). En fin de compte, la livre fut dévaluée en 1949, événement dont profitèrent également la plupart des autres nations européennes pour ajuster à la baisse leur monnaie face au dollar². Ces opérations de réaligement avaient été conclues avec l'aval du FMI, qui y voyait un moyen de stimuler les exportations des pays concernés, projection vérifiée par la suite dans les faits (Schwartz, 1987 (83), 334; Isard, 1995, 48; James, 1996, 95). Dès lors, le dollar put commencer à réellement s'imposer comme centre du système monétaire international (SMI), le crédit de la livre dans ce contexte ayant été sérieusement entaché.

b) L'asymétrie de la notion d'indépendance

Durant cette première période, il va sans dire que l'autonomie des instituts d'émission était un vain mot, les différentes économies étant trop accaparées par le processus de régénération de leur tissu national. Le cadre institutionnel avait même été élargi pour leur faciliter la tâche. En effet, lorsqu'il était devenu clair que la convertibilité des monnaies ne se ferait pas de si tôt, contrairement à ce qui avait été prévu initialement, il fut décidé d'officialiser temporairement la situation monétaire tout en encourageant la reprise des échanges régionaux. Dans ce sens fut créée, en 1949, l'Union Européenne de Paiements (UEP), soit un système de compensation multilatéral des opérations courantes. Cet organisme permettait de dépasser l'entrave de la non convertibilité des monnaies entre elles et le bilatéralisme des échanges - équilibre de la balance des paiements oblige -, pour relancer le commerce entre les nations membres de ce groupement (Lelart, 1993, 49-50). Néanmoins, cela ne changea en rien la situation des banques centrales, qui voyaient leur rôle cantonné à celui d'exécutantes des prérogatives nationales, se limitant au plus à avertir les autorités, lorsque la politique intérieure menée leur faisait craindre un réaligement qui n'aurait pas été conforme au cadre monétaire de Bretton Woods. Pourtant, ce contexte avait aussi ses avantages: tenues à la seule discipline de l'équilibre de la balance des paiements, les autorités monétaires réglaient leurs dus essentiellement en dollar ou en monnaie nationale et évitaient ainsi des sorties d'or, qui auraient sans aucun doute inquiété des populations tout juste rescapées du deuxième conflit mondial (Goodman, 1992, 29; Gilbert, 1985 (68), 233).

¹ La principale difficulté venait des balances sterling, constituées durant la Deuxième Guerre et toujours détenues par d'importantes dépendances britanniques. Même si certaines de ces économies créancières acceptèrent de les échanger contre des investissements anglais sur leur territoire ou de les utiliser pour financer des importations en provenance de la Grande-Bretagne, voire d'effacer les dettes anglaises, dans beaucoup d'autres cas les détenteurs non-résidents de la livre l'échangèrent contre du dollar, provoquant une pression insoutenable sur le taux de change (Kindleberger, 1986B, 505-506).

² En 1946, de nombreux pays avaient tenu à reprendre la parité contre le dollar qu'ils avaient avant-guerre et qui, dans leur situation, était surévaluée. Il ne fut par conséquent pas étonnant que, en 1949, la livre et les monnaies scandinaves dévaluèrent de 30%, la France de 22%, l'Allemagne de 20%, le Portugal ainsi que la Belgique de 13% et le Canada de 9%. Du reste, ce réaligement ne constituait pas un précédent, puisque, en janvier 1948, la France avait déjà dévalué le franc et imposé des taux de change multiples, contrairement à l'avis du Fonds. En 1949, elle mit fin à ces pratiques et profita du contexte pour se donner une nouvelle valeur face au dollar (Bordo, 1993, 39, 46; James, 1996, 95).

Le seul institut monétaire qui pouvait se prévaloir d'une certaine marge de manœuvre était la Federal Reserve. A l'instar de l'Angleterre durant le gold standard, les Etats-Unis n'étaient tenus par aucune obligation légale de s'assurer que leurs choix de politique intérieure n'affectaient pas la stabilité de l'ensemble. En tant qu'émetteurs de la monnaie-centre, ils se voyaient évidemment dispensés de se plier à la contrainte extérieure. Etant donné que, durant la première période des accords de Bretton Woods, ils détenaient la plus grande partie des stocks d'or et qu'ils dominaient les échanges commerciaux et financiers internationaux, les autres banques centrales acceptaient de détenir des dollars dans leurs réserves de change. Dès lors, cet état de fait permit à l'économie américaine d'accumuler des déficits de la balance des paiements - qu'elle avait seule le privilège de régler dans sa propre unité de compte¹ -, dans la mesure où les autres nations désiraient détenir de la monnaie américaine, le système en étant alors dépendant pour couvrir ses besoins de liquidité (Eichengreen, 1996, 115; L'Huillier, 1971, 191). Autre avantage de sa position dominante: la banque centrale américaine put la première décider d'abandonner la plupart des contrôles sur les capitaux qui avaient été introduits durant les hostilités, gain d'efficacité appréciable par rapport aux autres économies (Capie et al., 1994, 25).

Même la Banque du Canada et la BNS, dont les monnaies furent très tôt, à côté du dollar américain, les autres devises convertibles, ne pouvaient composer qu'avec une indépendance restreinte. Le Canada, dont l'économie, à l'instar de la Suisse, avait relativement peu souffert de la guerre, mais qui, contrairement à la Confédération helvétique, était alors membre du FMI, dut volontairement renoncer au système de changes fixes. En effet, suite à une entrée massive de fonds américains d'investissement - faisant craindre une poussée inflationniste -, la Banque du Canada préféra laisser flotter son taux de change plutôt que de risquer une réévaluation inappropriée. Cette situation, qui devait être temporaire, dura pourtant de 1950 à 1961 et cela malgré l'opposition du FMI à une telle conduite de la politique de change (Gilbert, 1985 (68), 247; Bordo, 1993, 46-47). La pression extérieure était si forte qu'aucune alternative ne se présentait, mis à part pour le dollar canadien de se mettre en périphérie de l'ensemble. Même si l'acceptation des accords de Bretton Woods supposait des pays engagés un certain assujettissement aux règles édictées et, par conséquent, de renoncer à une partie de leur souveraineté monétaire (Humphreys, 1993, 50), l'exemple du Canada montrait jusqu'à quel point les exigences externes pouvaient être contraignantes.

Quant à la situation de la banque centrale suisse, elle était très intéressante sous l'angle de l'indépendance, puisque la Confédération helvétique était l'un des seuls pays industrialisés à ne pas faire partie du FMI². Les autorités craignaient alors qu'une adhésion ne perturbe leurs relations commerciales, puisque leur devise convertible pouvait être déclarée comme étant "rare" par le FMI, ce qui aurait permis aux autres membres de l'institution de limiter le trafic des paiements en francs suisses. Parmi les autres motifs³ à cette abstention, la BNS s'en tenait à une certaine fixité du taux de change par rapport au dollar, mais elle n'était pas

¹ C'est ce que Jacques Rueff appela "le déficit sans pleurs", inhérent au système du gold exchange standard (Piettre, 1970, 437). Voir aussi infra.

² L'adhésion de pleins droits de la Suisse aux institutions de Bretton Woods ne se fera qu'en 1993.

³ Une des autres raisons de cette non-participation était la neutralité extérieure de la Suisse. Cette particularité l'empêchait de prendre part à une organisation internationale qui n'avait pas encore son caractère universel (Gaudard, 1997, 89). Néanmoins, la France aurait souhaité que soit appliqué un double taux de change face à la monnaie helvétique, dans le but de promouvoir les exportations françaises. Mais, comme elle voulait que cette mesure s'étende aussi au dollar américain, sa proposition fut rejetée par le FMI. Ce refus ne l'empêcha pas - en 1948 - de mettre ses idées à exécution, ce qui équivalut, par rapport aux devises fortes, à une dévaluation du franc français. La conséquence fut l'inéligibilité de la France à l'accès des ressources du Fonds jusqu'en 1952, conformément aux statuts, et cela bien qu'elle ait abandonné les taux de changes multiples en octobre 1948 déjà, pour finalement dévaluer en 1949 (James, 1996, 104; Bordo, 1993, 46).

prête à intervenir dans la marge - trop étroite à son goût - de plus ou moins un pour-cent de fluctuation qui valait pour les membres. Enfin, la banque centrale craignait aussi de ne pouvoir maîtriser l'évolution de sa monnaie, si celle-ci gagnait, à côté du dollar, un statut international. Elle préférait décider elle-même de son évolution, plutôt que de devoir se plier à une situation qui aurait pu aisément lui échapper (Dubois, 1991, 69; BNS, 1982, 247). Dès lors, même si la Banque nationale ne participait pas directement au système de change défini à Bretton Woods et que, en plus de la convertibilité, elle put, au milieu des années 1950 déjà, renoncer aux contrôles des changes, elle n'était pas en mesure de se soustraire aux contraintes du contexte international. Elle devait y adapter sa politique monétaire, certes moins que les autres pays européens, mais sans jouir d'une marge de manœuvre extérieure comparable à celle de la Federal Reserve.

Mais, à partir du milieu des années 1950, la situation monétaire internationale connut un net tournant, puisque les accords de change tels qu'ils avaient été conçus à Bretton Woods purent être appliqués complètement.

2.2.2 La phase de transition

D'une manière générale, le premier acte de Bretton Woods se déroula sans heurt majeur, les réajustements opérés¹ jusque-là étant loin de représenter des risques systémiques. L'UEP et la mise en œuvre du Plan Marshall avaient permis aux États européens de retrouver une assise économique stable, au point qu'à partir de 1955 toutes les monnaies européennes étaient virtuellement convertibles et que leurs comptes courants étaient généralement excédentaires. Pourtant, pour que le système puisse donner sa pleine mesure, il fallait encore que le dollar s'impose clairement comme la seule monnaie internationale. Or, tant que la livre le concurrençait encore sur ce plan, cela n'était pas possible.

Pour des motifs de politique extérieure, la Grande-Bretagne avait essayé coûte que coûte de sauver la zone sterling, un des liens les plus forts qui demeurait avec ses anciennes colonies ou avec les territoires qu'elle continuait d'administrer. Du reste, l'emploi de la monnaie anglaise dans les transactions dépassait les seuls pays attachés au Royaume-Uni et était encore courant au milieu des années 1950. Après la dévaluation de la livre, en 1949, la zone sterling² n'avait pas été abolie, mais avait continué, d'une part parce que, dans le monde, les montants détenus en monnaie anglaise restaient importants et étaient toujours transférables entre pays membres de cet espace de change et, d'autre part, parce que Londres permettait à ces nations de lui régler en livres leurs achats en dollars, procédé que l'UEP avait même favorisé en l'autorisant (Lelart, 1993, 51). En pratique, deux zones sterling avaient même émergé. La première, qualifiée de "molle", concernait les pays adhérant à cet accord monétaire, qui acceptaient d'accumuler en quantité illimitée des avoirs inconvertibles en sterling - les héritiers des "balances sterling" de l'étalon-or -, transférables entre participants. La seconde regroupait les monnaies dites "dures"³, soit

¹ Outre la contestation française de 1948, le mouvement de réaligement des parités qu'enclencha la dévaluation de la livre sterling en 1949 et le flottement du dollar canadien (1950-1961), le seul autre fait marquant que connut la première période des accords de Bretton-Woods fut à nouveau provoqué par la France, qui, et cette fois avec l'aval du FMI, modifia la parité du franc français en deux temps, durant les années 1957 et 1958 (Obstfeld, 1993, 231-233).

² Le bloc-sterling des années 1930 se désagrégea au tout début de la Deuxième Guerre Mondiale, mais il fut remplacé, dès juillet 1940, par la zone sterling, qui regroupait, outre la Grande-Bretagne, les Dominions - à l'exception du Canada et de Terre-Neuve -, les colonies, mandats et protectorats britanniques, l'Égypte, le Soudan et l'Iraq. Après sa refonte, en 1958, la zone sterling continuera ses opérations jusqu'en 1972, pour être dissoute au moment du passage de la livre au flottement (Mikesell, 1954, p. 17; Llewellyn, Presley, 1995, 268).

³ Il s'agissait du dollar canadien, du franc suisse, de la couronne suédoise, de l'escudo portugais et, bien évidemment, du dollar américain (Dehem, 1972, 160).

celles qui ne pouvaient être échangées par les pays membres contre la livre que dans certaines limites (Mikesell, 1954, 18). Cette particularité de la monnaie anglaise lui avait déjà valu de manquer son retour à la convertibilité totale en 1947¹. Mais, maintenant que les autres nations étaient prêtes à franchir le pas, il s'agissait de régler la question britannique une fois pour toutes. L'opération consista en fait à fusionner les différents types de livres en circulation: les "transférables", les "comptes américains" et les "sterling enregistrés", ces derniers étant valables pour les montants tirés des ventes d'or. Dès que ce système de taux de changes multiples fut réorganisé, en décembre 1958, il ne subsista plus que deux unités, soit le sterling en compte externe, monnaie internationale convertible en toute devise, et le "resident sterling", qui demeurait propre aux membres de la zone sterling (Dehem, 1972, 164-167).

Parallèlement, il fut alors possible de libéraliser les paiements au sein des membres de l'UEP. Cet organisme avait permis de restaurer les échanges des pays européens, qui, renforcés économiquement, étaient à nouveau capables de dépasser le système de compensation multilatéral, situation qui fut entérinée par la dissolution de l'UEP, également en décembre 1958. En outre, les dix années de relance dont avaient profité les Etats membres de l'OECE² leur avaient permis de renflouer leurs réserves d'or et de dollars, ce qui, d'une part, mettait un terme au problème de la pénurie de dollars qui avait marqué la première partie des accords de Bretton Woods et, d'autre part, avait rééquilibré la distribution des richesses entre pays industrialisés, réduisant l'écart qui éloignait l'Europe de l'Amérique du Nord en 1945 (Olszak, 1996, 116; OECE, 1960, 9).

2.2.3 Le fonctionnement complet

La période de convertibilité commença sous de très bons auspices, portée par un environnement économique très favorable. La croissance en Europe occidentale et au Japon était encore soutenue; de nombreux pays en développement connaissaient un succès certain dans la substitution de biens d'importation; l'inflation était sous contrôle et aucun choc majeur ne vint perturber la décennie soixante. Le système de change en lui-même n'était du reste pas étranger à cette évolution: son maintien exigeait de la part des participants qu'ils se soumettent aux règles du jeu, qui garantissaient sa cohérence à l'ensemble. En particulier, la recherche obligatoire de l'équilibre de la balance des paiements prévenait la transmission des "business cycles", car les Etats agissaient en principe dès l'apparition de perturbations, évitant de s'enfoncer dans des dysfonctionnements durables et contagieux (Williamson, Randall Henning, 1994, 88-89).

Du côté des banques centrales, le passage au fonctionnement complet n'augmenta pas le degré d'indépendance qu'elles avaient avant 1958. En effet, la marge de fluctuation des monnaies périphériques au dollar n'avait pas été modifiée et était toujours aussi étroite (2% de variation cumulée). Dès lors, à la moindre divergence de taux de change, les instituts d'émission devaient intervenir rapidement pour rester dans leur bande. Mais cette obligation extérieure amenait alors des gains considérables, faisant du maintien du SMI un bien collectif en faveur duquel il était acceptable de se plier à des contraintes aussi bien externes qu'internes. La discipline monétaire extérieure vertueuse dans laquelle le système monétaire international évoluait avait aussi une influence sur la sphère intérieure, notamment au niveau

¹ Voir supra.

² L'OECE, l'Organisation Européenne pour la Coopération Economique, a été fondée en 1948, sur décision du Congrès américain. Elle réunissait dix-huit Etats européens et avait été dotée de treize milliards de dollars, afin de mettre en œuvre le Plan Marshall et de favoriser la coopération en Europe occidentale. Elle fut remplacée en 1961 par l'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement économiques) (Gaudard, 1997, 84-86; Sabourin, 1994, 421).

du taux d'inflation, qui restait à un niveau moyen inférieur à ce qu'il avait été auparavant. En outre, cela n'était pas qu'au profit du bon fonctionnement de la seule émission, mais rapportait globalement à l'économie, vu que la stabilité monétaire générale favorisait les opérations de prêts et d'emprunt, ainsi que les échanges commerciaux au sens large (Cukierman, 1992, 394, 297; OCDE, 1982, 77; Domínguez, Frankel, 1993, 29).

Même si, à première vue, les attentes formulées à Bretton Woods semblaient avoir été concrétisées, la question de l'asymétrie qui caractérisait le fonctionnement n'avait pas été corrigée et entraîna un dérèglement profond. Ce que Jacques Rueff avait appelé le "déficit sans pleurs"¹, soit le seigneurage auquel se livra dès le début du gold-dollar-standard l'économie américaine (Rueff, 1961), prit des proportions inquiétantes dans les années 1960. Cela provoqua même une crainte inverse à celle des premières années, à savoir que la pénurie de dollars s'était transformée en une surabondance de billets verts.

Du point de vue de l'indépendance des banques centrales, il est même tout à fait intéressant de constater que le seul institut doté d'un degré de liberté nettement supérieur à celui des autres participants - et donc à même de mener une politique discrétionnaire -, parvint à déstabiliser l'ensemble du SMI.

2.3 L'autonomie américaine en question

Le signal d'alarme n'avait pas été tiré par le seul Jacques Rueff². Avant ce dernier, Robert Triffin avait déjà qualifié la situation monétaire internationale d'impasse, prise de position connue sous le nom de "dilemme de Triffin". Selon lui, pour développer ses réserves de change, le reste du monde dépendait des déficits américains. Or, si le déséquilibre extérieur de l'économie-centre persistait, cela signifiait que les engagements des Etats-Unis (i.e. les dollars), s'accroissaient trop par rapport à l'or détenu par la Federal Reserve. La situation serait viable tant que la confiance des détenteurs de dollars ne fléchirait pas et ne les amènerait pas à douter de la solidité effective de leurs propres avoirs en monnaie-étalon. D'un autre côté, si les déficits américains étaient résorbés, les pays périphériques se trouveraient privés du principal moyen pour accroître leurs réserves, ce qui se répercuterait en fin de compte sur l'économie mondiale, au travers du ralentissement des échanges commerciaux et d'une déflation généralisée (Solomon, 1979, 30; Piettre, 1970, 438).

Le talon d'Achille révélé par ces deux auteurs n'était pas nouveau, puisque John Maynard Keynes, dans le plan qu'il avait présenté à la réunion de Bretton Woods, avait déjà mis en garde contre ces effets. Il préconisait, parmi d'autres mesures, l'application de plusieurs instruments, afin d'éviter l'apparition de ces développements pervers. Notamment, l'économiste anglais aurait souhaité l'établissement d'une banque centrale supranationale - l'*International Clearing Union (ICU)* -, qui aurait émis une nouvelle devise internationale, le *bancor*, définie en or et à laquelle les autres monnaies auraient été rattachées, mais en

¹ Ce qui, énoncé dans son contexte, donnait: "C'est ainsi que l'étalon de change-or a accompli cette immense révolution de livrer aux pays pourvus d'une monnaie bénéficiant d'un prestige international le merveilleux secret du déficit sans pleurs, qui permet de donner sans prendre, de prêter sans emprunter et d'acquiescer sans payer." (Rueff, cité in Jeanneney, 1994, 64).

² Ce théoricien était le conseiller économique personnel du Général de Gaulle, dont la méfiance face aux institutions supranationales était très vive. Dès lors, on pourrait penser que la prise de position de J. Rueff était avant tout d'ordre politique et relative à la souveraineté du franc français - l'indépendance de la Banque de France face au reste du monde y étant intimement liée (James, 1996, 106-107). Cependant, l'ampleur et le caractère international du débat théorique qui eut lieu au sujet du déficit américain, mettent à mal toute tentative de réduction "franco-française" de cette problématique.

échange de laquelle il n'aurait pas été possible d'obtenir du métal jaune. Comme le FMI, l'ICU aurait détenu des quotas versés par les pays membres, mais ces contributions auraient été bien plus élevées que cela ne fut le cas dans la réalité ("seulement" huit milliards de dollars, à la création, contre vingt-cinq à trente milliards souhaités dans le plan britannique). Un des rares points originaux conservés des propositions de Keynes était le maintien d'une certaine autonomie dans la politique monétaire des Etats participants – notamment au niveau de la détermination de la valeur extérieure des devises –, ce qui fut néanmoins restreint dans la version finale, puisque les réajustements de taux de change hors des limites ne pouvaient se faire qu'avec l'aval du Fonds (Bordo, 1993, 33-34).

Si le SMI fonctionna de façon satisfaisante jusque vers la fin des années 1960, le résultat fut possible grâce à la combinaison de l'attitude américaine et de celle des pays périphériques, ainsi que grâce à l'environnement économique international. Mais, en fait, à partir de ce moment-là, le système se dégrada en peu de temps. Le conflit d'objectifs au sein duquel se trouvait la Fed et le manque d'adaptabilité du FMI furent amplifiés par les prérogatives des participants, conjonction qui mit définitivement à mal l'organisation internationale des monnaies, pourtant patiemment édifiée depuis deux décennies.

2.3.1 *L'effritement de l'hégémonie des Etats-Unis*

Au départ, il n'était pas prévu que le dollar devienne la monnaie-centre, les architectes de Bretton Woods pensant restaurer un gold-standard. Mais, pour que, finalement, l'ensemble gagne un statut international complet, où convertibilité, liquidité et mobilité des capitaux étaient réalisées, la mise en place de tels accords fut plus délicate et longue qu'envisagée à l'origine.

Dès lors, les monnaies prenant part aux relations de change n'étaient pas sur le même pied que le dollar, mais lui étaient hiérarchiquement inférieures. La devise américaine était simultanément l'unité de définition, d'intervention et de réserve. En outre, elle jouait aussi le rôle de principal médium de transaction, ce qui, en fin de compte, la rendait aussi bonne que l'or, si ce n'est que son obtention était nettement plus aisée que le métal jaune et que sa détention, contrairement à l'or, rapportait des intérêts. Les membres du SMI se trouvaient dans un cadre d'étalon-dollar et s'en contentèrent tant que les Etats-Unis se conformèrent aux besoins d'un ensemble sur lequel appuyer leur croissance. La seule contrainte à laquelle la Federal Reserve était soumise était de maintenir la règle des trente-cinq dollars l'once d'or fin, alors qu'il revenait aux autres banques centrales d'intervenir lorsque leur parité s'éloignait du taux fixé par rapport à la devise américaine (L'Huillier, 1971, 223, 167-170; van Buren Cleveland, 1992 (71/72), 439-440).

Néanmoins, le maintien des équilibres de change n'était pas simple. En effet, la libéralisation des opérations en capital avait redonné toute leur dimension aux flux financiers, qui jouaient un rôle important dans ce processus de stabilisation, dépassant même ce qui avait été envisagé préalablement à Bretton Woods. Par conséquent, l'interdépendance entre marchés financiers et monétaires devint plus étroite et exigea, lors de la détermination des politiques monétaires nationales, qu'il soit tenu compte de la situation dans les autres nations (FMI, 1960, 38). Il s'agissait d'éviter que les mouvements internationaux de fonds privés ne provoquent par leurs déplacements des pressions sur les taux de change, qu'il aurait fallu contenir dans les fourchettes totales de deux pour-cent, ou un décrochage du dollar par rapport à sa définition en or. A ce niveau-ci, il était même devenu évident aux yeux des Etats-Unis que la marge d'intervention dont ils disposaient pour réguler le cours de l'étalon métallique sur le marché commercial était insuffisante. D'abord furent conclus des accords

de swaps avec les banques centrales étrangères, dans le but de régulariser les flux de capitaux à court terme et donc de mieux contrôler l'évolution des taux de change. Parallèlement, dès le début de la décennie soixante, les autorités américaines intervinrent de façon concertée avec sept autres banques centrales sur le marché de l'or, afin d'en assurer la stabilisation. En automne 1961, cette coopération fut même organisée lors de la création du "pool de l'or" – soit un mécanisme régulateur doté de 270 millions de dollars –, auquel prenaient part les Etats-Unis, avec une contribution au financement qui couvrait la moitié des opérations, et, pour les cinquante pour-cent restants, la Grande-Bretagne¹, l'Allemagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique et la Suisse (Roosa, 1967, 23; Solomon, 1979, 38-39; Dam, 1982, 138-139; Meltzer, 1991, 63).

Ce partage de la responsabilité monétaire internationale – outre le fait qu'elle amenuisait le rôle de leader des Etats-Unis – eut pour conséquence de discréditer la convertibilité du dollar: les pays qui avaient cédé de l'or contre de la devise américaine n'étaient pas censés en demander la conversion à court terme, sous peine d'annihiler les opérations menées et donc de faire perdre son sens au pool. De plus, les autorités américaines, conscientes de la précarité de la situation, exerçaient même une certaine pression morale sur les pays industrialisés: leurs éventuelles demandes de conversion des dollars en or – hors des opérations du pool – étaient qualifiées de non coopératives, voire de carrément inamicales (Lelart, 1993, 58; Gilbert, 1985 (68), 248).

Pourtant, la France fut le premier Etat qui réagit à cette situation. Le Général de Gaulle, revenu au pouvoir en 1958, avait réformé la politique économique française, ce qui s'était ressenti au niveau des balances commerciale et des opérations courantes, excédentaires dès 1959. La confiance retrouvée dans l'économie française contribua à faire affluer les capitaux étrangers dans l'Hexagone, principalement en dollars. Les banques commerciales nationales et la Banque de France détenaient des avoirs considérables en devise américaine et les plaçaient contre intérêts à New York ou à Londres. Dès que la France eut finit de rembourser les dettes qu'elle devait encore au Trésor américain, en 1961, de Gaulle donna l'instruction à la Banque de France – seule institution habilitée à exécuter pareille demande – de présenter au remboursement en or une partie de ses dollars. Certes, cette décision représentait un coût pour l'économie française, et plus spécialement pour la banque nationale, qui, non seulement, perdait le produit du placement des devises, mais, de surcroît, devait supporter les frais du transfert d'or des Etats-Unis en France. Malgré le mécontentement américain face à pareille requête, de Gaulle estimait avoir plusieurs raisons valables de la maintenir. La première était que l'or était une réserve de valeur plus sûre que le dollar. Le niveau des prix américains ayant doublé depuis la fixation du rapport 35 dollars l'once en 1934, il semblait évident que le prix du métal jaune devrait être corrigé à la hausse un jour ou l'autre. En deuxième lieu, le Général s'opposait à ce que le franc soit un satellite du dollar, ce qui était le cas tant que les réserves de devises de la Banque de France en étaient principalement formées. En outre, cet état de fait constituait une limitation à l'indépendance monétaire nationale et, par conséquent, une atteinte à la souveraineté de la France. Troisièmement, de Gaulle voyait également d'un mauvais œil les investissements américains sur le territoire national². Enfin, un argument de portée générale était avancé:

¹ Les Etats membres du pool n'agissaient pas individuellement sur le marché privé de l'or, mais s'en remettaient à la Banque d'Angleterre pour la réalisation des actes d'achat et de vente. Cette délégation des opérations à la banque centrale anglaise s'expliquait par le fait que la place de Londres abritait le principal marché commercial de l'or, ouvert à nouveau en 1954, et sur lequel les cotations étaient en dollars. Dès lors, si le prix de l'or à Londres atteignait les 35 dollars l'once, les autres marchés suivaient et finissaient par s'aligner sur ce rapport (Schwartz, 1987 (83), 342; Obstfeld, 1993, 223; Humphreys, 1993, 102).

² Dès les années 1960, les firmes américaines, principalement, eurent peur de ne plus avoir aussi aisément accès aux marchés intérieurs des pays qui s'étaient regroupés au sein de la CEE. La parade trouvée par les entreprises étrangères

l'accumulation de dollars par des détenteurs étrangers, qui les plaçaient pour en tirer des revenus, était source d'inflation générale. En effet, les banques commerciales - américaines essentiellement -, auprès desquelles ces sommes étaient déposées, les prêtaient, ce qui, par le mécanisme de multiplication scripturale du crédit, faisait gonfler la masse monétaire mondiale plus que ne le justifiait la croissance économique réelle (Jeanneney, Barbier-Jeanneney, 1985, 267, 201; Rueff, Hirsch, 1965, 2-3; Garber, 1993, 466-467; Jeanneney, 1994, 59-60).

Si, dans un premier temps, les autres nations européennes n'abondèrent pas dans le sens des récriminations françaises et ne suivirent pas l'exemple, l'évolution de la situation monétaire internationale - et surtout la tournure des événements aux Etats-Unis - finirent néanmoins par jeter le doute.

2.3.2 *L'évolution du contexte général*

Les pays participants étaient bien d'accord de collaborer sur le front de la stabilité des changes, ce qui leur avait même fait regagner un certain statut, mais, lorsque la politique américaine devint carrément déstabilisante, il ne fut plus question de laisser l'économie-centre miner leurs bases.

En effet, l'environnement économique international connaissait des transformations profondes, qui ne permettaient plus une administration aussi régulée de la part des autorités concernées. Un des changements primordiaux avait été l'approfondissement de la libéralisation des mouvements de capitaux, qui, bien que commencée à la fin des années 1950, n'était pas encore complète. A partir de la seconde moitié de la décennie soixante, les flux financiers privés purent être affectés de façon plus rationnelle (Bordo, 1993, 49) et, même s'ils n'étaient pas exempts de certaines limitations, leurs déplacements influençaient plus nettement les taux de change des monnaies dans lesquelles ils étaient convertis. Les marges de fluctuation très serrées nécessitaient de nombreuses interventions des banques centrales, les gouvernements étant tombés dans un souci constant de crédibilité extérieure: ils préféraient renoncer à devoir changer seuls et durablement leur parité - par l'entremise d'une dévaluation ou d'une réévaluation -, même lorsque cela aurait été souhaitable, refus justifié en général par la crainte d'attirer des capitaux qui auraient aggravé la situation en profitant du réaligement. Par conséquent, leurs réserves de devises étrangères, dollar en tête, étaient mises à rude épreuve lorsque de pareilles incertitudes planaient sur leurs monnaies, sans compter que leur capacité - déjà limitée d'ordinaire - de manœuvre intérieure (fixation des taux d'intérêt notamment) s'en trouvait également réduite. La parade aurait été d'élargir les bandes de fluctuation, plus vraiment adaptées au développement financier (Williamson, Randall Henning, 1994, 89), ce qui aurait permis de repenser complètement l'architecture du SMI. Mais, après vingt années d'organisation internationale des monnaies, qui, dans l'ensemble et jusque-là, avaient porté leurs fruits, la volonté politique inter-étatique faisait défaut.

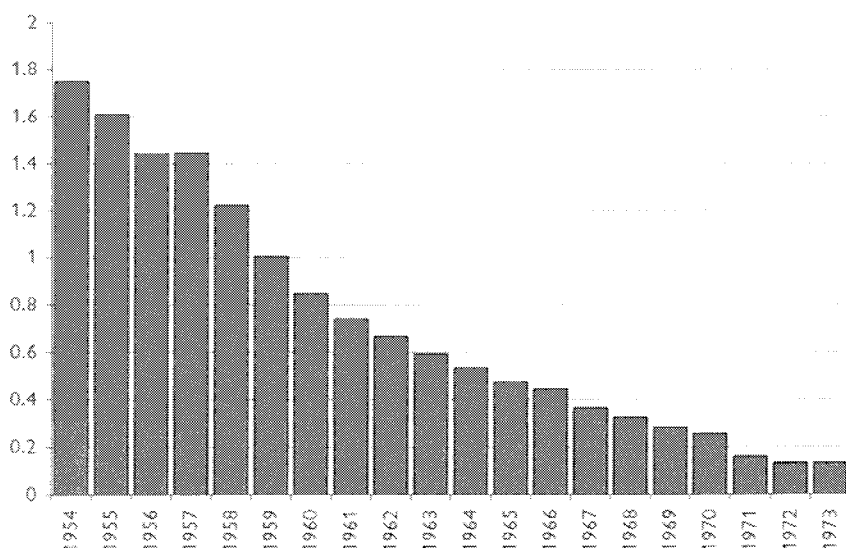
De leur côté et étant donné le gonflement de leur masse monétaire, les Etats-Unis auraient dû revoir et augmenter le prix de l'or en termes de dollar¹. Le rapport entre l'étalon

fut dès lors d'investir directement dans la zone (Fontana, 1998, 212). La France, l'un des membres fondateurs de ce groupement dès 1952 (communautés européennes fonctionnelles), connut alors un afflux d'implantations extra-communautaires, ainsi qu'une vague d'acquisitions par des tiers d'entreprises nationales.

¹ C'était notamment l'option défendue par Rueff (1967), qui préconisait d'en doubler le prix. Mais cette proposition n'avait pas que des avantages. Deux critiques fondamentales furent formulées. En premier lieu, rien ne garantissait qu'un pareil réaligement ne serait pas répété et, par conséquent, qu'une telle éventualité ne perturbe encore

monétaire et sa contrepartie métallique n'avait cessé de se détériorer (cf. graphique 8), conformément à la problématique soulevée par la France au début des années 1960. Mais un tel réajustement aurait dû obtenir l'aval du Congrès, ce qui n'aurait pas manqué de déclencher un long et incertain débat au sein des deux chambres, dont les conséquences immédiates auraient été de perturber davantage les marchés des changes¹ (Schwartz, 1987 (83), 342-343).

Graphique 8 Altération du rapport entre le stock d'or des Etats-Unis et l'ensemble des engagements américains liquides détenus par des étrangers, de 1954 à 1973 (millions de dollars)



Source élaboré selon US Treasury Department, "Treasury Bulletin", Washington D.C., December 1965, July 1975, February 1982

Si l'évolution nécessaire du SMI dépendait essentiellement de décisions d'ordre politique, une autre composante aurait pu être corrigée de façon univoque et aurait sans doute rétabli une ligne générale plus indiquée: le biais inflationniste de la gestion monétaire américaine.

Cet état de fait tenait à deux composantes. La première était la politique de plein-emploi menée par le gouvernement américain. Pour atteindre cet objectif, les autorités n'hésitèrent pas à intervenir par le biais d'un accroissement des dépenses publiques, qui furent dès lors

d'avantage les décisions des agents économiques. Deuxièmement, cela ne faisait que repousser le véritable problème, à savoir qu'un monde en croissance rapide ne pouvait se baser sur l'or, la rareté physique de cet étalon constituant le centre du problème (Bordo, 1993, 72).

¹ La question du réajustement du rapport entre l'or et le dollar, ainsi que son aspect polémique n'étaient pas nouveaux. En effet, lors de sa campagne à l'investiture, le Président John F. Kennedy en avait fait un de ses chevaux de bataille électoral. Lors de l'un de ses discours célèbres, prononcé le 31 octobre 1960, il n'avait pas hésité à déclarer: "If elected President, I shall not devalue the dollar from the present rate. Rather, I shall defend its present value and its soundness" (Solomon, 1979, 33).

ouvertement renflouées grâce au seignuriage¹. L'autre élément qui concourut à aggraver la première cause d'inflation fut l'éclatement de la guerre du Viêt-Nam, à partir de 1964, qui, elle aussi, trouva en l'accroissement de la masse monétaire une source de financement. Le renforcement de la fiscalité nécessaire à soutenir cet important effort de guerre n'aurait pas été défendable devant le Congrès, ce qui explique que la voie des déficits budgétaires et de leur financement indirect par la Federal Reserve² fut adoptée (Bordo, 1993, 75-76; Kindleberger, 1988B, 108). La poussée de renchérissement qui s'ensuivit prenait bel et bien son origine dans les choix politiques des dirigeants américains, la banque centrale leur étant inféodée de facto, ainsi que formellement, étant donné le nombre de missions économiques simultanées qu'elle devait – et doit toujours – légalement servir (cf. annexe no 2). Même s'il est clair que la base monétaire américaine, dans ces conditions, n'était pas couverte par un stock d'or suffisant, cela aurait pu passer inaperçu pour les autres pays participants, tant que cela ne leur portait pas préjudice. Or, malgré la persistance d'un certain nombre de contrôles des capitaux, la poussée inflationniste se propagea au reste du monde, qui connut même un renchérissement supérieur à celui des Etats-Unis, qui, en tant qu'émetteurs de la monnaie-centre, exportaient automatiquement l'élévation du niveau de leurs prix. Ce phénomène était dû au fait que la croissance monétaire américaine déterminait la croissance monétaire mondiale, qui lui était subordonnée. Mais, lorsque la circulation en dollars s'accrut proportionnellement trop par rapport aux besoins de liquidités des économies nationales autres qu'américaine, il devint intenable pour les banques centrales "astreintes" d'assurer la parité fixe entre leur monnaie et la devise américaine (Aldcroft, Oliver, 1998, 111-112; Garber, 1993, 474-475; Derron, 1981, 36-37). La diffusion de l'inflation en provenance des Etats-Unis aurait été acceptable si elle avait correspondu à l'état du policy-mix des nations subordonnées, ce qui n'était pas le cas³. Les autres Etats, s'ils reconnaissaient le rôle international du dollar comme unité de compte, n'étaient pas prêts à laisser dicter l'évolution de leur économie intérieure par les Etats-Unis.

La figure 1 schématise les trois grandes phases qui caractérisèrent l'évolution des rapports entre l'économie-centre et les autres pays. Il apparaît clairement que, dans un premier temps, le système était très fortement hiérarchisé: l'économie américaine et le dollar étaient les moteurs de la reprise mondiale et agissaient dans ce but.

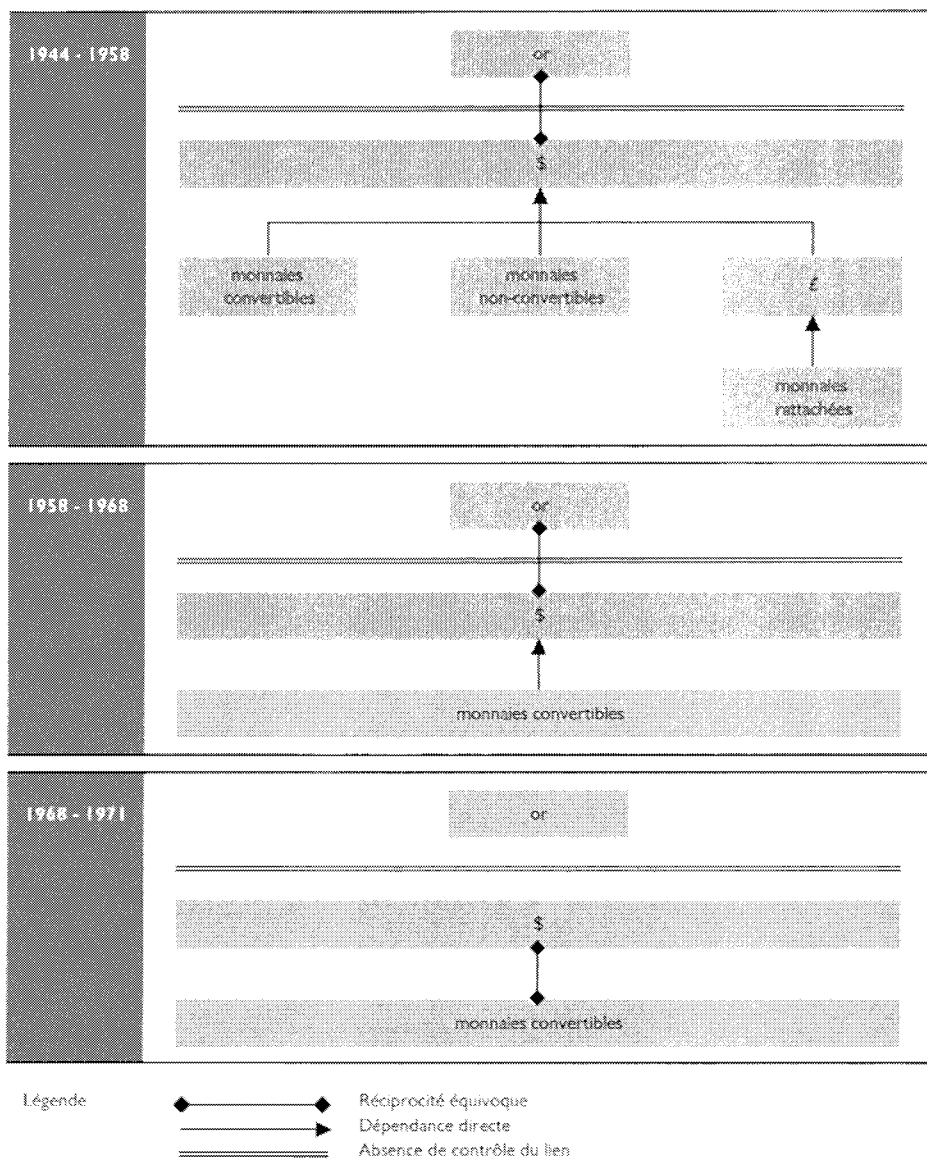
En outre, il s'agissait d'organiser les changes internationaux selon le concept décidé à Bretton Woods, ce qui ne put être réalisé sans un intervalle préparatoire dirigiste. Au cours de la deuxième période, celle du fonctionnement complet, l'asymétrie entre les nations devint moins forte. En effet, la remise à flot des pays industrialisés les plus touchés par la guerre était en bonne voie et la coresponsabilité dans le fonctionnement du SMI était une chose acquise. Enfin, le dernier cycle fut celui de la défiance dans le lien qui unissait le dollar à l'or, épisode qui précéda l'éclatement du SMI en changes fixes.

¹ Ce tournant dans la politique économique – tangible aussi bien aux Etats-Unis, puis en Europe – a été traité dans la première partie, chapitre 1^{er}.

² Evidemment, il ne s'agissait pas pour la Federal Reserve, ni pour la première ni pour la seconde des raisons invoquées, de s'en remettre à la planche à billets pour combler les déficits publics. En revanche, elle accepta de soutenir les autorités en achetant des titres gouvernementaux.

³ Les répercussions de l'inflation américaine sur les autres nations ne se limitaient pas à la seule perturbation directe de la politique monétaire et de la gestion des réserves de change internationales, mais provoquaient aussi des tensions sur les prix des biens importés en provenance des Etats-Unis et donc sur l'équilibre des balances des paiements, élément central au maintien d'un système de changes fixes. Cependant, cette problématique ne sera pas approfondie, la priorité étant donnée dans cette recherche à l'analyse de l'indépendance des banques centrales et, dans cette deuxième partie plus précisément, à la pertinence de ce concept selon le régime de change.

Figure 1 Modification des rapports entre monnaies et étalons dans le système de Bretton Woods



Source : élaboration personnelle, 1999

Dans ce contexte en mutation, la principale faiblesse des Etats-Unis fut de ne pas prendre suffisamment en compte la montée en puissance des nations européennes et de continuer à imposer "...la primauté du dollar tout en l'utilisant unilatéralement à des fins nationales." (Agietta, Deusy Fournier, 1994, 98). En effet, la difficulté majeure tint au fait que les

autorités américaines ne considérèrent plus l'intérêt général, mais se focalisèrent sur leurs besoins spécifiques. Ce blocage, connu sous la problématique du pays "N", était typique des régimes de changes fixes, au sein desquels tous les participants – soit les "N-1" – définissent leur monnaie par rapport à la devise-centre ("N"), qui, de son côté, doit assurer la stabilité générale (Krugman, Obstfeld, 1995; Crawford, 1993, 33, 573). Tant que le lien à l'étalon métallique existait, une telle situation ne se présentait pas, mais dès que le SMI se mua en un dollar-standard, la prise de responsabilité américaine s'accrut considérablement. Lorsque les considérations de politique intérieure l'emportèrent sur le rôle à tenir par rapport au reste du monde, les autres participants se virent contraints d'internaliser les déséconomies externes engendrées par une telle attitude.

2.3.3 La diffusion de la crise

Outre le fait que les responsables de la politique monétaire étaient tout à fait conscients de la situation délicate dans laquelle ils se trouvaient, la précarité du SMI n'avait pas échappé aux opérateurs financiers, que les déclarations d'intention officielles ne suffisaient pas à rassurer¹.

La dévaluation de 14,3% de la livre sterling², en novembre 1967, avait constitué un signal clair sur l'étendue des difficultés rencontrées par les pays participant au système de change. Etant donné que la monnaie anglaise demeurait la seconde devise de réserve dans le monde, la modification de sa parité avait été ressentie directement par toutes les autres économies. Du reste, peu après cet événement, en mars 1968, et en raison de ce réajustement, le pool de l'or fut dissous³, car les pays membres – Etats-Unis et Grande-Bretagne en tête – se trouvaient à court de moyens pour pouvoir mener des opérations efficaces. Il fut bien tenté de remédier à cela en créant un double marché de l'or. Le segment officiel était réservé aux opérations d'achat et de vente des banques centrales, qui devaient s'y limiter et s'en tenir au prix officiel de trente-cinq dollars l'once, alors que la partie privée était destinée à tous les autres intervenants. Au lieu de calmer le jeu, la double cotation du métal jaune ne fit qu'empirer la situation, puisque les opérateurs non-officiels, anticipant une dévaluation du dollar, poussèrent le prix de l'or à quarante-deux dollars (Solomon, 1979, 310; Garber, 1993, 463-465). La défiance de la sphère financière relative à la stabilité du SMI était claire et n'allait pas s'arrêter aux transactions sur les cotations privées de l'étalon de base.

¹ De surcroît, l'apparition des eurodollars, dès 1958, fut une cause de tensions au cours des années 1960. En effet, la croissance de la masse monétaire américaine engendrée par le déficit de la balance des paiements a largement alimenté le monde en dollars. Or, les placements à court terme aux Etats-Unis ne pouvaient porter qu'un intérêt maximum, eu égard à la régulation Q. Dès lors, ces montants libellés en dollars aux mains de résidents étrangers furent acceptés sur d'autres places qu'américaines et rapportèrent des rémunérations supérieures aux 2,5% versés à New York (Gilbert, MacClam, 1970, 361). Par conséquent, il devint plus complexe pour la Federal Reserve d'influencer directement l'évolution de la masse, vu que les eurodollars engendraient une multiplication monétaire (voir Friedman, 1970 (69)). Cela était d'autant plus dérangeant que le dollar était le pivot du SMI.

² Les causes de la dévaluation étaient dues à une combinaison d'éléments internes – stabilité des prix principalement – et externes – déficit commercial en tête –, difficultés qui devinrent récurrentes dès 1964 (Solomon, 1979, 84-85). Ce qu'il est particulièrement intéressant de noter est que, à partir du milieu des années 1960, le SMI n'offrait plus la souplesse nécessaire pour régler sans heurts des problèmes de taux de change aussi importants pour le reste du monde que ceux de la livre.

³ La France en était déjà sortie – secrètement – en juillet 1967. La discrétion de ce départ s'explique par le fait que les membres restants craignaient que l'annonce de cette nouvelle ne provoque des tensions sur le marché de l'or. Il ne fut fait état de la défection française qu'après la dévaluation de la livre. (Jeanneney, 1994, 68; Solomon, 1979, 106). Il faut tout de même noter que les récriminations françaises à l'encontre de la gestion monétaire américaine dataient du début de la décennie, ce qui n'empêcha pas ce pays de continuer à intervenir sur le marché de l'or, défendant par là même le rapport dollar-or. La raison d'une telle attitude s'explique peut-être par une crainte d'isolationnisme international, ainsi que, sans doute, par l'importance des montants détenus en étalon métallique par ce pays.

D'autres monnaies connurent également des réajustements de valeur par rapport à leur définition en dollars. Ce fut notamment le cas de la France, dont les mouvements contestataires de mai 1968 entraînèrent une crise de confiance à long terme qui la força à dévaluer de 11,1% en août 1969. Peu après, le 24 octobre 1969, la République fédérale d'Allemagne se trouva dans la situation inverse et dut réévaluer le mark de 9,3%. Ces deux réalignements donnent une idée de la force avec laquelle les mouvements de capitaux étaient déjà en mesure de décider de l'adéquation entre la valeur d'une devise et l'état réel de l'économie. En outre, dans le cas allemand, si les autorités étaient conscientes du besoin d'ajustement de leur monnaie, elles étaient favorables à un réalignement multilatéral au sein du SMI, mais n'étaient pas prêtes à assumer seules une partie disproportionnée de la crise internationale (Solomon, 1979, 149-150). En outre, d'autres économies rencontraient des difficultés similaires. La Suisse et le Japon, dont les politiques anti-inflationnistes, à l'instar de l'Allemagne, étaient connues, durent aussi résister aux pressions que leur faisait subir un dollar surévalué. Comme l'Allemagne, elles se servirent de mesures strictes et pénalisantes au niveau du contrôle des capitaux – afin de dissuader les placements étrangers dans leurs monnaies –, ainsi que d'interventions stérilisées sur le marché des changes. Mais leurs devises n'étaient pas pour autant stabilisées. Néanmoins – et contre l'avis de la BNS dans le cas du franc suisse¹ –, il ne fut pas procédé à une réévaluation et des montants considérables en dollars furent amassés dans les réserves des banques centrales concernées. Une solution aurait été de convertir la devise américaine détenue en or, mais, pour les responsables monétaires, il était clair que le lien entre le dollar et le métal jaune était rompu depuis longtemps. En vingt-cinq ans, la masse monétaire émise des Etats-Unis dans le monde avait grosso modo quadruplé, alors que le couverture or avait été divisée par deux (De Grauwe, 1996, 34-36; Gaudard, 1997, 71).

Le début de la décennie 1970 n'allait pas être placé sous le signe du retour à la normale et le dérèglement du mécanisme de change ne semblait plus pouvoir être résolu par des solutions au cas par cas (cf. tableau 6).

Pourtant, dès que le caractère durable du déséquilibre fut vraiment considéré comme inéluctable, l'une ou l'autre mesure d'envergure internationale furent introduites pour tenter de revenir à la normale. Le FMI, conscient de la détérioration du ratio dollar-or et de la problématique soulevée par Triffin, essaya d'y remédier en introduisant, à partir de 1969, les droits de tirage spéciaux (DTS)². Ce n'était pas la première fois que des mesures allant dans ce sens étaient mises en place³, mais, jusqu'alors, il s'agissait plus de palliatifs que de solutions innovatrices. Le but visé par les DTS était d'augmenter la liquidité internationale sans nuire à la solidité de la monnaie-centre.

¹ Pour mettre un terme à la spéculation sur le franc, les responsables de la BNS auraient souhaité suivre l'exemple allemand. Le Conseil fédéral s'opposa à cette recommandation, jugeant que la parité franc-or était fixée dans la loi sur la monnaie et que cette modification devrait être soumise au Parlement, ce qui nécessiterait un long débat, qui ne ferait qu'accroître les mouvements de fonds perturbateurs, placés en Suisse dans l'attente d'un relèvement de la parité (BNS, 1982, 214-215).

² "Spéciaux" à la différence des droits de tirage qui furent introduits au début du FMI. Chaque membre, en fonction de sa quote-part, se voit octroyer un montant de DTS s'il en fait la demande – procédure qui doit être acceptée à 85% des voix des autres adhérents – et qu'il en limite l'utilisation au financement des déficits de la balance des paiements. En échange des DTS, des Etats désignés par le FMI doivent mettre à disposition du pays requérant un montant correspondant en monnaies convertibles. En 1969, la valeur du DTS a été fixée à un dollar-or de 1944 (Colliard, 1990, 746-747).

³ Notamment, en 1959, les quotes-parts des membres furent augmentées, puis, en 1962, les accords généraux d'emprunts entrèrent en vigueur. Pour financer ces derniers, les membres du G10 acceptèrent de prêter 6 milliards de dollars au FMI (Dehem, 1972, 189-190).

Tableau 6 Chronologie de la dissolution des changes fixes

1970	
Juin	Le dollar canadien flotte
1971	
Mai	Réévaluation du franc suisse (7%) et du schilling autrichien (5%) Flottement du deutsche mark et du florin néerlandais
Août	Suspension par les Etats-Unis de la conversion officielle du dollar en or, ainsi que des swaps, contrôle des prix et taxe à l'importation Flottement du Yen Toutes les devises importantes – sauf la France – flottent, contrôle des changes
Décembre	Le G10 réaligne tous les taux de change et le dollar est dévalué à 38\$ l'once. Les marges de fluctuation face à l'étalon sont portées de + ou – 1% à + ou – 2,25%. La convertibilité du dollar face à l'or n'est pas restaurée et les Etats-Unis ne s'engagent plus à soutenir leur monnaie. Les principales devises sont réévaluées d'environ 10% face au dollar
1972	
Juin	Après avoir quitté le serpent monétaire, la livre sterling flotte face au dollar
1973	
Janvier	Le franc suisse flotte
Février	Le dollar est dévalué une deuxième fois (42,22\$ l'once), les autres monnaies gagnent dès lors à nouveau 10% face au dollar
Mars	Les interventions des autorités étrangères ne parviennent pas à stabiliser les pressions sur les monnaies et les changes flexibles remplacent les parités fixes
Novembre	Fin de l'accord entre banques centrales sur le double marché de l'or
Sources	Banque nationale suisse, 75 ^e anniversaire de la Banque nationale suisse, 1982, 86; Garber, "The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System", 1993, 465-466; Solomon, Le système monétaire international, 1979, 189, 312-315

En faisant de ces droits spéciaux une alternative au dollar comme monnaie de réserve, le problème du déficit de la balance américaine des paiements était censé s'atténuer, sans pour autant priver le reste du monde de liquidités. Cette création monétaire internationale impliquait, en outre, que l'or n'était plus considéré comme un étalon approprié à l'état de l'économie mondiale (Aldcroft, Oliver, 1998, 109; Minutes of the Federal Open Market Committee, 1964, 577; Solomon, 1970, 5). Néanmoins, l'introduction des DTS, en juillet 1969, ne ramena aucune accalmie sur le plan des changes ni ne réussit à corriger les balances de paiements. En effet, les concepteurs du nouveau moyen de réserve avaient sous-estimé le contexte inflationniste, que l'utilisation de la "monnaie du FMI" exacerba encore. Il y a aussi fort à croire que la durée des travaux préparatoires nécessaires au développement de l'unité de compte internationale – débutés officiellement en 1964 pour aboutir concrètement en 1969 – ne permit pas d'utiliser au bon moment cet instrument et ne contribua pas à restaurer la confiance nécessaire (Bordo, 1993, 66, 82).

D'autres efforts furent entrepris. Parallèlement au pool de l'or, dès 1962, dix pays¹ s'étaient associés pour passer des accords de swaps entre eux, opérations auxquelles la Federal

¹ Ces Etats étaient réunis sous l'appellation du Groupe des Dix, connu aussi sous l'acronyme de G10. Parmi eux, il y avait l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les Etats-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède. Dès 1964, et bien que non membre des institutions de Bretton Woods, la Suisse rejoignit de façon informelle le G10.

Reserve servait de pivot. Il s'agissait là aussi d'éviter que les déséquilibres de la balance des paiements ne perturbent le niveau des changes. Ensuite, furent instaurés les Accords généraux d'emprunts, qui permettaient au FMI d'emprunter au G10 en cas de besoin (Solomon, 1979, 39-41; Dehem, 1972, 190-191). Même si, à la vue de ces développements, une certaine solidarité internationale s'était développée, l'intérêt national primait et cet état d'esprit ne permit pas de coordonner suffisamment les politiques macroéconomiques, dès lors inconsistantes avec le fonctionnement de l'ensemble. Il aurait pu être remédié à cette situation si le FMI ou une autre institution internationale avait été à même de décider de façon supranationale et de diriger l'ensemble par rapport à des considérations globales et non particulières. Mais, malgré les nombreuses réunions organisées dans ce but, le SMI de Bretton Woods ne se remit jamais d'aplomb (Kindleberger, 1988, 108).

2.4 *L'indépendance, déterminant insoupçonné du fonctionnement des accords de change*

Du point de vue de l'indépendance des banques centrales participant à ces accords, plusieurs constatations peuvent être tirées. En fait, et comme cela avait déjà été le cas lors du gold standard, les implications sur la marge de manœuvre des instituts d'émission participants dépendaient beaucoup des résultats généraux procurés par le fonctionnement des changes fixes.

Lorsque les gains globaux étaient positifs, les nations impliquées étaient disposées à sacrifier une partie de leur autonomie pour soumettre leur monnaie aux règles extérieures. Cela fut le cas jusque vers le milieu des années 1960, où le dollar américain avait un rôle hégémonique accepté largement. En effet, durant les vingt premières années, l'introduction d'une devise internationale, convertible à taux fixe, permit aux relations commerciales de connaître un essor remarquable, d'autant plus que, sur cette période, les Etats-Unis dominaient les échanges économiques et étaient donc le partenaire incontournable du monde industrialisé. Pour bénéficier de ce contexte, les autorités monétaires, à l'exception de celles des Etats-Unis, s'accommodaient de l'étroitesse des marges de fluctuation du change et se pliaient généralement à la discipline requise, même au prix d'adaptations nécessaires de leur politique intérieure. Cette perte d'indépendance était acceptable tant que la ligne de conduite américaine leur garantissait un environnement stable et consensuel.

En revanche, lorsque les Etats-Unis négligèrent la problématique du taux de change pour se concentrer sur leurs impératifs nationaux, il devint de moins en moins tolérable pour les autres Etats de répondre à des exigences monétaires extérieures contraires à leurs intérêts. Cela fut ressenti d'autant plus fortement que si la fixité procurait des avantages réels, elle nécessitait un engagement net en sa faveur, qui se traduisait par le maintien du rapport à l'étalon. Or, paradoxalement, les Etats-Unis avaient retrouvé une marge de manœuvre quasi complète sur le plan extérieur – vu qu'ils ne tenaient plus leur place de pivot –, alors qu'à l'intérieur, la Federal Reserve était soumise aux prérogatives politiques internes, donc en situation de dépendance. Le manque d'autonomie externe des autres banques centrales devenait intenable face aux pressions exercées sur les marchés des capitaux, que même des mesures "autoritaires" de stérilisation des flux ne pouvaient contenir. De plus, les nations européennes avaient rattrapé le handicap économique qui était le leur en 1944 et elles

Elle mettait des fonds à disposition du pays qui en faisait la demande au FMI, mais concluait pour cela un accord bilatéral avec le demandeur (L'Huillier, 1971, 214).

aspiraient à mener des stratégies économiques plus individualisées. Ce contexte ne donnait plus au SMI le statut de bien collectif qui lui avait été attribué à l'origine. En outre, l'absence de véritables règles coercitives d'action commune, appliquées par un organisme supranational dont la mission aurait été de coordonner et diriger cet ensemble, ne contribua pas à rééquilibrer la situation (Llewellyn, Presley, 1995, 271-273; De Grauwe, 1996, 59-60; Aglietta, Deusy-Fournier, 1994, 81, 95, 98).

Ce qui manqua aussi indéniablement à la réussite de ces accords de change fut la redéfinition nationale du cadre légal d'intervention au sein duquel œuvraient les banques centrales. En conservant des législations sans but extérieur clairement axé sur le maintien des parités, il était difficile pour les instituts d'émission de préserver des rapports de changes fixes si leurs gouvernements respectifs y étaient opposés. La Federal Reserve en fit la première l'expérience, puisque ce fut par la volonté du gouvernement qu'elle mit définitivement à mal le lien qui unissait le dollar à l'or. Le contre-exemple de la Suisse, qui avait inscrit dans la loi le rapport qui liait le franc et le métal jaune, ne fut pas plus convaincant, puisque, en fin de compte, les décisions clé pour sa monnaie dépendirent directement des autorités politiques. Le maintien en solitaire de la ligne de conduite au niveau des changes ne servait du reste à rien, vu qu'il fallait l'engagement de plusieurs économies pour que ce système trouve son sens.

En fin de compte, la notion d'indépendance de la banque centrale n'a absolument pas été prise en compte durant les accords de Bretton Woods et cette absence a sans doute favorisé l'échec de ce système de change. Les deux éléments indispensables à sa réalisation – son acceptation et sa codification légale – n'étaient alors pas souhaités par les pays industrialisés. Même si l'asymétrie du SMI avait été réduite au profit d'une réelle coresponsabilité, placée sous la direction d'un organe faitier non gouvernemental, les pays concernés n'auraient sans doute pas accepté de céder le contrôle de l'un des bastions les plus sensibles des Etats-nations modernes: la souveraineté en matière de décisions monétaires. Car ni le contexte des relations économiques internationales, dont l'organisation était trop récente pour inspirer une totale confiance, ni l'incertitude dans laquelle se trouvaient encore les gouvernements dans l'immédiat après-guerre, ne les encourageaient à franchir un pas aussi important au niveau de leur monnaie.

Dans cet environnement et eu égard aux contraintes aussi bien internes qu'externes, le SMI ne pouvait que céder. La période d'argent international se terminait pour déboucher à nouveau sur une ère où les rapports de changes seraient dominés par la monnaie dans sa définition nationale. Les économies étaient prêtes à passer à un système décentralisé, où chacune se retrouvait pleinement responsable de la gestion interne et externe de sa devise.

Chapitre 5 Flexibilité du taux de change et rôle des banques centrales

Même si l'abandon des changes fixes tels qu'ils avaient été conçus à Bretton Woods était la seule issue possible¹, les pays jusque-là concernés par ces accords ne pouvaient se résoudre à tourner si simplement pareille page monétaire. En effet, cet épisode économique avait duré plus d'un quart de siècle et, surtout, avait tenu sa principale promesse, celle d'éviter le retour des tensions économiques qui avaient précédé l'éclatement de la Seconde Guerre Mondiale. D'ultimes tentatives de sauvegarder l'étalon-devise-or furent bien entreprises, notamment par le biais de réunions et conférences internationales, tenues entre 1971 et 1973, mais elles n'eurent pas l'effet escompté sur le SMI en changes fixes² (Solomon, 1979, 312-315, 168-170, 185-192, 223-230). Malgré ces échecs, il était encore couramment admis que le flottement constituait un état temporaire. Du reste, dans son rapport de 1974, le Comité des Vingt³, qui faisait autorité en la matière, n'avait-il pas prévu le retour à l'étalon ? Pourtant, en novembre de l'année suivante, les principaux pays industrialisés, réunis sous l'égide du G5 à Rambouillet, durent se résigner à considérer le flottement comme la seule voie praticable.

Dans un cadre élargi, celui du FMI, eut lieu, en 1976, lors de la Conférence de Kingston, la réforme du système monétaire. Mais ce ne fut en fait qu'en avril 1978 que le deuxième amendement du FMI entra officiellement en vigueur et qu'ainsi ses membres se virent donner la liberté de choisir leur régime de change (article IV des statuts du FMI). Or, en réalité, ce procédé prévalait depuis 1973 et l'institution financière internationale ne faisait que reconnaître et accepter, avec cinq ans de décalage, un cadre qui s'était imposé de lui-même (Isard, 1995, 53; Gaudard, 1997, 73-74; International Monetary Fund, July 1999).

Cet environnement neuf allait considérablement influencer la conduite de la politique monétaire et, par conséquent, le statut des banques centrales. D'une part, ce contexte rénové nécessitait du côté de ces dernières de nouveaux comportements. Plus particulièrement, deux domaines d'analyse importants pour l'indépendance des instituts d'émission - leur marge de manœuvre et leur prise de responsabilité - allaient connaître une profonde mutation. D'autre part, le flottement des taux de change favoriserait, plus tard et avec l'entremise d'autres éléments, une évolution de taille: le développement des flux financiers. La sphère monétaire devrait ainsi concéder une deuxième adaptation importante, pour laquelle la notion d'autonomie n'est pas un vain qualificatif, mais un outil indispensable à une politique efficace de la monnaie.

Par. 1^{er} La signification du flottement pour les instituts d'émission

Comme présenté dans le chapitre précédent, l'absence de modification de la législation nationale relative au régime de changes n'avait pas empêché les Etats participants d'adapter

¹ Aux problèmes de coopération internationale se sont ajoutés les profonds déséquilibres que provoqua la première crise pétrolière, à la fin de 1973, ce qui rendit la poursuite d'une solution concertée très improbable.

² Cf. tableau 6 et commentaire y relatif, chapitre précédent.

³ Il s'agissait d'un comité spécial de vingt membres, créé au sein du FMI, en septembre 1972, dont le but était de proposer un projet de réforme pour le SMI. Dès 1974, il fut remplacé par le Comité intérimaire (Colliard, 1990, 749, 753).

complètement leur politique monétaire à l'obtention de l'objectif extérieur que représentait le change fixe. La même chose prévalut pour le passage au flottement. Même si, au 30 juin 1975, seules onze monnaies sur les cent vingt-deux recensées officiellement par le FMI flottaient de façon indépendante et que, parallèlement, une grande variété d'accords monétaires entre nations eurent cours depuis lors¹, ce changement allait concerner l'économie au niveau global, puisque les devises passées à la flexibilité complète réalisaient presque cinquante pour-cent du commerce mondial (Beitone, Bassoni, 1994, 106). Cette prépondérance dans les échanges s'expliquait par la position de leader des économies qu'elles représentaient, ainsi que par l'internationalisation de leur usage comme unité de facturation.

1.1 *La transformation du cadre monétaire international*

À l'instar de ce qui se passa sous le régime de l'étalon-dollar-or, la période économique qui s'ouvrait ne resta pas figée dans ses principes, mais connut différentes phases de fonctionnement. Sans aller jusqu'à traiter de la dernière décennie, qui, vu son caractère particulier, fera essentiellement l'objet du paragraphe suivant, il convient de présenter d'abord les grandes lignes qui marquèrent les vingt premières années de flexibilité, afin de comprendre en quelles eaux les banques centrales durent s'habituer à flotter.

1.1.1 *1973 – 1980: la transition*

Si la formule qui avait été érigée à Bretton Woods n'était définitivement plus praticable, l'abandon de presque trente ans d'étalon-dollar-or ne pouvait se faire du jour au lendemain. Dès lors, les premières années de flottement furent caractérisées à la fois par une certaine continuité et par une rupture avec l'ancien régime.

Dans le prolongement des accords de Bretton Woods et malgré le fait que le deuxième amendement du FMI avait explicitement proclamé la démonétisation de l'or², les banques centrales ne pouvaient se résoudre à abandonner le métal jaune. Ce dernier n'avait certes plus son rôle antérieur, mais il demeurait toujours à l'actif des réserves officielles et cela quasiment pour les mêmes montants que par le passé (OCDE, 1972, 29, 1975, 22, 1977, 22). Plus que la pratique quasi séculaire qui entourait la détention officielle de l'or, deux autres raisons expliquaient cette survivance. En premier lieu, le climat international d'incertitude économique n'encourageait pas les responsables monétaires à échanger leur or contre des devises, dont la variabilité était surtout assimilée à de l'instabilité, face à laquelle ils étaient encore peu préparés. Deuxièmement, une vente massive de cet actif, sur un marché devenu libre, aurait risqué d'en abaisser les cotations et donc de faire perdre aux instituts d'émission, par leur propre action, une part de leur patrimoine, donc de leurs moyens d'intervention³.

Une autre survivance des accords de Bretton Woods se manifestait dans le maintien du rôle du dollar. En effet, après trois décennies d'hégémonie officielle des États-Unis, les économies

¹ Cela concerne notamment les pays membres de l'UE – encore appelée CEE dans les années 1970 – dont le cas est sans doute le plus intéressant. La troisième partie lui sera consacrée.

² L'article IV, section 2(b), insiste expressément sur le fait que "...exchange arrangements may include (i) the maintenance by a member of a value for its currency in terms of the special drawing right or another denominator, other than gold..." (Mussa et al., 1994, 4).

³ Du reste, cette problématique reste actuelle, puisque les banques centrales détiennent toujours des réserves considérables en or, dont elles essaient de ne se défaire que progressivement.

nationales n'allaient pas instantanément substituer une autre devise à la monnaie américaine. Cette dernière dominait les règlements internationaux, auxquels elle avait même garanti une continuité, malgré le passage à la flexibilité. Les éventuelles monnaies de substitution – deutsche mark, yen, voire franc suisse – ne pouvaient encore prétendre à ce rôle, car elles dépendaient de marchés financiers domestiques trop peu libéralisés et déréglementés pour être aussi attractives que le dollar. Pour preuve, ce dernier constituait encore près de quatre-vingt-dix pour-cent des réserves de change des pays industrialisés fin 1977 et totalisait toujours quatre-vingt pour-cent, quatre ans plus tard (James, 1996, 411; Kenen, 1983A, 5).

Le FMI avait bien tenté de remédier à la persistance des rôles de l'or et du dollar. Il avait clairement fait valoir ses intentions dans le deuxième amendement, puisque il s'agissait de faire du DTS le principal instrument de réserve du système monétaire international¹. Mais cela ne s'avéra pas réalisable et pour plusieurs raisons. En premier lieu, malgré les allocations supplémentaires décidées après 1978², les montants émis étaient insuffisants pour couvrir les besoins de liquidité internationale, ainsi que pour alimenter suffisamment les réserves des Etats. Si le DTS était utilisé par les pays membres pour des raisons officielles et/ou intergouvernementales, son mode de création l'empêchait d'être l'équivalent d'une monnaie centrale. En effet, son émission irrégulière et décrétée en assemblée ne correspondait pas aux besoins de refinancement des banques commerciales et interdisait les règlements privés libellés en DTS (Delas, 1994, 162-163; Kenen, 1983B, 341). En plus de ces manquements fondamentaux aux caractéristiques basiques d'une monnaie, le FMI n'était pas l'équivalent d'une banque centrale, qui aurait pu mener une politique monétaire crédible et transparente, adaptée à l'évolution de l'environnement économique. Dès lors, il était impossible pour le DTS d'accéder au statut de monnaie internationale, ce qui valut au dollar la persistance de sa position, l'or demeurant parallèlement présent en arrière-fond.

Le dollar restait donc au centre du système. Outre sa diffusion économique très large, l'unité de compte américaine constituait toujours un indicateur privilégié et commun, voire un instrument véhiculaire, par rapport auquel les monnaies étrangères pouvaient estimer leur position. Dans un environnement économique qui n'était plus défini de façon précise et concertée – comme cela avait été à Bretton Woods –, cette fonction de jalon international, même parfois erratique, était fort précieuse pour le reste des nations (Beitone, Bassoni, 1994, 133; Llewellyn, Presley, 1995, 273).

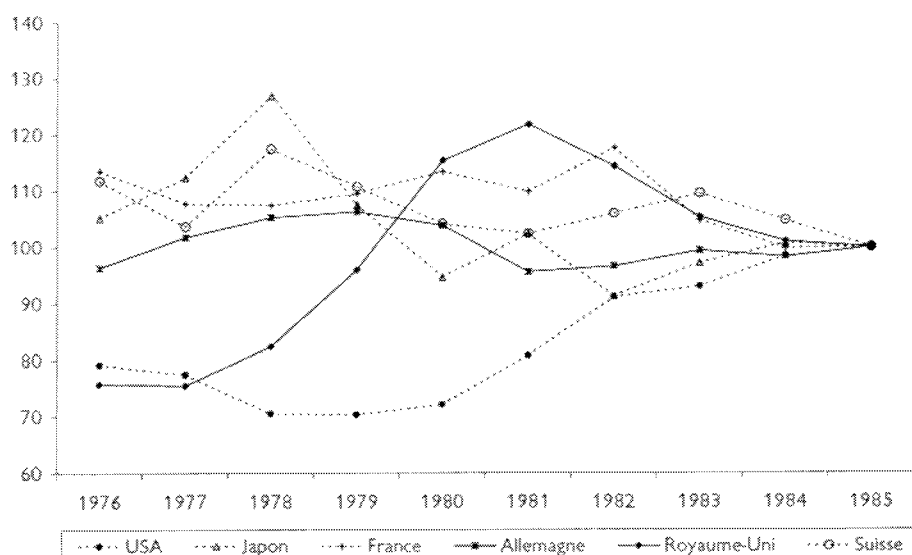
Même si certains éléments propres à l'ancien SMI lui avaient survécu, de nombreux autres domaines méritaient d'être redéfinis. La sphère monétaire n'était plus basée sur une norme claire – i.e. le rapport à l'étalon –, mais comptait presque autant de règles qu'il y avait de pays, d'où le développement de déséquilibres importants (James, 1996, 260). Dans ce contexte, même si le dollar continuait d'être la principale devise internationale, son comportement du point de vue du change était devenu – flottement oblige – encore plus imprévisible qu'au cours du déclin de la fixité. Les autres monnaies industrialisées s'en ressentaient. Outre la disparition de ce point de repère qui avait guidé l'activité monétaire au cours des trois décennies précédentes, les économies industrialisées se trouvaient privées d'une autre certitude avec laquelle elles avaient longtemps compté. En effet, la stagflation avait porté un coup fatal à la courbe de Philips. Il n'était plus possible d'arbitrer avec fiabilité – si tant est que cela était le cas auparavant – entre inflation et chômage. La montée en

¹ Cf. IMF, 1999, "Articles of Agreement", Article VIII (General Obligations of Members), section 7.

² En 1978, le comité intérimaire du Fonds approuva une augmentation des quotas de cinquante pour-cent, qui devint effective en décembre 1980, après son acceptation par 128 membres, ce qui porta le capital du FMI à 60 milliards de DTS (IMF, December 2000, 3).

puissance des thèses monétaristes avait permis de réagir à cette évolution économique et avait fourni une ligne de conduite nouvelle au niveau national¹. En revanche, cette école se désintéressait clairement de la gestion du taux de change², vu qu'elle soutenait que les changes flexibles offraient la meilleure protection pour la stabilité monétaire intérieure (Delas, 1994, 42; Solomon, 1979, 56). Cette conception montra pourtant rapidement ses limites. En effet, les cours des monnaies³ réagissaient fortement au nouvel environnement de flexibilité, d'autant plus que les conditions du commerce international étaient tendues (cf. graphique 9).

Graphique 9 Evolution du taux de change effectif réel* de six pays industrialisés, 1976-1985 (en indice, 1985 = 100)



* il s'agit du taux de change réel basé sur les coûts unitaires de travail normalisés pour 17 économies, dans le secteur secondaire

Source International Monetary Fund, International Financial Statistics Yearbook, 1991, 110

En outre, la flexibilité n'avait pas été en mesure, comme annoncé pourtant par les tenants de l'école monétariste, de protéger de l'inflation importée via le mécanisme de la parité de pouvoir d'achat. Il est vrai que les conditions du commerce international étaient turbulentes (Derron, 1981, 285) – crise du pétrole et des matières premières – et que l'application des nouveaux préceptes théoriques en était à ses débuts. Le flottement ne pouvait pourtant continuer à être aussi erratique sans porter préjudice aux économies nationales, qu'il ébranlait sérieusement (tableau 7). En outre, les avocats de la flexibilité, qui reprochaient

¹ Le chapitre 1^{er}, 1^{ère} partie, analyse plus particulièrement cette évolution dans la conduite de la politique économique.

² Certains adversaires du monétarisme, à l'instar de Jean Denizet, n'hésitaient du reste pas à parler d'un "complot des monétaristes", qui auraient infiltré les banques centrales, afin de faire voler le système de Bretton Woods en éclats (Delas, 1994, 156) !

³ Les taux d'intérêts n'étaient évidemment pas en reste et fluctuaient aussi nettement. Pour plus de détails, voir le chapitre 1^{er}, 1^{ère} partie.

aux changes fixes de ne pas permettre d'atteindre l'équilibre de la balance des paiements, devaient admettre l'échec du flottement en la matière (James, 1996, 411).

Le débridement des monnaies avait certes mis un terme aux artifices économiques et aux contraintes qui prévalaient à la fin de l'étalon-dollar-or et avait ramené à une situation plus en accord avec la réalité des relations entre les nations. Mais il fallait encore s'habituer à ce cadre rénové et surtout trouver une parade aux réactions souvent exagérées qu'il provoquait.

Tableau 7 Taux d'inflation, de croissance économique et régimes de changes, comparaison internationale (en %)

	Taux d'inflation		Taux moyen de croissance économique	
	Changes fixes 1960 (I) - 1971 (I)	Changes flexibles 1974 (II) - 1982 (II)	Changes fixes 1960 (I) - 1971 (I)	Changes flexibles 1974 (II) - 1982 (I)
Etats-Unis	2.7	8.9	3.8	2.4
Royaume-Uni	3.8	14.3	2.8	0.09
France	4.0	10.9	5.2	1.3
RFA	2.5	4.7	4.6	2.2
Canada	2.5	9.3	5.0	2.6
Japon	5.4	8.1	10.6	3.9
Moyennes	3.5	9.4	5.3	2.2
Ecart type	1.048	2.895	2.489	1.179

Source Swoboda, IMF Staff Papers, March 1983, p. 78

1.1.2 La voie de la coopération internationale

Le monétarisme considérait que les changes flexibles constituaient le meilleur environnement extérieur pour gérer l'activité monétaire interne, ce qui la prémunissait du phénomène de l'inflation importée et favorisait, par le truchement des variations de cours, la correction des rigidités des prix et coûts de production dans les économies nationales concernées. La croyance était que la parité du pouvoir d'achat s'imposait toujours pour rétablir l'équilibre ou, en cas de chocs, que le change réel s'adaptait aux nouvelles conditions cadre (De Grauwe, 1999A, 174-175; Goldstein et al., 1992, 18-20). Ce courant théorique étant destiné à l'origine à la seule économie américaine, cette perception de l'influence du change sur la sphère intérieure était justifiée: en effet, à la fin des années 1960, en pleine montée du monétarisme, seuls 5% du commerce des Etats-Unis avaient un caractère international. Par conséquent et selon cette école, cela rendait superflu une gestion active du cours de la devise (Friedman, 1968, 15). Pourtant, au début des années 1980, l'éloignement toujours plus net du billet vert par rapport à son cours d'équilibre finit par porter préjudice au secteur d'exportation du pays, ce qui, en retour, se répercuta aussi sur les autres segments de l'économie. Dès lors, les autorités américaines ne furent plus aussi insensibles aux protestations lancées depuis le début des années 1980 par les pays

européens face à la vigueur du dollar et, la situation s'étant franchement aggravée en 1985, elles décidèrent d'agir à leur tour (Beitone, Bassoni, 1994, 141).

La volonté d'action concertée dans le domaine des changes avait supplanté les deux écueils fondamentaux qui avaient caractérisé le non-système des années 1970. En effet, au cours de cette décennie, les économies industrialisées ne voulaient plus se soumettre à l'hégémonie américaine, la faillite de Bretton Woods étant encore trop présente dans les esprits. En second lieu, les Etats-Unis s'étaient repliés sur des considérations de politique interne et s'en remettaient aux forces du marché pour gérer la valeur extérieure du dollar¹. Leur position de leader mondial s'étant érodée depuis la chute de l'étalon-dollar-or et celle des pays européens s'étant raffermie, ils s'étaient désengagés de la scène économique internationale (Llewellyn, Presley, 1995, 274-275). Néanmoins, l'état de l'économie américaine se ressentait de ces années de gestion orientée sur le marché. Les "Reaganomics"², en mélangeant pression fiscale allégée et politique monétaire strictement anti-inflationniste, creusèrent les déficits et firent grimper les taux d'intérêt, ce qui poussa le dollar à la hausse, étant donné l'afflux de capitaux étrangers attirés par le niveau de rémunération américain. Les découverts publics, au lieu de décourager l'investissement intérieur eu égard au niveau des taux, firent donc s'apprécier le dollar, ce qui se répercuta sur le commerce extérieur du pays et sur celui de ses partenaires industrialisés, qui, pour leur part, connaissaient des situations inverses (excédent budgétaire et d'épargne), provoquées il est vrai par la situation américaine, très favorable pour leurs exportations. Cependant, le niveau des taux américains eut un effet contagieux sur les intérêts pratiqués dans les autres économies³, alors que, pourtant, l'épargne y était abondante (Solomon, 1989, 11-12; James, 1996, 417-421).

La flambée du billet vert connu sa progression la plus remarquable entre la seconde moitié de 1984 et février 1985 (près d'un quart de l'appréciation totale observée à partir de 1980⁴). A ce stade de son évolution, le différentiel de taux d'intérêt avec les autres nations européennes ne pouvait plus justifier cette évolution et l'on se mit à parler de bulle spéculative sur la monnaie américaine (Dominguez, Frankel, 1993, 10-11). Dès lors, si la rationalité ne caractérisait plus les intervenants sur les marchés des changes, il n'y avait plus qu'une solution pour faire regagner un niveau plus raisonnable au dollar: l'intervention concertée.

L'année 1985, qui servit de cadre à ces turbulences de change, reste souvent associée, dans son contexte économique, à la rencontre du G5 au Plaza, le 22 septembre. Cette réunion est devenue une véritable pierre angulaire des relations monétaires internationales. Or, la coopération monétaire entre pays, si elle connut à partir de ce moment un caractère plus volontaire et officiel, n'en était pas pour autant nouvelle. Deux types de collaboration avaient vu le jour depuis l'introduction du flottement et, pour pouvoir ensuite mieux analyser la question de l'indépendance en changes flexibles, elles méritent que l'on s'y intéresse.

¹ Ce fut la farneuse politique du "benign neglect" américain face au reste du monde.

² Contraction du patronyme du Président américain R. Reagan et du mot "economics".

³ Pour les pays en développement, cela se traduisit en crise de la dette. Le service des intérêts était devenu trop important pour être acquitté.

⁴ Au total, entre 1980 et février 1985, le dollar s'apprécia, pondération faite des exportations, de 80% (Solomon, 1989, 12).

a) La coopération régionale

Sous cette appellation, il faut comprendre une collaboration entre un nombre limité de pays, qui agissent d'un commun accord pour stabiliser leurs monnaies. Cela fut le fait des pays du marché commun européen¹. Lorsque, en 1971, les marges par rapport au dollar furent portées à 4,50% au total et à 9% face aux monnaies tierces – phénomène du cumul des marges –, les membres de la CEE ne purent se satisfaire de cette situation. En effet, comment auraient-ils pu, par exemple, assurer des prix agricoles unifiés alors que leurs monnaies pouvaient varier les unes par rapport aux autres de 9% ? Dans le même ordre d'idées, le maintien d'un budget commun se ressentait des variations de changes trop accusées entre les membres de la zone. En outre et sur un plan plus général, une concurrence saine et efficace entre participants se devait d'éviter les dévaluations compétitives et procédés apparentés. C'est ainsi que le 24 avril 1972 fut introduit le Serpent monétaire européen, dont le but était de limiter les fluctuations entre les monnaies des neuf à 2,25% au maximum et de 4,5% au total par rapport au dollar². Si l'intention était bonne, sa réalisation n'était pas aisée. Pour preuve, la livre britannique et la livre irlandaise quittèrent le mécanisme en juin 1972 déjà, la couronne danoise quelques jours plus tard et la lire italienne leur emboîta le pas en février 1973. S'ensuivit toute une série de turbulences : le deutsche mark dut être réévalué en mars 1973 ; le franc français sortit et regagna la plate-forme, pour la quitter définitivement en mars 1976 (Boudant, Gounelle, 1989, 73 ; Delas, 1994, 155 ; Hamon, Keller, 1997, 267). Le Serpent n'était pas un succès, mais comment éviter l'échec dans un environnement aussi tourmenté, que ce soit au niveau des taux de change qu'à celui des prix des matières premières et de l'inflation ? Pourtant, ce fiasco n'allait pas diminuer le besoin de stabilité des monnaies européennes entre elles, malgré la complexité et l'imprévisibilité du cadre économique international.

Pour cette raison, il fut décidé, avant même la fin du Serpent, de se passer du dollar comme référence et de créer, à l'image du DTS, une unité de compte européenne (UCE), basée sur un panier formé par un apport fixe des neuf monnaies des membres de la CEE. En revanche, la valeur de l'UCE face aux autres monnaies était variable. Le 21 avril 1975, l'UCE³ devint le pivot de l'Europe monétaire. Ce jour-là, l'UCE équivalait à un DTS, correspondance qui varia par la suite, les deux unités n'étant pas basées sur les mêmes monnaies. Dès lors, cette monnaie communautaire fut utilisée par un certain nombre d'administrations de la CEE et pour déterminer des montants qui concernaient les neuf membres (Lelart, 1994, 36-37 ; Appel, 1998, 48-50).

Il ne fut pas surprenant que cette nouvelle unité, dont le rôle se limitait à la comptabilisation communautaire, ne réussit pas à sauver la stabilité monétaire européenne. Les turbulences qui secouèrent le Serpent finirent par le réduire à une zone mark. Néanmoins, dès 1977,

¹ Lors du passage aux changes flexibles, de nombreux pays préférèrent arrimer – totalement ou partiellement – leur monnaie à une devise importante soit au niveau international, comme le dollar, soit sur le plan de leur commerce extérieur ou soit en raison de liens historiques (anciennes colonies notamment). Ces cas concernent des économies moins développées, qui ne sont pas prises en compte dans la présente étude. En outre, la plupart de ces modalités de change ne faisaient pas l'objet d'accords concertés mais étaient décidées de façon unilatérale par le pays qui liait sa monnaie.

² Au cours de la période des changes fixes, les pays membres de la CEE avaient déjà introduit un mécanisme de ce type : l'accord monétaire européen (AME), qui limitait les fluctuations entre monnaies de la zone à plus ou moins 0,75%, contre 1% face au dollar. Fin 1958, cet accord a remplacé l'UEP – dont il est question dans le chapitre précédent –, une fois la convertibilité des monnaies instaurée. L'AME servira en 1971 de base au plan Werner, qui introduira le Serpent (Lelart, 1994, 9, 17, 18).

³ L'UCE connu des prédécesseurs : l'unité de compte agricole (1962), puis l'unité de compte monétaire européenne (1973). Toutes deux étaient basées sur une définition en or correspondant à un dollar américain. Le dollar flottant et l'or étant démonétisés, l'unité de compte monétaire européenne ne convenait plus et il fallut trouver une autre définition pour la nouvelle unité de compte européenne (Lelart, 1994, 30, 31, 36).

revint l'idée d'instaurer une union monétaire en Europe, la flexibilité des monnaies entravant sérieusement le fonctionnement et le développement de l'intégration économique des neuf membres. Pour ce faire, en mars 1979, l'ECU (European currency unit) remplaça l'UCE et le Système monétaire européen (SME) fut mis en place.

Au départ, la nouvelle organisation monétaire communautaire était calquée sur l'ancien système. L'ECU remplaçait l'UCE, en conservant la composition du panier. Pourtant, une différence de taille mérite d'être soulevée: la valeur de l'ECU était désormais calculée sur la base du... dollar (Lelart, 1994, 38-41; Hamon, Keller, 1997, 272-273)! Sans entrer dans les détails du fonctionnement du SME et de l'emploi de l'ECU¹, il est intéressant de noter que les neuf partenaires de la CEE, pour pouvoir assurer une certaine stabilité de leurs monnaies entre elles, durent se définir par rapport à une ancre – condition *sine qua non* au change fixe et ajustable – et optèrent pour le dollar, seule monnaie extérieure à leur zone dont l'importance était suffisante pour déterminer la ligne de conduite à suivre.

Le SME fut en fait surtout un accord cambiaire, qui stabilisait entre elles les monnaies participantes. La coordination des politiques économiques n'était pas appliquée et si des rapprochements entre fondamentaux économiques eurent lieu, ils furent le fruit de l'adaptation des plus faibles à la monnaie dominante. En effet, en tant que composante prépondérante de l'ECU, le deutsche mark imposa son évolution et sa gestion monétaire aux autres adhérents. Néanmoins, malgré l'emballement du dollar de la première moitié des années 1980, le SME résista aux crises, même si certaines adaptations – dévaluations notamment – furent un lourd tribut à verser (Beitone, Bassoni, 1994, 125, 132).

L'expérience de la coopération régionale telle qu'elle fut menée par la CEE constitua un cas unique parmi les économies avancées. Elle montra qu'il y avait moyen de s'organiser dans un SMI flottant et d'éviter les perturbations induites par un système trop volatil. Du reste, sur le plan international, les nations industrialisées l'avaient aussi compris, quoique de façon moins structurée.

b) La coopération internationale

Les fluctuations accusées des taux de change avaient, peu de temps après l'introduction du flottement, posé problème aux nations industrialisées, ainsi qu'à l'économie dans son ensemble, puisque, au début des années 1980, ce fut le PNB et les exportations mondiales qui enregistrèrent de très mauvaises performances². Le FMI, malgré la révision effectuée des articles, ne jouait pas plus son rôle de pivot que sous l'ancien système. Cela pouvait se comprendre vu la nature flexible de la nouvelle architecture monétaire, mais était plus préoccupant sous d'autres aspects. Par exemple, les nations industrialisées recouraient de moins en moins à ses ressources pour stabiliser leurs économies³. La situation ne pouvait évidemment plus être laissée telle quelle, tant le coût du désordre engendré se faisait lourd.

L'élément marquant relatif à la réorganisation du SMI fut la mise sur pied des sommets économiques intergouvernementaux. Le premier d'entre eux, tenu à Rambouillet en 1975

¹ La troisième partie de cette thèse traite de l'indépendance au sein de l'Europe monétaire et passe notamment en revue les caractéristiques propres au SME et à l'UEM, avant d'analyser le cas du SEBC.

² Entre 1980 et 1983, les exportations mondiales déclinèrent de 11,2%. Depuis la fin de la Deuxième Guerre Mondiale, 1982 fut l'année où le PNB mondial enregistra la plus faible croissance – 0,3% –, alors que du côté des seules nations industrialisées, il recula de 0,2% (James, 1996, 409).

³ En effet, les derniers tirages sérieux effectués par cette catégorie de pays furent le fait de l'Italie et du Royaume-Uni en 1976. Les États-Unis tirèrent un montant moindre en 1978 (Eichengreen, Kenen, 1994B, 38). Ce détachement envers le Fonds a été en partie causé par le développement des marchés des capitaux, à la même période. Cet aspect sera traité dans le paragraphe suivant.

par le G5 (Etats-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni et France), eut justement pour objet principal la révision des statuts du FMI. Les nations les plus puissantes se concertaient en marge de l'ensemble, conscientes du rôle qui leur revenait, ainsi que de l'influence majeure qu'elles détenaient sur l'évolution du monde industrialisé et des pays qui leur étaient associés¹. Du reste, du fait de la participation de trois de ses Etats membres, dès le sommet de Londres, en 1977, des représentants de la CEE furent associés aux discussions. En 1977 et 1978, les réunions furent essentiellement motivées par la chute du dollar, qui perdit respectivement, entre septembre 1977 et octobre 1978, quelque quarante pour-cent face au yen et treize pour-cent par rapport au deutsche mark. Pour renforcer les effets des paquets de sauvetage bouclés jusqu'alors au coup par coup par quelques pays puissants, les réunions du G5 tenues ces années-là et jusqu'au milieu des années 1980 prirent une tournure nouvelle. Elles renforcèrent leur caractère économique et s'axèrent de plus en plus sur l'évolution particulière et souhaitée dans les pays participants. Dans un environnement apparemment aussi peu contraignant que le flottement, il devenait de plus en plus patent qu'une certaine discipline individuelle était nécessaire (James, 1996, 409; Eichengreen, Kenen, 1994B, 38-39; Union européenne, 2000).

L'émergence de ce forum parallèle et exclusif atteignit une dimension supérieure en 1985, au plus fort de la crise de change que subissaient les Etats-Unis, cette fois-ci le dollar flirtant avec des sommets. Même si, au cours des années précédentes, plusieurs collaborations ponctuelles de change avaient eu lieu entre pays partenaires, que ce soit au sein du G3 ou avec des nations comme la Suisse (James, 1996, 303), la rencontre du Plaza, qui eut lieu en septembre 1985, à New York, marqua l'entrée dans une ère nouvelle. En effet, l'accord qui en résulta entérinait l'intervention extérieure commune, dans le but de ramener les devises à des niveaux plus conformes à leur situation économique. La coopération internationale s'était transformée en un acte transparent et volontaire, au contraire de ce qu'elle était à ses balbutiements, à savoir désordonnée et imprévisible. Evidemment, les niveaux qui nécessitaient une intervention n'étaient pas annoncés publiquement, afin d'éviter que la spéculation n'utilise à des fins propres les interventions, mais la communication de la gestion des changes était devenue une clé de la réussite de ces opérations (FMI, 2000, 255; Dominguez, Frankel, 1993, 17-18). Ce changement d'attitude porta ses fruits, puisque les marchés, informés des interventions des banques centrales, s'accommodèrent de cette gestion du change. Le résultat escompté était atteint: les principales devises flottaient de façon plus contrôlée. L'accord du Plaza ne constitua pas un événement isolé, mais fut suivi, en février 1987, par la rencontre du Louvre. Pourtant, en octobre 1987 déjà, le succès de la coopération essuya un revers d'envergure au moment du krach boursier. Ce dernier aurait été provoqué par un différend de politique monétaire entre la République fédérale allemande et les Etats-Unis, incident qui suffit à déprécier trop fortement et précipitamment le dollar (Eichengreen, Kenen, 1994B, 46-47). Malgré les suites de cet ébranlement pour les économies nationales, il fallut au moins admettre que les gouvernements étaient écoutés et que leurs propos avaient une incidence sur la sphère financière. Par la suite, les déclarations se firent plus prudentes.

Le G5 passa à six membres au Louvre début 1987 (participation du Canada), puis à sept en juin 1987 (Italie en plus)² et à huit en 1997, avec l'association de la Russie³. Les sujets de

¹ Il ne faut pas oublier que, à ce moment, la guerre froide battait son plein et que les deux "mondes" n'avaient quasiment pas de contacts entre eux.

² En fait, lors de la rencontre du Louvre de 1987, il aurait fallu parler aussi de G7, puisque l'Italie avait rejoint le forum lors du sommet de Tokyo, en 1986. Mais une susceptibilité diplomatique d'ordre organisationnel lui fit quitter le groupement, pour y revenir définitivement l'année suivante.

³ La Russie fut en fait d'abord partiellement associée et ne devint un huitième membre – quoique de façon toujours incomplète – que l'année suivante, en 1998 (G8 Research Group, 2000).

discussions des chefs d'Etat et des ministres présents à ces rencontres se sont progressivement étendus à d'autres domaines d'intérêt international, mais le sujet initial de la stabilité économique et monétaire a toujours été maintenu (Mussa et al., 1994, 9; G8 Research Group, 2000). Jusqu'à aujourd'hui, le G8 a fonctionné sur la voie de la concertation et du dialogue. Certes, il n'a pas été en mesure d'empêcher l'apparition de toutes les crises de change, mais il a fourni un cadre plus organisé, clair et stabilisé à l'ensemble. La volonté du FMI de stabiliser le cadre monétaire et économique international reste présente (Köhler, 2000, 303). Cependant, la mise en pratique de ses intentions n'est pas plus aisée que par le passé, butant toujours sur les objectifs individuels de ses membres.

Ces grandes lignes marquèrent l'évolution du SMI en changes flexibles. Evidemment, de telles mutations, de l'abandon du change fixe à la création de la plate-forme européenne et à la tenue des sommets des nations les plus industrialisées, n'ont pas été sans effet sur les banques centrales nationales et la marge de manœuvre dont elles pouvaient se prévaloir face à leur gouvernement.

1.2 *Quelle place pour les banques centrales ?*

A l'instar du contexte général, les instituts d'émission durent s'adapter et se montrer flexibles dans leur façon de procéder. Il y eut évidemment un certain parallélisme entre l'évolution globale du système, telle que l'a décrite le point précédent, et celle qui fut la leur.

1.2.1 *La redéfinition de leur rôle*

Pour les instituts d'émission, le passage au flottement ne fut pas synonyme de liberté totale d'action par rapport au contexte extérieur et de repli complet sur la sphère intérieure. Il marqua l'émergence d'une situation mixte, typique d'une période de transition, dans laquelle les banques centrales devaient composer entre indépendance et assujettissement.

Un premier élément important pour elles consista en le fait que la page de la fixité ne fut pas tournée du jour au lendemain. En effet, le FMI n'officialisa le nouveau cadre qu'avec assez de retard, ce qui laissa la sphère monétaire dans un environnement incertain et ne la força pas à devoir s'adapter à tout prix, mais à le faire volontairement et progressivement, ce qui devint même une spécificité du SMI flexible. Les gouvernements des pays industrialisés, parallèlement et par conséquent, n'éprouvèrent pas le besoin de modifier la législation relative aux banques centrales, mais, dans tous les cas, firent preuve de pragmatisme prudent. La continuation de l'utilisation de l'or comme instrument de réserve – et non plus comme dénominateur monétaire – en fut un signe patent.

Malgré des années soixante-dix tendues au niveau économique, la période était à la confiance dans les forces du marché et donc au "laissez-faire", censés les plus à même de garantir le maintien des grands équilibres. Après des décennies de gestion active de la situation économique, ce revirement se comprenait aisément. La rupture dans la gestion des changes avait même offert une occasion pour changer de paradigme général, tant elle remettait en question la conduite économique. Les Etats-Unis, premier pays à flotter, étaient à la tête de ce mouvement, encouragés par les monétaristes américains, et avaient été suivis par les autres nations industrialisées (Dominguez, Frankel, 1993, 8). Les banques centrales n'échappaient pas à ce courant. Un premier changement d'envergure consistait dans le fait qu'elles géraient désormais des monnaies flexibles et devenues entièrement fiduciaires, que les stocks d'or détenus à ce moment rendaient peut-être plus rassurantes, malgré le fait que

le métal jaune avait perdu toute signification monétaire. Le développement des monnaies définies par rapport à elles-mêmes accrut la responsabilité des instituts d'émission, qui se retrouvaient garants de leur crédibilité et de leur acceptation¹. Cela explique qu'en deuxième lieu, malgré le flou institutionnel découlant naturellement de la mise en place du contexte flexible, les banques centrales aient dû rapidement trouver un nouvel objectif. Après trois décennies où leur cap principal avait été ancré sur la parité par rapport à l'étalon, il était assez naturel pour elles d'essayer, dans un premier temps, de prendre le taux de change comme point de mire, ce qui offrait une certaine continuité avec le système de Bretton Woods et rappelait un environnement familier. Cela s'avérait d'autant plus logique que, contrairement aux thèses monétaristes, la flexibilité des changes ne constituait pas le meilleur gage de stabilité économique et qu'il leur semblait devoir atténuer un flottement trop erratique (Llewellyn, Presley, 1995, 274; Capie et al., 1994, 32-33, 55; Fisher, 1994, 289).

Or, il leur fallut rapidement accepter que la voie de la flexibilité concertée était impraticable. L'exemple particulier et peu encourageant de la CEE, dont les objectifs n'étaient pas seulement monétaires, fit clairement apparaître que l'absence d'ancre stable – le dollar fluctuait fortement – ou le choix d'une référence artificielle – le DTS –, rendait ce mode de gestion monétaire improbable. De plus, l'assujettissement à l'évolution d'une économie dominante – l'Allemagne dans le cas européen – présentait plus de coûts que d'avantages.

Le climat général de "laissez-faire" poussait les Etats et leurs banques centrales à agir plus dans leur propre intérêt qu'en fonction de l'ensemble. Après des années de discipline forcée sous le système de Bretton Woods, il était difficile d'admettre, aussi bien pour les monnaies anciennement périphériques que pour le dollar, qu'il fallait se conformer aux volontés de coordination internationale pour formuler leur politique nationale (Corden, 1981, 60).

En éclatant, le SMI avait permis aux banques centrales de se préoccuper à nouveau de l'évolution de la sphère intérieure, d'administrer une monnaie qui ne dépendait plus que de ses conditions propres d'évolution et de ne plus devoir se soucier d'abord d'objectifs extérieurs. Le mouvement d'autonomisation des banques centrales était lancé. L'émergence de la stagflation² joua également un rôle non négligeable. En chamboulant complètement l'évolution économique, elle fit définitivement rompre avec la tentation de l'objectif de change et elle valut au monétarisme – compris dans le cadre intérieur – un intérêt soutenu. Comme présenté dans la première partie, le développement des cibles de masse monétaire permit à la notion d'indépendance de gagner du terrain. Evidemment, les banques centrales n'acquirent pas du jour au lendemain plus de latitude d'action, mais les caractéristiques de bien collectif de la monnaie et le mode de gestion qui lui était adapté jouaient en faveur de leur émancipation.

Ce retour sur la sphère intérieure n'isola cependant pas les banques centrales de l'extérieur. En ce sens, les Etats-Unis servirent une fois encore de détonateur. Lors de l'application des "Reaganomics" à l'économie américaine, deux leçons fondamentales apparurent clairement pour les dirigeants de la politique monétaire. En premier lieu, la manipulation forcée de la politique de banque centrale – via la fixation des taux d'intérêt – et notamment en fonction de vues fiscales, s'avérait désastreuse, ce qui confirmait les partisans de l'indépendance dans leurs positions (Capie et al., 1994, 29). Deuxièmement, les économies industrialisées n'étaient pas insensibles aux grands développements qui les touchaient chacune

¹ Voir la 1^{ère} partie, chapitre 2.

² Voir la 1^{ère} partie, chapitre 1^{er}.

individuellement. A l'instar de la monnaie au niveau international, le SMI avait aussi une valeur de bien collectif en faveur duquel il valait la peine de s'engager. L'épisode de repli américain et son insouciance face à l'évolution générale avait clairement fait apparaître que les banques centrales ne pouvaient s'abstenir de surveiller les développements de leurs taux de change respectifs, le flottement ne signifiant pas un cloisonnement par rapport au reste des pays partenaires. La contagion entre économies existait et il fallait apprendre à gérer ce phénomène, dont on pensait initialement que les changes flexibles prémunissaient.

Ce développement au niveau international eut une influence directe sur les banques centrales et leurs statuts. A l'exception de l'expérience européenne¹, qui, après avoir accepté l'autorité allemande, fut en fin de compte décevante, il était globalement inconcevable, au vu des relations politiques et économiques internationales, de revenir à un système hégémonique avec un pays leader. Par conséquent, pour ne pas retourner à des politiques monétaires axées prioritairement sur la question du change, il fallait apprendre à composer avec la nouvelle donne.

1.2.2 Une meilleure assise pour l'autonomie des banques centrales

La réunion du Plaza de 1985 avait officialisé la flexibilité contrôlée des monnaies. Cependant, les interventions de change, menées par les nations les plus industrialisées, du G3 au G7, étaient toujours le fait de décisions politiques. Les ministres des Finances en décidaient – et, en règle générale, en décident toujours aujourd'hui² –, puis, dans la majorité des cas, laissaient leur banque centrale opérer sur les marchés financiers. Pour les autorités gouvernementales, il apparaissait que la gestion active du taux de change était hors de la zone de décision des instituts d'émission, cantonnés au règlement des problèmes internes, mais qu'elle ressortait plutôt de considérations diplomatiques. Si de tels procédés ne parlent pas en faveur d'un accroissement de l'indépendance à partir du flottement, d'autres aspects des interventions amènent à la conclusion inverse.

En effet, le monétarisme ayant contribué à responsabiliser davantage les organes monétaires, engagés dans l'obtention de résultats à moyen terme, il leur fallut faire preuve d'une communication accrue et de crédibilité. L'expérience faite lors des interventions préalables avait révélé que sans transparence du but recherché clairement affichée, les acteurs économiques n'étaient pas dupes et que ces opérations risquaient fort de se solder par un échec. En ce sens, les gouvernements nationaux trouvaient dans leurs banques centrales des partenaires de premier ordre comme conseillers, pour réaliser les interventions – compétences techniques – et communiquer face au public et aux marchés. Par là même, les banques centrales passaient au stade d'institutions spécialisées et partenaires de l'Etat et s'affranchissaient des positions nettement inféodées qu'elles avaient auparavant (Dominguez, Frankel, 1993, 49-52; The Economist, October 21st 2000, 22).

Un autre élément qui fut favorable à leur autonomie fut sans doute l'absence d'une monnaie internationale. Certes, au tout début du flottement, la monnaie américaine avait joué le rôle d'étalon sans contre-valeur, mais cela n'avait pas duré longtemps, sa volatilité étant trop forte. Comme, par conséquent, le dollar avait perdu le statut supérieur qu'il avait préalablement et que le DTS n'avait un pas rôle prédominant, le bien collectif SMI s'appuyait sur un ensemble de monnaies en concurrence entre elles sur le plan international, mais en mains de monopoles – détenus par les Etats – au niveau intérieur. Les économies

¹ Se référer à la troisième partie pour une analyse plus approfondie.

² La dernière partie présentera la particularité européenne en la matière.

industrialisées avaient à gagner à l'internationalisation de leur monnaie, vu les gains d'efficacité que procurait un emploi extraterritorial. Par conséquent, même si le dollar dominait encore les transactions internationales et que les contrecoups de la politique monétaire américaine dépassaient les frontières nationales, les pays industrialisés étaient incités à offrir une monnaie dans laquelle les agents avaient suffisamment confiance pour l'utiliser. Les nations devaient être à même de persuader le public que leurs monnaies étaient stables et prévisibles pour qu'elles soient détenues. Or, dans un SMI où il n'y avait plus de contre-valeur aux devises - comme l'or ou un autre étalon monétaire -, ni d'autorité supranationale contraignante, le pays émetteur devait faire preuve d'autant plus de crédibilité. Malgré les efforts entrepris, les tâtonnements du début du flottement et le contexte monétaire hautement compétitif entraînèrent une volatilité marquée des taux de change. Néanmoins, les monnaies concernées par un statut international ne risquaient pas de s'effacer de la scène mondiale pour laisser la place à une seule devise. Toutes y trouvant des avantages certains, elles s'efforçaient de maintenir une certaine qualité, étant même disposées à agir de concert en cas de perturbations graves et durables. En outre, la nature même du SMI flexible rendait moins grave le défaut de crédibilité majeur du système de Bretton Woods, soit le décrochement du cours. Si, en changes fixes, tout dérapage par rapport à la définition était, sauf situations extraordinaires et crises générales, du ressort de chaque participant pris individuellement, lors du flottement, les divergences devenaient des problèmes ressentis et donc partagés par l'ensemble des pays concernés. Les règles de gestion des intervenants du SMI eurent par conséquent tendance à se rapprocher (De Grauwe, 1996, 28-32), d'autant plus que la pression exercée au niveau global par la mobilité des capitaux et le fait que les agents pouvaient à présent opter pour la meilleure devise ou unité de compte les y poussaient. Parmi les principes de gestion plus unifiés et les objectifs plus universels recherchés, une inflation faible et son collatéral, l'indépendance de la banque centrale, furent donc favorisés.

En pratique, le dollar conserva une place incontournable, constituant 68.6% des réserves mondiales de devises en moyenne dans les années 1980. Parallèlement, des monnaies, comme le mark allemand ou le franc suisse, gérées par des banques centrales dont la politique anti-inflationniste et le détachement face au pouvoir politique étaient des choses connues, étaient plébiscitées par leurs utilisateurs – nationaux ou étrangers (James, 1996, 297; Conjoncture Paribas, 1995, 17-19). Sous l'influence de la pression extérieure, le rôle joué par les instituts d'émission devint donc plus fondamental que par le passé.

En effet, la mise en œuvre d'interventions de change ne suffisait pas à ramener les monnaies à leur niveau d'équilibre. Il fallait que les économies impliquées soit jugées saines pour que les agents suivent les gouvernements (Fisher, 1988, 38-39). Le même raisonnement prévalait si une volatilité trop forte voulait être évitée. Dès lors, et pour respecter la règle de Tinbergen, il s'avéra nécessaire de fixer un objectif précis à la politique monétaire. Etant donné le contexte et les expériences réalisées au cours de la décennie précédente, le choix se porta sur l'équilibre intérieur (Group of 24, 1985, par. 62)¹. Schématiquement, lorsqu'est considérée la relation d'influence entre sphères monétaires extérieure et intérieure, les périodes des accords de Bretton Woods et de la flexibilité peuvent être représentées comme indiqué dans la figure 2.

¹ En ce qui concerne les pays membres du SME, le but recherché fut différent. Pour cela, se référer à la partie suivante.

Figure 2

Interactions dominantes entre conduite de la politique monétaire et système monétaire international

Système de Bretton Woods

changes fixes



stabilité intérieure

Changes flottants

stabilité intérieure



changes flexibles

Si, durant l'époque de l'étalon dollar-or, la discipline monétaire intérieure était essentiellement conditionnée par le cadre extérieur, une décennie de flottement amena à la conclusion inverse¹: pour maintenir un certain ordre international, il faut pouvoir s'appuyer sur une certaine stabilité intérieure des pays participants. La coopération internationale qui fut plus systématique à partir de la tenue régulière de sommets par les nations les plus industrialisées marqua un tournant dans les attitudes individuelles, sans devenir un élément extérieur contraignant. Même si, à l'origine, la coordination fut fortement encouragée par des Etats qui s'étaient regroupés au sein du mécanisme de change européen, elle réussit tout au plus à réagir lors de moments critiques, mais n'avait qu'un horizon temporel à court terme. Dès lors, il n'y avait pas de place pour l'émergence d'une solution symétrique de coopération, pas plus qu'il n'y avait de volonté à voir un Etat s'imposer clairement. Cette situation était entre autres due à la volonté des participants d'éviter toute ingérence dans leur sphère respective, notamment en matière de gestion des taux d'intérêt. Cette réaction était du reste d'autant plus sensible que la banque centrale concernée était réputée indépendante. A ce propos, la Bundesbank constituait le meilleur cas de figure (Williamson

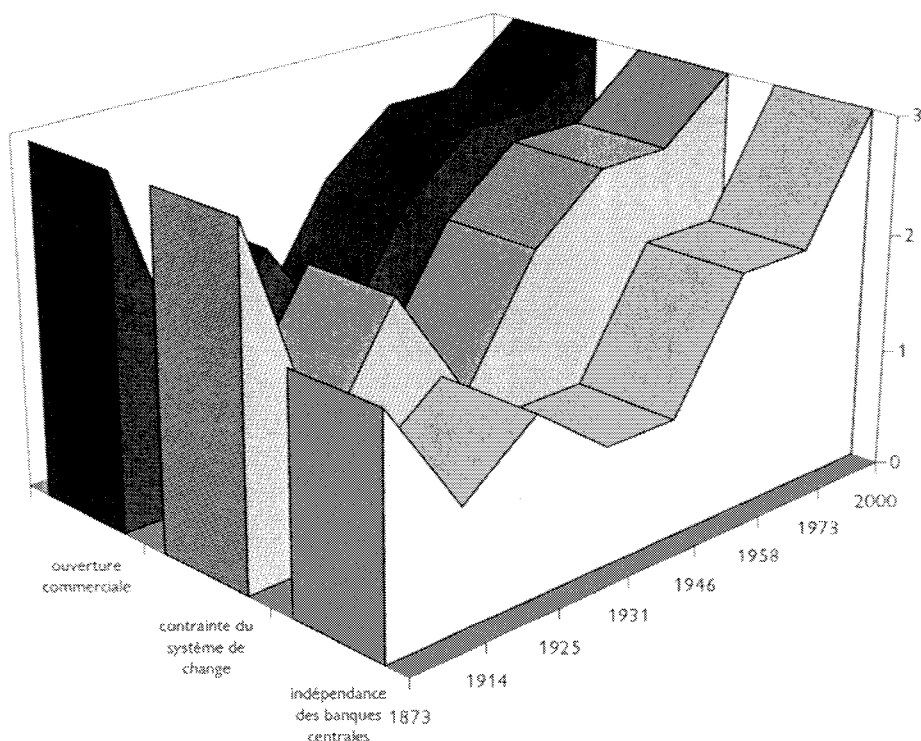
¹ Dans ce contexte, le SME représentait un cas particulier. A l'intérieur de la zone monétaire, les Etats membres se trouvaient dans la situation de Bretton Woods (cf. figure 2), alors que, face à l'extérieur, la zone devait se conformer aux interdépendances engendrées par le flottement. Cette situation double n'allait pas sans entraîner des conséquences pour la conduite de la politique monétaire des économies concernées et, partant, pour l'indépendance de leurs banques centrales. La partie suivante se penchera plus à fond sur cette problématique.

et al., 1994, 96; James, 1996, 409-411, 438-440). Réconcilier le court terme des manœuvres dédiées à la gestion du change et le moyen terme nécessaire à la politique intérieure s'avérant irréalisable, les banques centrales se focalisèrent sur la sphère nationale.

Cette inconsistance entre gestion active intérieure et extérieure donna sans doute plus de poids à l'indépendance, qui devenait plus primordiale pour obtenir des résultats satisfaisants au niveau interne et, par ricochet, au niveau externe. Dès le milieu des années 1980, la conception de la politique économique générale dans les pays industrialisés devint nettement moins divergente que par le passé. Un certain consensus émergea, se basant notamment sur l'importance de la stabilité des prix, de la croissance, de positions extérieures équilibrées, de la libéralisation du commerce et sur la liberté des mouvements de capitaux. Cette unité de doctrine dans les grandes lignes économiques fit parler certains de "monomics" (James, 1996, 415). Du côté des instituts d'émission, cela contribua à asseoir l'importance de l'autonomie des banques centrales, à la diffuser et à la généraliser. Ce n'était du reste pas la première fois que l'histoire économique enregistrerait un tel rapprochement dogmatique (graphique 10). Néanmoins, la période d'indépendance des banques centrales qui débutait allait être la plus longue qu'a connue jusqu'à présent le monde monétaire.

Les changes flottants n'avaient peut-être pas amené une liberté monétaire complète aux pays qui y participaient, mais ont délimité un cadre rénové d'action, dans lequel la responsabilité macroéconomique des banques centrales impliquées est accru, pour atteindre le niveau qui est le leur aujourd'hui (Aglietta, 1992, 37-38, 44; Lamfalussy, 1994, 304).

Graphique 10 Evolution parallèle de l'indépendance des banques centrales, de la contrainte du système de change et du degré d'ouverture commerciale



L'échelle de droite est à interpréter comme suit:

- pour l'indépendance des banques centrales, de 1 (très dépendantes) à 3 (très indépendantes);
- pour la contrainte exercée par le système de change en vigueur, de 1 (très contraignant) à 3 (peu contraignant);
- pour l'ouverture commerciale internationale, de 1 (très protectionniste) à 3 (orientée vers le libre-échange).

La date de départ, 1873, fait référence à l'application du "gold standard élargi", dont il est question dans la 1^{ère} partie, chapitre 1^{er}.

Source : pondération et élaboration personnelles; The Economist, May 16th 1998, 20

L'interdépendance croissante des économies avait été soutenue par l'introduction du flottement, qui avait fourni un cadre plus propice que la fixité à cette évolution. Un deuxième élément nouveau, le développement des flux financiers, vint amplifier le mouvement et, surtout, confirmer la nécessité de l'autonomie des banques centrales.

Par. 2 La progression des flux financiers et son influence sur l'indépendance des banques centrales

Le changement de paradigme qu'offrit l'introduction du flottement ne se limita pas aux monnaies et à l'évolution macroéconomique. La fin des rapports fixes entre les devises et leur liberté de circulation entraînèrent une montée significative des flux de capitaux, ce qui était en accord avec le triangle de compatibilité de Mundell. Ce dernier avait mis en exergue que l'autonomie de la politique monétaire dans un environnement de changes flexibles appelait la libre circulation des mouvements de capitaux, faute de quoi le système ne pouvait fonctionner correctement (Delas, 1994, 157).

Cette libéralisation se fit sans trop de heurts. A l'instar des autres domaines économiques, qui furent fortement soumis à la mainmise publique durant les accords de Bretton Woods et après la Deuxième Guerre Mondiale, l'ouverture économique progressive et voulue par les Etats industrialisés s'étendit à la sphère financière et lui insuffla un nouveau dynamisme. Son importance devint même telle, qu'analyser le développement de l'autonomie des banques centrales durant le flottement sans y faire référence ne donnerait qu'une vision partielle de ses conditions d'évolution et d'action.

2.1 Les changes flexibles, terreau favorable pour la sphère financière

Parallèlement à la mise en place du flottement des monnaies, les règles du marché montèrent en puissance. La progression de ces dernières se fit graduellement. Elle concerna d'abord les biens et, dans une moindre mesure, les services. Dès la fin des années 1970 et grâce aux négociations du GATT, ces deux domaines connurent un essor remarquable. Les deux décennies suivantes étendirent ce mouvement aux flux de capitaux (Isenberg, 1998, 141-142). D'une part, ce développement fut soutenu par les politiques et les mesures mises en œuvre par les Etats industrialisés, et, d'autre part, par l'essor propre de la sphère financière. Ce sont ces deux aspects que se proposent d'analyser, dans les grandes lignes, les deux sous-points suivants.

2.1.1 La volonté politique de développement des marchés financiers

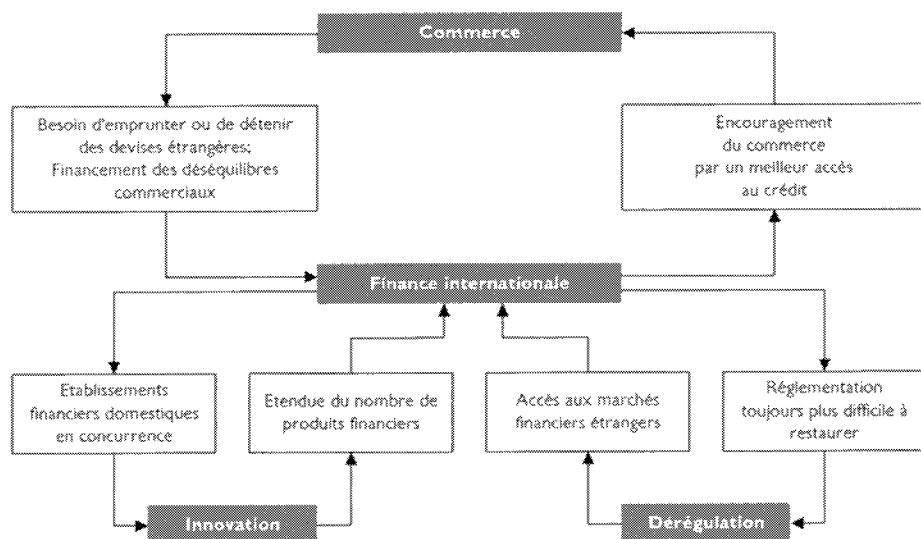
Il convient de rappeler que, sous la période précédente des accords de Bretton Woods, les transactions financières entre les Etats étaient organisées et soumises à des réglementations très sévères, préservation du change fixe y obligeant. Ce mode de relations monétaires favorisait la protection de la sphère financière nationale face à la concurrence étrangère. De plus et même si des différences sensibles existaient entre les pays, le secteur financier était généralement caractérisé par deux traits principaux: la segmentation des compétences et un pouvoir oligopolistique partagé entre les intervenants. Or, cette situation avait l'inconvénient de provoquer des distorsions et de ne pas laisser les prix refléter la réalité du marché. Cela se traduisait en inefficacité économique, ainsi qu'en mauvaise allocation des ressources internationales, les flux de capitaux ne pouvant être placés de façon optimale (Marston, 1993, 515; *The Economist*, septembre 19th, 1992, 9-10, October 25th 1997, 99). Néanmoins, le fonctionnement des marchés des capitaux allait connaître un bouleversement complet. Schématiquement, trois phases successives peuvent être décelées.

a) Les années 1970

Le début du flottement lança une période nouvelle. Il fut synonyme d'ouverture commerciale et de son corollaire, à savoir de larges déséquilibres du compte des transactions courantes pour les pays industrialisés. Les deux crises pétrolières des années 1970 portèrent une part de responsabilité dans ce phénomène, mais la nouvelle définition du change, en rendant moins coercitive l'équilibre de la balance des paiements, était à la base de cette transformation. Dès lors, il devenait possible pour les économies d'emprunter ou de prêter les montants manquants, respectivement leurs excédents, sans porter préjudice à la stabilité extérieure de leur monnaie, du moins tant que les déséquilibres étaient "normaux" eu égard à la réalité économique. Par conséquent et pour profiter au mieux des conditions cadre renouvées, les nations passèrent à la convertibilité du compte des transactions courantes et, par la suite, de capital (Dominguez, Frankel, 1993, 29-30; Mussa et al., 1994, 13), ce qui favorisa l'expansion des flux financiers et un remaniement complet de la structure des marchés concernés. Cette évolution était naturelle, car la doctrine prévalant dans les années 1970 - marquée par le "laissez-faire" - favorisait un repli des gouvernements, qui s'employèrent à libéraliser le marché financier, dès lors soumis à une compétition plus soutenue.

Comme présenté schématiquement dans la figure suivante, il est impossible de déterminer l'élément qui fut prépondérant pour l'expansion financière internationale (The Economist, 19th September 1992, 10). La conjonction de l'ensemble de ces facteurs, combinée avec les avancées d'un commerce international plus ouvert, donna lieu à une internationalisation croissante des marchés de capitaux ainsi que des acteurs en présence. Mais il est certain que les gouvernements, en passant aux changes flottants et en relâchant les contraintes qui entouraient l'utilisation du capital, tinrent un rôle non négligeable dans ce processus.

Figure 3 Interactions entre expansion commerciale et développement de la finance internationale



Source d'après The Economist, "Fear of finance", September 19th 1992, 10

b) La deuxième phase: les années 1980

Le mouvement engagé dans les années 1970 n'allait pas se stabiliser; au contraire, il se renforça. Plusieurs éléments y contribuèrent. Premièrement, la situation macroéconomique qui caractérisa les années 1980 et plus particulièrement les conséquences internes et externes des Reaganomics¹ offrirent un contexte porteur pour l'expansion des marchés financiers. D'une part, les larges déséquilibres de balances des paiements (déficit américain; excédents, notamment au Japon et en République fédérale d'Allemagne) nécessitaient une intermédiation correspondant au niveau des capitaux empruntés et prêtés. D'autre part, en 1984, l'abolition par les Etats-Unis d'une taxe de trente pour-cent qui, jusque-là, grevait le paiement des intérêts sur les bonds gouvernementaux détenus par des non-résidents, donna un essor important à l'internationalisation de la finance (Mussa et al., 1994, 14; *The Economist*, September 19th 1992, 12; James, 1996, 430).

Deuxièmement, si la décennie précédente avait initié le démantèlement de la mainmise publique dans le fonctionnement économique, les années 1980 furent celles de la déréglementation, du moins dans les nations industrialisées. Dans ce contexte, lorsque la Commission européenne décida, en 1988, de libéraliser les mouvements de capitaux entre les pays membres de la Communauté, cela constitua une avancée remarquable, eu égard à l'importance des places financières concernées (*The Economist*, 19th September 1992, 13-159; Helleiner, 1996, 205). Il était devenu évident pour les Etats développés que le maintien de règles coercitives et spécifiquement nationales handicapait trop les sociétés nationales actives dans la branche par rapport à la concurrence étrangère. De plus, cela créait de trop grandes externalités négatives qui pénalisaient l'ensemble des agents, aussi bien privés que publics. Dès lors, la segmentation des différentes catégories d'institutions financières s'élima, ce qui, par conséquent, augmenta leur taille relative et accentua la pression entre elle. Elément amplificateur, l'institutionnalisation forcée de l'épargne, dans de nombreux Etats occidentaux², mit sur le marché des capitaux des montants considérables, qui vinrent alimenter le mouvement d'approfondissement des marchés financiers (Plihon, 1993, 17; Padoa-Schioppa, Saccomanni, 1994, 242, 246; Banque des règlements internationaux, 1997, 154).

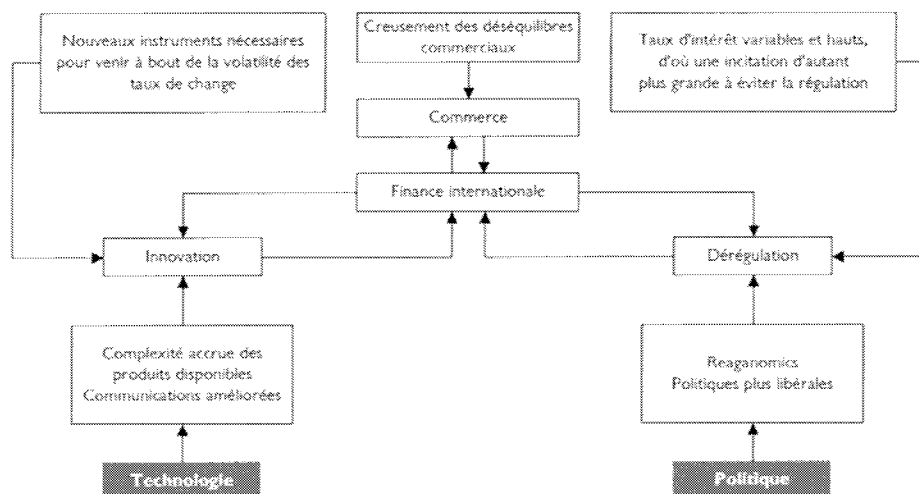
Enfin, un dernier élément important qui joua en faveur de cette expansion fut le progrès technique, aussi bien au niveau des moyens de communication disponibles que des possibilités techniques – principalement informatiques – de traitement des données et de gestion des sommes importantes en jeu (Zevin, 1992, 52).

Selon la figure ci-après et comme cela avait déjà été relevé dans le point précédent, il apparaît difficile de mettre en exergue un facteur principal et unique dans l'accélération de l'intégration financière des années 1980. Cette expansion a continué d'être le fruit d'une interaction entre plusieurs éléments, qui sont à la fois et simultanément causes et conséquences. Il n'en demeure pas moins que les choix politiques des Etats touchés par cette évolution n'y furent pas étrangers.

¹ Cf. paragraphe précédent.

² Une des raisons à la capitalisation de l'épargne forcée tient au vieillissement des populations des pays industrialisés, pour lesquelles les modèles redistributifs entre générations ne suffiront, à terme, sans doute plus. En Suisse, par exemple, la Loi sur la prévoyance professionnelle (LPP), introduite en 1985, constitue un mode de financement de ce type.

Figure 4 Progression nette de la finance internationale au cours des années 1980



Source d'après The Economist, "Fear of finance", September 19th 1992, 12

c) La décennie 1990

Au cours des dernières années, les transformations qui affectèrent encore la sphère financière, par opposition aux mesures ponctuelles décidées par les nations industrialisées, furent d'ordre global. L'écroulement du communisme y fut sans doute pour quelque chose, puisqu'il fit disparaître la polarité Est-Ouest et inaugura un processus d'interdépendance accrue. Trois grandes nouveautés touchèrent le secteur financier et en amplifièrent les activités.

En premier lieu, les années 1980, pour de nombreux pays en développement, avaient été synonymes de crise de la dette et d'accès restreint au marché des capitaux¹. Les années 1990, en revanche, marquèrent leur réintégration sur les places financières. Si les pays les moins avancés ne connurent pas un accès pareil – faute de moyens disponibles et d'attractivité économique suffisante –, les pays émergents et les Etats en transition y trouvèrent des appuis certains (FMI, 1996, 38). En retour, ces nouveaux intervenants développèrent leurs bourses et leurs institutions bancaires, ce qui augmenta les flux financiers et le nombre des acteurs en présence.

Un deuxième élément marquant tint à la globalisation des échanges – notamment grâce aux avancées du GATT, respectivement de l'OMC –, qui a rendu les économies nationales plus interdépendantes. Cela se traduisit, au niveau financier, par une homogénéisation accrue des conditions cadre, un alignement des prestations offertes par les sociétés actives dans la branche et une diffusion plus nette des évolutions financières d'un espace territorial à l'autre. Un effet similaire a été induit par la prolifération et l'approfondissement de

¹ En plus de la perte de crédibilité de ces débiteurs sur les marchés des capitaux, les mesures économiques drastiques qu'ils durent prendre – contrôle des changes, limitation des transactions avec l'étranger, etc. – les empêchèrent de pouvoir recourir à ces canaux de financement.

nombreuses alliances régionales, qui ont considérablement élimé les frontières et les spécificités nationales dans l'exercice des activités financières.

Enfin, le troisième fait saillant de la dernière décennie fut d'ordre technique. Le perfectionnement et la diffusion mondiale d'Internet ne laissèrent pas les opérateurs financiers impassibles. Cette technologie constitue un mode de renseignement financier facile d'accès et qui a l'avantage d'être quasiment en temps réel. De plus, le réseau informatique mondial offre une nouvelle porte d'entrée sur les marchés boursiers, accessible à moindre coût au grand public. Il est devenu beaucoup plus aisé que par le passé de réaliser des transactions financières. Par conséquent, le nombre d'intervenants ainsi que les volumes en jeu se sont élevés et, parallèlement, les flux financiers sont devenus plus rapidement mobilisables et déplaçables, ce qui, nous le verrons dans le point 2.2, n'est pas sans conséquence pour les banques centrales.

Si, au début du flottement, un groupe réduit de nations a modelé le système financier, la situation a changé depuis lors, notamment en ce qui concerne l'internationalisation accrue de ce secteur. Son influence propre, quant à elle, a dès le début été importante, au point que, à plusieurs reprises, elle a réussi à forcer les gouvernements à s'adapter ex post aux changements opérés.

2.1.2 *Le développement induit par les marchés financiers*

Les avancées décrites ci-dessus et concernant la nouvelle organisation financière à partir du flottement des monnaies n'auraient peut-être pas vu le jour sans les innovations réalisées par les opérateurs eux-mêmes. S'il y eut une volonté délibérée des Etats de libéraliser ce domaine, ce qui fut prépondérant pour le changement de cadre, les gouvernements y furent aussi poussés par les développements endogènes de ces marchés. Une succession de grandes étapes marquèrent cette évolution.

a) *Change fixe: des signes avant-coureurs*

Avant même que les principales devises ne se mettent à flotter, les marchés des capitaux avaient entrepris une révolution dans la gestion de leurs actifs. En ce sens, la libre-convertibilité du compte des opérations courantes constitua une brèche dans laquelle ils se lancèrent¹. La libéralisation de ce type de mouvements internationaux n'avait certes pas l'envergure de celle qui eut lieu à partir du flottement, mais cela suffit aux opérateurs financiers pour intensifier leurs affaires. Dès les années 1957-1958, plusieurs évolutions survinrent simultanément. Un premier élément consista en la compréhension qu'eurent les agents financiers de l'intérêt qu'il y avait à utiliser le dollar comme vecteur international pour leurs opérations. Sa prédominance, son abondance, sa couverture légale en or et son rapport fixe par rapport aux autres monnaies en faisaient un instrument financier dont les possibilités ne demandaient qu'à être exploitées. Si, à cette période, les déficits américains avaient alimenté le monde en dollars, les détenteurs étrangers de la devise étalon se trouvaient limités dans leurs possibilités de placements, vu que, au titre de la régulation Q, les placements à terme aux Etats-Unis ne pouvaient porter qu'un intérêt plafonné. Pour contourner cette réglementation et toucher de meilleurs rendements, ces montants en dollars furent acceptés sur les places financières européennes et dégagèrent une rémunération supérieure aux 2,5% versés à New York. La création de l'euro-dollar et, par

¹ Le chapitre précédent retrace le contexte général dans lequel eut lieu cette libéralisation et ses conséquences pour les accords de change.

la suite, des marchés apparentés à ce dernier avaient lancé le mouvement d'internationalisation des monnaies. Les réglementations nationales allaient devoir commencer à compter avec la force d'adaptation et d'innovation du secteur financier (Gilbert, MacClam, 1970, 361; Banque des règlements internationaux, 1992, 222-223; Solomon, 1986, 528). Ce type de transactions extraterritoriales s'ancra si rapidement dans les mœurs financières que les autorités américaines furent contraintes d'abandonner, en avril 1968, la régulation Q qui les avait initiées. Du reste, même les établissements bancaires sis aux États-Unis utilisaient le canal des euro-marchés pour leurs placements, ce qui prouve à quel point le cadre légal était devenu obsolète.

Le mouvement d'internationalisation de la finance prit de telles proportions que d'aucuns lui imputèrent la faillite des accords de Bretton Woods. D'une part et selon les vues monétaristes, les euro-dollars étaient placés sur des marchés étrangers, où, au cours de transactions successives et par le biais des crédits scripturaux, la masse de dollars en circulation se trouvait augmentée, au mépris de la relation entre l'étalon américain et l'or. D'autre part, le phénomène se trouva amplifié par le financement de la guerre du Viêt Nam, qui avait été soutenue en partie par création monétaire¹, et qui fit recourir les États-Unis aux emprunts étrangers, libellés en dollars. Pour illustration, entre 1966 et 1971, les titres de créance à l'encontre des autorités américaines passèrent de trente milliards de dollars à quelque soixante milliards. L'extension de la sphère financière offrit par la même occasion les moyens de spéculer contre le dollar, ce qui amena à la fin du lien avec l'or, en août 1971 (Angermueller, 1988, 27, 38; Kindleberger, 1986, 528, 529; Pringle, 1992, 97).

Le système des changes fixes, de par ses particularités et ses faiblesses, avait favorisé la montée en puissance des marchés financiers et contribué à sa propre perte. Il apparaissait clairement que les marchés des capitaux n'avaient pas besoin de s'appuyer sur des législations nationales pour prospérer, mais que, de par la nature même de leur objet, ils étaient capables de redéploiements complets. Néanmoins, jusqu'à la fin de cette première période, la plus grande part des transactions financières avaient encore pour motifs des opérations officielles et s'effectuaient hors des marchés, de façon bilatérale (The Economist, October 25th 1997, 99; Delas, 1994, 158; Padoa-Schioppa, Saccomanni, 1994, 238). L'évolution vers un système multilatéral allait surtout être le fait des décennies suivantes.

b) Les années 1970 et 1980

Le flottement amena de nouveaux besoins. Parmi ceux-ci, la nécessité de se couvrir face aux variations excessives du change. Ce fut l'occasion pour les opérateurs financiers - qui profitèrent de la vague de libéralisation qui régnait sur leur domaine - d'internationaliser leurs portefeuilles et de développer de nouveaux produits. Ce mouvement fut encore amplifié par le fait que certains secteurs financiers plus déréglementés bénéficiaient d'avantages qui poussaient les intervenants moins favorisés à demander des conditions cadre nationales similaires ou à trouver moyen de contourner les règles les concernant. Les deux premières décennies du flottement renversèrent complètement la forte présence des pouvoirs publics dans les systèmes financiers, mainmise qui datait encore des années d'après-guerre. En plus des demandes d'assouplissement qui émanaient directement des opérateurs, l'approfondissement des marchés en lui-même avait rendu aléatoire le maintien des limitations territoriales. Les flux de capitaux étaient si volatils et importants que les gouvernements durent reconnaître qu'il fallait mieux mettre en place un environnement favorable qu'essayer de réguler une sphère trop versatile et au pouvoir déstabilisateur

¹ Se référer au chapitre précédent.

étendu (Padoa-Schioppa, Saccomanni, 1994, 246; Banque des règlements internationaux, 1992, 222; The Economist, 19th September 1992, 12; Bain et al., 1996, 243).

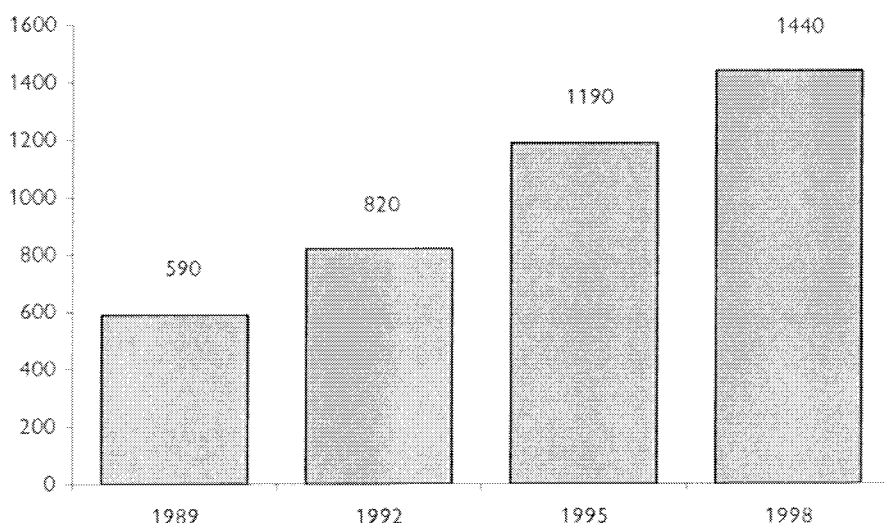
Le mouvement de dérégulation financière accrut l'importance d'intervenants autres que les banques, qui, elles, assuraient surtout les opérations plus traditionnelles. Cela contribua aussi à internationaliser le secteur, à intégrer les places nationales et, par conséquent, à accroître le nombre d'agents qui y étaient actifs. Entre ces offreurs, la pression concurrentielle devint telle que les marges diminuèrent et que, par conséquent, plus de risques furent pris. Néanmoins, ces évolutions financières, si elles se firent ressentir au niveau général, furent d'autant plus sensibles dans les pays industrialisés, qui, de par leur structure économique au sens large et de par leur potentiel, constituaient le terrain de prédilection de telles opérations (Akyüz, 1995, 60-61; Banque des règlements internationaux, 1992, 219-220, 227; Harris, 1995, 199, 209). La portée des décisions de la sphère financière prit une ampleur nouvelle, qui allait au devant d'avancées substantielles.

c) L'approfondissement des années 1990

Une des caractéristiques des développements induits par les marchés financiers eux-mêmes tint aux nouveaux instruments et produits financiers utilisés. Les innovations des années 1980 se développèrent de façon autonome et donnèrent naissance à la famille des "dérivés". Si ce type d'actifs était connu et utilisé de longue date, il prit dès la décennie 1990 une nette importance, se répandant à tous les domaines et produits possibles. En effet, la réactivité particulière des flux de capitaux aux conditions du marché poussa les opérateurs à se couvrir davantage et, par conséquent, à étoffer la gamme des dérivés. Mais ces derniers prirent une place si considérable au sein des transactions et s'entachèrent d'une telle complexité qu'ils rendirent les opérations plus opaques. En outre, les effets de levier qu'ils permettaient par rapport aux sommes de base engagées provoquèrent des turbulences perçues au niveau international. Ces évolutions, couplées à celles décrites dans le sous-point précédent, finirent par laisser les marchés de capitaux générer leur propre instabilité. Amélioration de la technologie de l'information aidant, la transmission des perturbations se fit dès lors sentir plus immédiatement et plus globalement qu'au cours des décennies passées (Banque des règlements internationaux, 1992, 235; Pringle, 1992, 97; Plihon, 1992, 20). En outre, l'exercice d'activités de contrôle prudentiel sur ce secteur très innovant et dynamique devint de plus en plus délicat pour les gouvernements, ce qui accrut aussi le risque de déstabilisation (Bain et al., 1996, 243).

L'amplification des transactions passées au cours des années 1990 donna donc au domaine financier une force nouvelle et incontournable, autant pour le secteur réel que pour les politiques mises en œuvre. Le graphique suivant, qui s'en tient aux seules opérations journalières portant sur le change, illustre bien l'accroissement considérable des mouvements qui eut lieu au cours de la dernière décennie.

Graphique 11 Transactions nettes totales de devises, moyennes journalières, milliards de dollars



Source : Banque des règlements internationaux, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, annexe statistique, tables E-1, 1995 et 1998

L'évolution des marchés financiers, qu'elle soit le fruit d'une volonté politique ou propre à la sphère en question, n'a pas été la même dans tous les pays. L'histoire propre à chacun a laissé sa marque (The Economist, September 19th, 1992, 9). Néanmoins, les grandes lignes présentées dans cette section sont valables pour décrire le développement général de ce domaine. Ne considérer ce dernier que comme une "économie dans l'économie" - à l'instar de certains - est faux. Les opérateurs financiers sont indispensables au fonctionnement du flottement des monnaies et à celui d'économies aussi interdépendantes que celles que nous connaissons aujourd'hui. Sans cette intégration et cet approfondissement, les crises de liquidités seraient toujours du domaine du possible.

En ce qui concerne la problématique de l'indépendance des banques centrales, l'extraordinaire mutation des marchés des capitaux au cours des trente dernières années n'a pas été sans effet pour la détermination des taux de change ainsi que, d'une façon plus générale, pour la conduite de la politique monétaire (Mussa et al., 1994, 1). Dans ce contexte, la globalisation des flux financiers et leur accroissement ont sans doute concouru à porter les instituts d'émission à l'émancipation politique qui est la leur aujourd'hui.

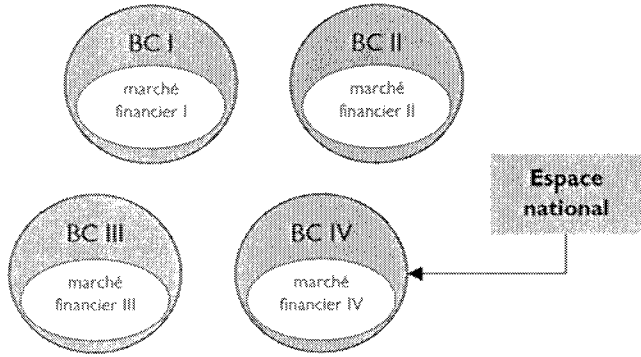
2.2 La composante financière et l'autonomie des banques centrales

Sans vouloir retracer l'histoire complète des relations entre banques centrales et marchés financiers, la figure suivante présente, schématiquement, la modification des rapports qui ont uni ces deux éléments au cours des cinquante dernières années.

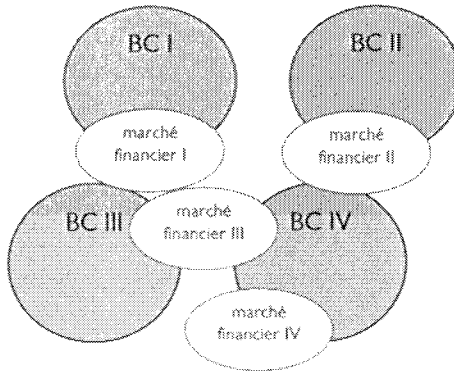
Figure 5

Evolution des rapports entre banques centrales (BC) et marchés financiers en fonction des accords de change en vigueur

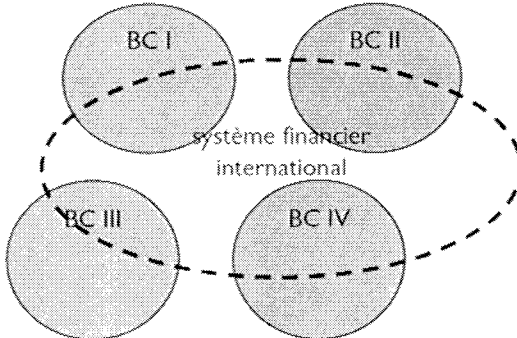
Fixité



Déclin de la fixité - début du flottement



Flottement et marchés financiers actuels



Source

élaboration personnelle, 2000

A la vue du schéma précédent, il est évident que les banques centrales n'ont pas été insensibles à l'évolution de l'environnement financier. Si elle sont restées traditionnellement centrées sur leurs préoccupations nationales, les marchés des capitaux ont, de leur côté, pris une autre dimension. En effet, aux cours des trois dernières décennies, ils ont réussi à maximiser le nouveau cadre des changes et à s'inscrire dans un contexte rénové, beaucoup plus émancipé des contingences territoriales que par le passé. L'intermédiation de la sphère financière pour la mise en œuvre de la politique monétaire et la détermination des cours des devises étant d'une importance capitale, il va sans dire que les instituts d'émission ont aussi connu de profondes transformations.

Le but de ce point n'étant pas de retracer toute la chronologie de l'évolution de ces rapports, mais de mettre en exergue l'importance et les contraintes posées par les flux financiers dans le processus d'autonomisation des banques centrales, seule la période récente fera l'objet de l'analyse qui suit.

2.2.1 *Les effets positifs induits par la finance sur le statut des banques centrales*

L'internationalisation des marchés financiers et leur interdépendance croissante ont joué un rôle de premier plan en matière d'indépendance des organes monétaires. Les développements décrits préalablement ont amené des modifications sans précédent pour les banques centrales. Trois grands groupes de conséquences positives pour l'autonomie des instituts d'émission peuvent être répertoriés.

a) *Rigueur macroéconomique générale*

En investissant ou en se désengageant de façon très immédiate des places et des produits financiers d'un pays ou d'un autre – liberté des mouvements de capitaux oblige – les agents actifs dans ce domaine ont joué un rôle à la fois déstabilisant et normalisateur. En effet, la manifestation de leur aversion ou de leur engouement pour les conditions économiques offertes dans un espace territorial a obligé les autorités à compter avec leurs appréciations pour déterminer leurs objectifs macroéconomiques (Lamfalussy, 1994, 303; Artis, 1995, 259). A partir du milieu des années 1980, cela devint particulièrement patent. Deux exemples fameux illustrent ces propos. Le premier remonte à 1985, alors que le dollar atteignait des sommets et que son niveau provoquait des tensions internationales, au point de nécessiter, au mois de septembre, une réunion du G5¹. Dans les faits, la correction de la monnaie américaine avait commencé plus tôt, en février. Les marchés s'étaient rendu compte que les différentiels de taux d'intérêt et de change entre les économies industrialisées étaient surfaits et ils se mirent à vendre la monnaie américaine. La réunion du Plaza, si elle vint appuyer la baisse, put prendre note des conditions et conceptions du marché, qui avait réagi plus promptement. Le second exemple de cette prise de conscience du potentiel de jugement et d'influence des marchés renvoie, pour les pays industrialisés, à 1987. En octobre de cette année, une différence de vues entre le Secrétaire du Trésor américain et la Bundesbank à propos de la fixation des taux d'intérêt allemands, qui aurait été contraire aux accords du Louvre – décidés en février 1987 par le G7-, aurait suffi à engendrer le doute sur les marchés, à précipiter la chute du dollar et, partant, à provoquer un crash resté fameux (Dominguez, Frankel, 1993, 12; Eichengreen, Kenen, 1994B, 47).

Ces événements permirent de tirer deux enseignements. Le premier est que les marchés des capitaux ne sont pas dupes de situations forcées ou trop éloignées de la réalité

¹ Cf. paragraphe précédent.

économique des pays. Vouloir les convaincre de façon expresse par le biais de déclarations de principe trop décalées ou par des interventions de change – même d'envergure – ne suffit pas, à terme, à changer leurs opinions. L'économie de marché voulue par les Etats industrialisés les a amenés à s'astreindre à ses règles, également en ce qui concerne la gestion des affaires macroéconomiques. En second lieu, il apparaît clairement que les déclarations publiques doivent faire l'objet d'une certaine cohérence avec les réalités ou elles seront déstabilisantes (Cartapanis, 1996, 185, 197; Mussa et al., 1994, 15; Kenen, 1994B, 127).

Pour les banques centrales, la conséquence a été de se retrouver dans un monde dont les lignes de conduite sont devenues – en comparaison internationale – plus proches que par le passé, notamment au niveau du policy-mix nouvelle formule, tel qu'il est généralement appliqué dans les pays industrialisés¹. Les réactions correctrices des marchés ont diminué la tentation de manipuler la politique monétaire à des fins particulières. Dès lors, le cadre d'action de la banque centrale est devenu plus clair. Dans le même ordre d'idées, la compréhension de sa fonction et les conditions de son exercice par les pouvoirs politiques ont pris un net tournant dès les années 1990, s'effectuant au profit d'une autonomie accrue.

b) Redéfinition des objectifs et instruments monétaires

En conséquence directe de la nouvelle ligne de conduite macroéconomique à suivre, les banques centrales ont pu se recentrer sur la sphère intérieure. Les interventions sur les marchés des changes, outre le coût financier qu'elles représentaient pour les pays engagés dans de telles opérations, se sont montrées le plus souvent décevantes. Si de telles manœuvres tentaient d'établir des niveaux jugés désalignés par les marchés, après que ceux-ci avaient tiré profit des opérations officielles, les opérateurs avaient tendance à ramener les monnaies en question au niveau qu'ils jugeaient adapté. Par conséquent, la gestion contrôlée du change s'est faite à partir de l'intérieur, par le biais d'une politique macroéconomique nationale saine². Pour les instituts d'émission, cela a correspondu à un recentrage sur les taux d'intérêt et la stabilité de la sphère intérieure, donnant du coup beaucoup plus de potentiel aux banques centrales. Etant donné la responsabilité de la mission confiée aux autorités monétaires, il convenait aussi de leur laisser plus d'autonomie dans leur prise de décision.

Parallèlement, la sphère financière évolue si rapidement et les conséquences de ses transformations, ainsi que de l'augmentation des volumes concernés sont telles qu'il faut que les banques centrales restent le plus flexible possible au niveau opérationnel. Les innovations qui ont eu cours au niveau des transactions financières – notamment l'e-money³ – et les développements généraux qui y sont observés – par exemple le changement de substance des masses monétaires traditionnelles⁴ – exigent de la part des banques centrales qu'elles

¹ Cf. 1^{re} partie, chapitre 3.

² Selon la règle de Tinbergen, la recherche d'un objectif précis – ici la stabilité monétaire –, nécessite que lui soit consacrée un instrument spécifique – la politique de banque centrale dans le cas qui nous intéresse.

³ Les répercussions de l'e-money sur l'activité de banque centrale pourraient notamment provenir du fait que la monnaie électronique remplacerait, à terme, largement les liquidités en circulation. Cela compliquerait la tâche des autorités monétaires en matière de transmission de leur politique – perte de signification du canal M1 – et disparition d'un actif traditionnellement en mains des organes monétaires pour intervenir. En outre, un élargissement de l'emploi de l'e-money ferait disparaître les revenus du seigniorage (Banque des règlements internationaux, 1996, 6-7).

⁴ En effet, la délimitation des agrégats monétaires étant déterminée en fonction de leur exigibilité relative, les innovations introduites par les instituts financiers dans la disponibilité des avoirs et des sources de financement possibles ont rendu moins nettes les spécificités des masses monétaires et, par conséquent, la détermination de la vitesse de circulation de la monnaie (Goodhart, 1995 (92B), pp. 219-222).

soient suffisamment souples pour pouvoir s'adapter sans délai aux modifications de leur cadre d'action (The Economist, September 25th 1999, special survey, 30, 41-42). Exemple parmi d'autres, la Federal Reserve américaine s'appuie, depuis quelques années, essentiellement sur les taux à court terme pour influencer le niveau des prix, ce qui transmet plus directement les impulsions monétaires aux marchés boursiers, particulièrement sensibles à cet horizon temporel. La Banque nationale suisse, de son côté, a abandonné le classique biais du taux d'escompte et transmet ses intentions sur la base d'un triple navigateur, entièrement fondé sur l'évolution observée et souhaitée du Libor à trois mois¹. Les instituts d'émission ont choisi le canal des instruments de marché pour mener leurs actions et atteindre leurs objectifs. Les opérations d'open market², conformes aux principes du marché sont en ce sens plébiscitées, alors que les mesures plus coercitives, telles que, à titre d'exemple, les réserves obligatoires, tendent à perdre de leur importance. La voie autoritaire et/ou administrative n'est plus praticable de nos jours, les agents pouvant s'y soustraire et risquant d'y répondre de façon trop déstabilisante (Epstein, 1996, 219; Fortemps, 1994, 5; Capie et al., 1994, 34-36, 263; BNS, décembre 1999, 11-13; Hooyman, 1994, 153, 161; FMI, 1998, 261). Dans ce contexte, il est donc important que les décisions opérationnelles touchant l'activité monétaire restent hors du processus politique, qui, étant donné les lenteurs qui lui sont propres dans les systèmes démocratiques, ne serait pas en mesure de coller au plus près de la réalité financière. Il est par conséquent logique que les instituts d'émission puissent jouir d'une latitude d'action satisfaisante.

c) Elargissement de la portée de la politique monétaire

Un autre phénomène induit par l'internationalisation des marchés financiers réside dans le fait que les banques centrales jouent dans un champ qui s'est considérablement ouvert. Leur sphère d'action a dépassé les limites du territoire national, vu que leurs décisions, répercutées par les marchés, prennent automatiquement une envergure internationale. Cela peut paraître paradoxal, puisque, depuis les années 1990, leur ligne de conduite s'axe sur la stabilité monétaire intérieure et que la gestion active du change a perdu l'importance qu'elle avait au cours des deux décennies précédentes. Or, il faut se rendre à l'évidence qu'une action sur les taux d'intérêt nationaux à court terme, étant donné l'interdépendance et le caractère international des places financières, va automatiquement se répercuter sur les décisions et les évolutions des autres économies. De surcroît, les agents financiers réagissent instantanément aux mouvements de taux d'intérêt, nettement plus sensiblement que ne le font les agents économiques dans leur ensemble. "L'effet de levier" est tel, qu'il faut que les autorités monétaires soient crédibles si elles veulent que leurs positions soient prises au sérieux et portent les résultats escomptés (FMI, 1998, 263; The Economist, September 28th, 1996, 102, September 2nd, 2000, 80; Kenen, 1987, 195). Par conséquent, les banques centrales doivent faire preuve d'une prudence accrue et assumer leur responsabilité, ce qui nécessite que leur soit octroyé une indépendance renforcée. En ce sens, il est même assez confortable pour les gouvernements de pouvoir se désengager des décisions adoptées par les organes d'émission, limitant leur propre implication en cas de turbulences internationales.

Ces motifs financiers à l'autonomisation des banques centrales s'appuient, cela va sans dire, sur les raisons développées dans la première partie. Si l'aversion explicite des autorités monétaires envers l'inflation n'est pas établie - caractéristique de l'action monétaire dans

¹ La gestion du volume de liquidité n'est plus une finalité. La BNS axe son attention sur le développement du Libor, en agissant par rapport à son niveau, eu égard au cours souhaité pour la politique monétaire et l'évolution des prix (BNS, 1999, 11).

² Opérations qui consistent pour la banque centrale à vendre ou acheter des titres sur le marché, dans le but d'augmenter (lors d'achats) ou de resserrer (ventes) la liquidité en circulation (de Boissieu, 1998, 9).

laquelle l'indépendance tient une place primordiale -, les marchés auront sans doute une action déstabilisante, ne pouvant s'accommoder d'un renchérissement imprévisible ou trop soutenu (Bain et al., 1996, 238).

L'évolution de la sphère financière a été une donnée capitale pour le mouvement d'indépendance des banques centrales et, en contrepartie, l'autonomie renforcée des organes monétaires a permis le développement accru des marchés boursiers dès les années 1990, leur offrant une base stable (Cukierman et al., 1997 (93), 457). Les critiques qui reprochent le caractère non démocratique du mouvement d'indépendance des banques centrales cèdent lorsqu'il est tenu compte de la nature purement économique des agents financiers qui interagissent avec les organes monétaires. Dans un tel environnement, les capacités techniques spécifiques et la vue d'ensemble générale sont deux compétences clé pour que les autorités monétaires soient en mesure de gérer leur domaine, deux caractéristiques qui sont renforcées par une séparation d'avec le pouvoir politique.

2.2.2 Les contraintes exercées sur les politiques monétaires

Le développement des activités financières a été un moteur central pour la mise en place et l'approfondissement de l'autonomie des instituts monétaires. Il n'en exige pas moins, en retour, certains comportements et adaptations de la politique monétaire, qui pourraient s'avérer contraires à la notion d'indépendance des banques centrales. Il est intéressant de noter qu'il ne s'agit plus de jauger la marge de manœuvre des organes d'émission par rapport aux autorités politiques, mais qu'il est question de les confronter au potentiel des marchés boursiers. Les effets positifs pour l'indépendance décrits précédemment trouvent ici leurs contrepoids. Il existe ici bel et bien un risque de "tomber de l'autre côté du cheval": après s'être émancipées de l'autorité politique, les banques centrales pourraient se retrouver confrontées à la mainmise des décisions des marchés et leur être inféodées. Schématiquement, trois groupes d'entraves apparaissent.

a) Modification du cadre d'intervention global et types d'actions envisageables

En s'internationalisant et en se libéralisant, les marchés financiers sont parvenus à mettre en place un système qui peut être qualifié de global, au contraire de l'organisation monétaire, au fondement national (cf. figure 5). Le FMI n'ayant toujours pas réussi à s'imposer comme l'autorité du SMI, ce dernier est davantage défini par les agents privés qui drainent les flux de capitaux que comme un bien collectif international. Cette situation n'est pas nouvelle; elle est inhérente aux changes flexibles, qui, à l'exception de l'un ou l'autre intervalle, n'ont jamais constitué un cadre clairement décidé et organisé par les nations y participant. Néanmoins, les années récentes ont accentué ce trait. Le développement de la finance privée et les attentes qui en découlent constituent dès lors un substitut aux règles qui devraient organiser la coexistence des monnaies entre elles. En ce sens et en l'absence d'un tel ordre monétaire international, les marchés financiers ont réussi à imposer des codes de bon sens par rapport à la gestion des monnaies et des économies, vu les exigences qu'ils ont face à leurs composantes. La prédictibilité et la qualité des ajustements macroéconomiques sont les deux principes essentiels qu'ils en attendent (Aglietta, Deusy-Fournier, 1994, 81, 95, 102).

Ce renversement de situation équivaut à une certaine privatisation du bien collectif que constitue la gestion des monnaies sur le plan international. Pour les banques centrales, cela entraîne plusieurs conséquences. En premier lieu, elles sont amenées à suivre les innovations introduites dans le domaine boursier et à s'y adapter, à la fois pour rester maîtresses de la compréhension des événements monétaires ainsi que pour utiliser des instruments non

perturbateurs, en accord avec le fonctionnement du marché (Kaufman, 1993, 14-15). Les variations de prix des actifs financiers constituent un autre point de remise en question pour les instituts d'émission. Bien que très sensibles, ces fluctuations ne sont toujours pas prises en compte dans le calcul des indices nationaux de renchérissement, sur lesquels se fondent les banques centrales pour établir leurs politiques nationales. Or, les variations des prix des valeurs boursières influencent fortement, de façon imprévisible et immédiate, les revenus des agents. Ils en représentent une part toujours plus importante, impliquant un effet de richesse non négligeable et très volatil, sans qu'il en soit tenu compte dans l'appréhension et la gestion de l'inflation (McDonald, 2000, 346-347; *The Economist*, October 4th 1997, 89-90). Il y a lieu de se demander jusqu'à quand la politique monétaire pourra faire abstraction de cette composante, mais aussi de quelle façon elle devra la saisir.

En outre, la globalisation des capitaux a privé les banques centrales de certaines opérations. Par exemple, les interventions de change volontaristes ne sont plus pratiquées qu'exceptionnellement et avec un succès incertain. Les sommes à disposition des organes monétaires sont trop faibles eu égard aux montants engagés dans les transactions privées et, de plus, ce type d'action officielle a tendance à être détourné de son but par les agents financiers, qui l'utilisent à leurs propres fins. Dans un tel contexte, où le potentiel des organes monétaires nationaux est faible – même lorsqu'ils unissent leurs efforts à certaines occasions –, il y a évidemment une perte d'autonomie, notamment financière, pour ces derniers, qui voient les instruments dont ils disposent être franchement limités. Un autre aspect qui freine les banques centrales à agir sur le marché des changes en engageant leurs réserves est qu'elles risquent de dévaloriser une partie du patrimoine national, conséquence qu'elles devraient assumer face au public¹ (Dominguez, Frankel, 1993, 46, 47). En l'occurrence, leur statut indépendant pourrait leur faire porter la responsabilité de telles pertes, ce qui les a fait se détourner de telles manœuvres.

Enfin et d'une manière générale, la conduite de la politique monétaire est devenue plus difficile, tant les réactions des marchés amplifient les décisions des autorités monétaires (Icard, 1993, 24). Cet aspect est d'autant plus problématique pour les banques centrales que les marchés ne partagent ni leurs valeurs intrinsèques ni leurs modes de fonctionnement.

b) Télescopage des horizons d'action et des objectifs recherchés

Deux contraintes majeures sont rencontrées par les instituts d'émission dans leurs interactions avec les marchés des capitaux. En premier lieu, il y a une inadéquation des horizons temporels en fonction desquels ces deux groupes d'acteurs évoluent. D'une manière générale, les flux et opérations financiers sont orientés davantage sur le court terme et la rentabilité immédiate, d'où leur volatilité, alors que les autorités monétaires visent, dans leur objectif de stabilité des prix, une action à moyen terme². Or, comme cela a été montré précédemment, il faut que la politique monétaire soit crédible – corollaire à l'indépendance – pour parvenir à de tels résultats. Il est donc d'autant plus difficile, dans ces conditions, de créer un climat de confiance durable, étant donné que les marchés réagissent surtout sur les données actuelles et moins sur les évolutions futures. Ce désaccord est plus

¹ Evidemment, lorsque les banques centrales se lancent dans des opérations de stabilisation du change, les réserves qu'elles emploient sont échangées contre d'autres monnaies qu'elles reçoivent en retour. Néanmoins, si la (les) devise(s) obtenue(s) en contrepartie ont perdu de la valeur suite à l'intervention, les réserves des instituts monétaires concernés en seront d'autant diminuées. La crise de SME de 1992 – suite à laquelle plusieurs devises européennes furent dévaluées – offre une illustration des risques qui entourent de telles opérations (Dominguez, Frankel, 1993, 47).

² Se référer à la première partie pour des explications sur ce sujet.

grave encore pour les banques centrales dont la réputation n'est pas solidement établie¹, car, comme l'a dit Karl Otto Poehl, ancien président de la Bundesbank: "Les marchés sont peureux comme des lapins et rancuniers comme des éléphants".

En règle générale, cette inadéquation des perspectives risque d'amener les banquiers centraux à conduire une politique trop accommodante envers les marchés, de peur de ne pas atteindre leurs objectifs à terme. En outre, la vitesse d'adaptation aux conditions cadre joue aussi un rôle. Les agents privés réagissent nettement plus rapidement aux changements de contexte que ne sont à même de le faire des organes publics. En ce sens, les banques centrales suivent le mouvement plus qu'elles n'émettent d'impulsions (The Economist, January 22nd 2000, 86). Même si l'adaptation aux règles du marché s'est approfondie et que l'autonomie s'est largement accrue au cours de la dernière décennie, l'indépendance n'est pas complète. Les instituts d'émission sont toujours tenus de respecter un certain nombre de procédures et textes législatifs qui freinent incontestablement leur flexibilité.

Cette limitation de l'indépendance causée par des échéances temporelles différentes et leurs conséquences sur l'action monétaire conduisent à soulever la seconde complication que rencontrent les banques nationales dans la sphère des capitaux. L'institut d'émission, de par son essence, est censé œuvrer pour le bien collectif de la nation qu'il sert et se trouve donc hors marché, soit dans un cadre public (Thoris, 1997, 198, 200; Goodhart, 1995 (92A), 88-89). De leur côté, les marchés boursiers mènent des stratégies de maximisation privées. Or, c'est le canal financier que les banques centrales doivent emprunter pour diffuser leur politique. Il existe donc un risque qu'elles reformulent leurs intentions en fonction des préférences de cette courroie de transmission, dans le but d'assurer leurs résultats. Ces glissements à l'encontre de leur objectif principal pourraient mettre en péril la stabilité des prix et, par conséquent, fausser les anticipations de moyen terme des agents (Padoa-Schioppa, Saccomanni, 1994, 249). Les attentes de ces derniers ne devraient pourtant se référer qu'aux conditions réelles, donc dépendre de la crédibilité et de l'engagement attendus de la banque centrale.

Cette délicate adéquation entre les projections à court et moyen termes, ainsi que la compatibilité imparfaite entre la nature des biens recherchés respectivement par les sphères privée et monétaire compliquent la tâche des banques centrales et limitent leur champ d'action. Cela est d'autant plus problématique, que, simultanément, leur engagement s'est trouvé accru.

c) Augmentation de la responsabilité des banques centrales

L'approfondissement et l'élargissement des marchés financiers portent une conséquence supplémentaire pour les banques centrales. Elle aggrave en effet la probabilité et l'étendue d'un risque systémique, ainsi que la tentation de l'aléa moral qui pourrait concerner certains opérateurs privés. Or, comme cela a été mis en exergue dans la première partie, les banques centrales des pays industrialisés sont amenées, dans la plupart des cas et en raison de leur rôle de prêteur ultime, à intervenir s'il existe des risques de déstabilisation générale. Cela est aussi valable lorsque les marchés financiers répondent de façon inappropriée aux impulsions de la politique monétaire, ce qui, vu les objectifs qui sont propres aux intervenants privés, est toujours possible. Etant donné l'interpénétration des marchés nationaux et les montants en jeu, il va sans dire que la prise de responsabilité des organes monétaires s'en est trouvée singulièrement accentuée. Dans les conditions actuelles, où la complexité du système financier débouche sur un manque de réglementation internationale,

¹ La partie suivante en offre une illustration en présentant le cas du Système européen de banques centrales.

les organes monétaires se trouvent dans une situation délicate (Padoa-Schioppa, Soccamanni, 1994, 241; Goldstein et al., 1992, 24; Plihon, 1993, 20-21). Les conséquences déstabilisantes d'actions monétaires mal comprises ou mal transmises rendent peut-être les banques nationales trop prudentes et restreignent la gamme d'opérations envisageables. Certes, la collaboration internationale entre organes monétaires existe dans les domaines de la compréhension et de la surveillance financières, mais, face au peu d'engagement tangible dont font preuve les autorités gouvernementales, il est difficile pour les responsables de l'émission de dépasser le stade de la notification des écueils possibles et celui des recommandations (Banque des règlements internationaux, 1997, 161, 163).

Le problème actuel concernant la mise en place d'un cadre international pour la finance et la maîtrise des risques de déstabilisation qu'elle comporte tient à deux éléments. D'une part, il manque une organisation internationale dotée de l'autorité nécessaire pour poser des garde-fous. Cette lacune rejoint celle qui a trait à la non-organisation des changes. D'autre part, les gouvernements nationaux craignent que, s'ils introduisent des lois visant à diminuer la volatilité des flux financiers et prennent des mesures pratiques – type taxe Tobin –, ils seraient pénalisés par rapport aux Etats qui n'auraient pas pris de telles dispositions et affaibliraient leur capacité concurrentielle. Mais, même si ce manque d'encadrement de la finance devait être comblé, il n'en resterait pas moins que les banques centrales, de leurs bases nationales, devraient continuer à œuvrer avec des marchés des capitaux globalisés, selon des codes définis. Les organes monétaires indépendants de leurs autorités politiques ne sont pas devenus des Etats dans l'Etat, mais sont astreints à de nouvelles conditions d'exercice.

Cependant, il ne faut pas tomber dans l'excès inverse, tel qu'il est stipulé dans la fameuse loi de Goodhart. D'après cette dernière, la politique monétaire ne serait qu'une illusion, car le système financier sera toujours capable d'en contourner les contraintes (Delas, 1994, 178). Ce raisonnement est porté à l'extrême par les partisans du "free banking". Sous l'impulsion de la globalisation financière, ce mouvement marginal est en progression depuis une dizaine d'années. Il soutient que la substitution des organes monétaires par les banques commerciales et les établissements financiers est possible¹, voire souhaitable dans l'environnement actuel. Selon ses conceptions, les organes monétaires sont perçus comme des éléments perturbant le bon fonctionnement d'un marché considéré comme parfait. Or, c'est nier la valeur de bien collectif assignée à l'activité monétaire dans son ensemble et sa nécessité pour le fonctionnement des sociétés industrialisées (Thoris, 1997, 205-206; Goodhart, 1995 (92A), 88-89; Boyer, 1996, 104).

La relation entre banques centrales et marchés boursiers est certes déséquilibrée, mais demeure réciproque. Cette constatation s'explique aussi par la nature spatiale des rapports qui prévalent aujourd'hui entre les gouvernements et les flux de capitaux. Ces derniers s'inscrivent dans un cadre qui dépasse les frontières traditionnelles des Etats-nations (Bain et al., 1996, 244). Par conséquent, cela se répercute naturellement sur leurs liens avec les organes monétaires, qui constituent l'un des piliers de base de l'organisation des sociétés industrialisées modernes, telle qu'elle est appliquée depuis la fin du XIX^{ème} siècle. Malgré cette inadéquation entre espaces d'intervention et même si les flux financiers dictent assurément une bonne part de l'évolution des pratiques monétaires actuelles, ils constituent aussi leur canal de diffusion. Dans ces conditions, ils permettent aux banques centrales de dépasser leur environnement légal et accentuent leur potentiel. Mais, par ailleurs, sans

¹ Leur cas de figure de prédilection est américain. Jusqu'en 1914, les Etats-Unis n'eurent en effet pas de banque centrale. Ils se basaient sur le Trésor, qui assurait, en plus des questions fiscales, l'émission monétaire du pays (Kindleberger, 1996; Capie et al., 1994, 118-119).

autorités d'émission, il serait difficile d'organiser une monnaie stable et de garantir la continuité des systèmes de paiements, conditions incontournables au fonctionnement des marchés. Plus prosaïquement, tant que les pays auront des monnaies nationales spécifiques, les banques centrales seront nécessaires pour les émettre et ne risquent pas de disparaître de la scène économique.

Les marchés financiers ont donc joué un rôle clé dans le mouvement d'autonomie des banques centrales et, pour l'heure, ils ne sauraient s'en passer.

Si l'influence des mouvements de capitaux sur l'autonomisation des banques centrales a été un élément prépondérant pour l'établissement de ce statut, cette deuxième partie a fait prendre conscience du rôle général tenu par la nature du système de change dans l'édification de l'indépendance monétaire. Dans le cadre de la fixité, il est apparu clairement que le manque d'autonomie conférée aux instituts d'émission a été l'un des motifs de déstabilisation de tels arrangements cambiaux. A contrario, le flottement des monnaies – qui était censé, au départ, ne représenter qu'une période exceptionnelle – a duré grâce au mouvement d'autonomisation des banques centrales. Leur indépendance a donc ses raisons d'être hors des seules considérations de politique intérieure. Elle est une garante essentielle de la crédibilité économique des nations industrialisées, autant par rapport aux appréciations que portent les gouvernements les uns sur les autres qu'au niveau des jugements émis par les acteurs, particulièrement financiers.

Cette approche de l'autonomie par les angles extérieur et financier constitue une compréhension nouvelle du statut des organes monétaires. Actuellement, il est généralement admis que, pour des motifs de stabilité intérieure, la politique d'émission soit détachée du gouvernement. Le contexte des relations internationales et des marchés lui donne une assise nouvelle et indispensable. Evidemment, la longue période de paix et d'intégration économique soutenue entre nations industrialisées désamorce les tentations de reprise étatique des activités monétaires. Si cette situation devait se poursuivre, la globalisation des marchés des capitaux s'approfondirait encore et le mouvement de régionalisation irait en s'amplifiant. Cela donnerait peut-être aux banques centrales une forme nouvelle: face à la concentration financière et politique, la solution de la mise en commun des activités d'émission pourrait être une solution efficace, qui comblerait les manques récurrents de la coopération internationale telle qu'elle est pratiquée. C'est en direction de ce mode de fonctionnement que s'est tournée l'Union européenne, en optant pour une organisation monétaire innovatrice et la mise en place d'un statut de ses banques centrales dépassant tous les modèles d'indépendance répertoriés jusqu'à présent.

La notion d'indépendance dans le Système européen de banques centrales

Pour illustrer les propos théoriques développés dans les deux parties précédentes, le cas de l'autonomie monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC) offre actuellement les aspects les plus intéressants. Outre le fait que l'introduction de l'euro présente un caractère unique dans l'histoire monétaire, les statuts des organes d'émission qui soutiennent cette monnaie revêtent une forme remarquable. Aucune banque centrale, aussi autonome fût-elle, n'a connu la marge de manœuvre qui leur est octroyée, ni le cadre politique tout à fait particulier au sein duquel ils doivent intervenir. Le haut degré d'indépendance conféré au SEBC a même contribué, ces dernières années, à raviver le débat sur la latitude d'action à octroyer aux banques centrales et sur la pertinence de ce concept. Par ailleurs, la situation au niveau des rapports de change, que ce soit sur le plan intérieur ou extérieur, présente également des traits d'analyse tout à fait singuliers pour sonder l'autonomie du SEBC et ses conséquences sur son environnement.

Certes, la création d'une monnaie de remplacement pour plusieurs pays n'est pas une mince affaire et appelle des solutions singulières. Pourtant, lorsque la période de transition sera achevée, certaines particularités de la mise en route disparaîtront, alors que l'autonomie accordée au SEBC sera vraisemblablement maintenue et continuera à constituer un élément clé de l'existence de l'euro. Il y a donc lieu de se pencher sur ce cas d'application, d'en sonder les origines, le caractère, ainsi que, bien évidemment, l'adéquation et les incidences.

Chapitre 6 Origine et nature de l'indépendance au sein du SEBC

Le lancement de l'euro n'a pas été décidé du jour au lendemain, mais est le fruit d'une évolution progressive, qui s'est étendue sur plusieurs décennies. Comme cela a été exposé dans les deux parties précédentes, les membres de la CEE cherchèrent, dès le début de leur collaboration, à la fois à mettre en place une unité de compte commune et à limiter les fluctuations respectives de leurs monnaies. Pour les raisons qui ont été développées préalablement, il apparaissait en effet que le système de changes fixes de Bretton Woods ne leur offrait pas une stabilité suffisante. Cependant, au niveau international, la fixité des devises et le respect de l'étalon empêchaient les économies européennes de trouver une solution véritablement adaptée et satisfaisante. Dans ces conditions, l'entrée en vigueur de la flexibilité et la liberté d'organisation qui en découla marqua un seuil important dans le rapprochement monétaire des pays concernés.

Une étape primordiale pour la mise en place du SEBC fut l'expérience du SME. La nature même de ce dernier et les dysfonctionnements qui en résultèrent exercèrent une influence considérable sur son successeur, le SEBC. Il est dans ce contexte important de se pencher sur l'autonomie qui avait été alors accordée aux banques centrales des pays participants au SME. Même si elle fut peu prise en compte à l'époque, il s'agit sans aucun doute d'une donnée essentielle pour mieux comprendre les motifs qui ont poussé ses concepteurs à octroyer autant de latitude à la BCE et aux banques centrales nationales affiliées dans leur volonté d'introduction de l'euro. C'est sur cette base que pourra ensuite être appréhendée la nature de l'indépendance dans le cadre du SEBC et sa teneur réelle.

Par. 1^{er} Fondements de l'autonomie dans le contexte européen

Sans vouloir retracer intégralement l'histoire monétaire européenne, il paraît néanmoins indispensable de s'arrêter sur le mode de fonctionnement du SME et sur les rapports qui lièrent alors les instituts d'émission concernés, aussi bien entre eux qu'eu égard aux autorités politiques. L'analyse de l'épisode du SME permettra d'éclairer sous un angle nouveau la nature profonde de l'indépendance dans le cadre du SEBC.

1.1 L'expérience du SME

Le Serpent monétaire européen¹ avait constitué, à partir de 1971-1972, la première tentative de concertation du change entre les devises des pays de la CEE. Les échecs à répétition que rencontra ce mécanisme, concrétisés par les nombreux va-et-vient et abandons des monnaies concernées, n'en avaient pas fait un système probant (Eichengreen, 1996, 152-159). Cependant, les Etats concernés n'étaient pas découragés dans leur détermination de trouver une solution pour contrer les fluctuations déstabilisantes de leurs monnaies. Cela était d'autant plus important pour le bon fonctionnement de la CEE que le SMI en changes flottants perturbait singulièrement leur dessein économique. Ce fut dans ces conditions que, en 1979, le SME vit le jour.

¹ Se référer à la partie précédente.

1.1.1 Buts recherchés et moyens mis en œuvre

Les initiateurs du SME voyaient plusieurs avantages dans son édification. D'une part, il s'agissait évidemment de réduire la volatilité des taux de change en général et plus particulièrement entre les membres de la zone. Pour que les échanges s'intensifient et que les effets de la rationalisation amenés de la sorte fonctionnent, il fallait parallèlement rechercher à diminuer les distorsions induites par le comportement des monnaies. Plus particulièrement, il convenait aussi de stabiliser le deutsche mark¹, dont les variations se répercutaient sensiblement sur le reste de la Communauté et affaiblissaient la croissance. Les revirements dont la monnaie allemande était l'objet se faisaient au détriment du reste de la zone, vu que la République fédérale représentait le poids lourd économique de l'union régionale et était, par conséquent, incontournable dans les échanges intrarégionaux. En outre, le mark constituait une unité de référence pour un certain nombre de pays², que ses soubresauts face au dollar touchaient aussi. En faisant de la CEE un espace monétaire stabilisé, non seulement la devise allemande y gagnerait en assise³, mais cela contribuerait aussi à tempérer la prédominance du dollar, donc également l'influence de son cours sur le reste du monde. D'autre part, la fin des années 1970 et l'échec du Serpent avaient plongé l'Europe de l'intégration dans une période d'engourdissement, risquant d'éroder les acquis communautaires obtenus jusqu'alors et de redonner de facto plein leadership aux Etats-Unis. L'engagement du Chancelier allemand, Helmut Schmidt, et du Président français, Valéry Giscard d'Estaing, pour raviver le volet monétaire, fut prépondérant. L'édification d'une unité de compte⁴ et d'une zone de stabilité européenne était perçue comme un des piliers de la constitution d'une entité régionale à même de s'imposer sur la scène internationale (Crawford, 1994, 16-17; Lelart, 1994, 34-35).

Pour atteindre leur objectif de stabilité et éviter les écueils qui avaient rendu le Serpent inopérant, les membres de la CEE optèrent pour un système proche du désormais défunt accord de Bretton Woods. Ils profitèrent d'une période de relative accalmie économique pour tracer les contours de leur organisation. Lors du Sommet de Bruxelles, les 5 et 6 décembre 1978, quatre axes principaux furent arrêtés et constituèrent les fondements du SME.

Il s'agissait en premier lieu de garantir la *stabilité des monnaies entre elles*, en obligeant les banques centrales concernées à intervenir si nécessaire pour maintenir des taux de change fixes, mais ajustables. Deuxièmement, la *convertibilité des monnaies* l'une par rapport à l'autre était incontournable pour que l'on puisse déboucher sur un système de règlement des soldes d'interventions. Troisièmement, les pays membres devaient se montrer *solidaires*, tant au niveau de la coordination des politiques économiques qu'à celui de l'octroi de crédits mutuels à plus ou moins long terme, selon leurs besoins. Enfin, l'ECU remplaçait l'UCE⁵ de 1975 et tenait un rôle plus central, puisqu'il revêtait des attributs monétaires divers, étant simultanément *unité de compte*, *monnaie de règlement* et de *réserve*. Dès le 13 mars 1979, l'accord entra en application (Lelart, 1994, 34-35).

¹ Entre l'introduction du Serpent, en 1972, et le début du SME, le cours pivot du mark allemand par rapport au franc français était passé de 1,5887 à 2,309 FF, soit l'équivalent d'une dévaluation de 45% du franc (Hamon, Keller, 1997, 274).

² Il s'agissait de la Belgique, du Luxembourg, du Danemark et des Pays-Bas. A partir de 1976, ces pays étaient les seuls à constituer le Serpent avec l'Allemagne, tous les autres en étant sortis, ce qui faisait qualifier l'organisation monétaire européenne de "mini-Serpent" ou de zone mark (Nicot, 1998, 23).

³ La République fédérale d'Allemagne était alors sujette à des pressions importantes de la part de l'Administration Carter, qui voulait qu'elle suive des politiques plus expansionnistes (James, 1996, 298-299, 305).

⁴ Se référer au chapitre 2, 1^{re} partie, pour la signification de la monnaie au niveau de l'identité d'un espace économique.

⁵ Cf. 2^{ème} partie, chapitre 5.

Schématiquement, le SME s'appuyait sur un contrôle réciproque des taux de change des monnaies, qui ne pouvaient pas s'écarter de plus ou moins 2,25 pour-cent par rapport à leurs cours pivots réciproques définis en ECU¹. Néanmoins, à la différence du système de Bretton Woods, les marges de fluctuations n'étaient pas définies par rapport à l'étalon, mais de façon croisée, les variations des monnaies étant constatées les unes par rapport aux autres. Les cours pivots bilatéraux constituaient donc la base du SME. Par conséquent, si les banques centrales devaient intervenir pour maintenir leur monnaie dans la marge de fluctuation, elles échangeaient leur unité de compte nationale contre une autre devise, même du dollar, mais ne passaient pas directement par l'ECU (Nicot, 1998, 29). Dans ce contexte, la nouvelle unité européenne n'était pas un étalon aussi complet que le dollar ou l'or, mais un standard partiel.

Le rôle de l'ECU dans le SME était surtout le fait des opérations menées auprès du FECOM (Fonds européen de coopération monétaire). Cet organisme avait été créé en avril 1973 pour soutenir le fonctionnement du Serpent et lui avait survécu. Dans le cadre de la nouvelle coopération monétaire européenne, le FECOM avait vu son rôle être étendu. Afin d'assurer le financement des opérations que les banques centrales impliquées devaient passer entre elles pour maintenir leurs monnaies dans les marges de fluctuation, le FECOM recevait vingt pour-cent des réserves de dollar et d'or des Etats membres. En contrepartie de ce transfert, le Fonds les créditaient d'un montant scriptural et correspondant en ECU, qui était destiné à financer le soutien à court ou moyen termes, dont la mise à disposition était nécessaire en cas d'interventions sur les marchés des changes. Il s'agissait donc de crédits croisés (swaps) entre les instituts d'émission et le FECOM. L'ECU eut, dès le lancement du SME, une identité double. De caractère public dans le cadre des transactions officielles, il acquit une nature privée et totalement détachée de ses fonctions de monnaie d'intervention pour les agents économiques. Ce second type d'ECU était une unité de compte, dont la valeur correspondait à l'addition des monnaies qui le composaient et qui servait à exprimer des avoirs détenus dans d'autres monnaies communautaires que l'espèce nationale. L'ECU privé était né de façon spontanée, répondant au besoin des opérateurs, qui cherchaient à obtenir plus de stabilité et de sécurité qu'en employant les espèces nationales. En effet, la valeur de cet ECU était nettement moins erratique que celle de la plupart des devises qui le composaient - quoique plus volatile que ses constituants les plus fermes - et, de plus, il s'agissait d'un avoir rémunéré, vu que le taux d'intérêt qui s'appliquait sur le marché monétaire équivalait à la moyenne des taux de toutes les devises concernées (Dévoluy, 2000, 10-11; Herschtel, 1997, 161, 164; Hamon, Keller, 1997, 273-274).

Le système monétaire mis en place se voulait plus ambitieux et mieux organisé que lors du Serpent, plus européen aussi, puisqu'il ne se basait plus sur son évolution par rapport au dollar, mais relativement à sa zone d'application. Pourtant, les attentes de ses concepteurs ne furent pas comblées.

¹ La définition de l'ECU était fondée sur la valeur pondérée des monnaies participant au SME et de la livre sterling, bien que cette dernière ne soit entrée dans le SME qu'en octobre 1990. Le 5 décembre 1978, il avait été décidé que sa composition devait coïncider avec la valeur et la combinaison monétaire de l'UCE de 1975. Le poids des monnaies entrant dans la composition de l'ECU serait revu après six mois au plus, puis, tous les cinq ans ou en cas de nécessité, notamment si la valeur de l'une des devises nationales le constituant variait de plus de 25% (de Montbrial, Jacquet, 1994, 354; Nicot, 1998, 27).

1.1.2 Le SME en pratique

Le fonctionnement du SME peut être découpé en trois périodes. La première phase couvre les années 1979 à 1983 et a été caractérisée par une politique monétaire relativement expansive dans de nombreux pays de la zone. Certes, il convient de rappeler que l'environnement international était alors turbulent. En effet, au deuxième choc pétrolier succéda une forte appréciation du dollar, ce qui ne manqua pas de se répercuter sur le fonctionnement du SME et notamment de mettre à rude épreuve la gestion de l'inflation. Cela fut particulièrement le cas en Italie (16,4% de renchérissement en moyenne sur la période 1978-1982), en Irlande (15,2%), au Danemark (10,75%) et en France (11,7%), alors que, parallèlement l'Allemagne, la Belgique et les Pays-Bas se maintenaient dans une fourchette allant de 4,75% à 6,25%. Les options divergentes de politique économique suivies par les Etats membres ne donnèrent pas au système la stabilité désirée, mais le firent pâtir de leurs différences. Pour preuve, entre 1979 et 1983, il y eut sept réajustements de parités bilatérales. En outre, la lire italienne avait fait l'objet d'une dérogation et était autorisée à varier dans une fourchette de plus ou moins six pour-cent. Ces développements n'étaient pas synonymes de fixité, même ajustable (Hamon, Keller, 1997, 275; Bernholz, 1999, 760-762; Lelart, 1994, 81).

Le deuxième épisode couvrit l'intervalle s'étendant de 1983 au début de la décennie suivante. Le SME traversa une période apparemment plus stable. En général, les économies industrialisées avaient aussi connu un développement plus calme, autant sur le front des taux de change que sur celui du renchérissement. Les années 1980 avaient été le point de départ des politiques anti-inflationnistes¹ et les membres de la CEE avaient suivi ce mouvement. Par conséquent, les taux d'intérêt et le niveau des prix observés dans les économies membres du SME convergèrent et atteignirent un niveau plus bas que par rapport aux quatre premières années de fonctionnement. Cette évolution positive conforta certainement le Portugal et l'Espagne, en 1989, à rejoindre la Communauté et à intégrer le mécanisme de change, étape monétaire que finit par franchir finalement la Grande-Bretagne², en 1990. L'adhésion de ces trois membres nécessita un certain nombre d'aménagements, ce d'autant plus qu'ils bénéficièrent d'une marge de fluctuation "à l'italienne", élargie à plus ou moins six pour-cent. Néanmoins, ce relatif succès du SME n'empêcha pas un certain nombre de réajustements de parités d'avoir lieu au cours de ce deuxième intervalle et n'élimina pas les tensions entre les deux premières puissances de la zone, la France et l'Allemagne, dont les conceptions économiques et monétaires comportaient de nombreux antagonismes (Bernholz, 1999, 762-766; Apel, 1998, 78).

Enfin, la dernière période eut raison du mécanisme de change européen. Elle débuta en 1990, lors du coup de tonnerre, tout à la fois politique et économique, que représenta la réunification allemande. Même si, dans un premier temps, celle-ci ne porta aucun préjudice au SME, le revirement macroéconomique en Allemagne – nécessaire à l'intégration de l'ex-République démocratique allemande – finit par se répercuter sur les économies partenaires. En effet, la charge budgétaire de l'incorporation fut plus lourde que prévue, ce d'autant que le gouvernement allemand, pour des motifs de politique intérieure et d'électorat, avait choisi la voie de l'endettement pour financer cette "reprise", au lieu d'augmenter les impôts. Il s'ensuivit une hausse de l'inflation, ce qui contraignit la Bundesbank à mener une politique clairement restrictive, donc à élever sensiblement les taux d'intérêt, ce qui ne correspondait

¹ Cf. 1^{ère} partie, chapitre 1^{er}.

² La Grande-Bretagne était membre de la CEE depuis 1972, mais elle s'abstint, dans un premier temps, de participer au SME (Boudant, Gounelle, 1989, 63-65).

pas aux besoins de la zone. Cela fut d'autant plus préjudiciable que l'Allemagne était l'élément moteur du SME. Les autres membres durent donc réaligner leurs objectifs macroéconomiques et converger en matière de taux d'intérêt, conditions à remplir s'ils voulaient maintenir leurs parités bilatérales dans les bandes autorisées et ne pas utiliser la voie des dévaluations face au mark (De Grauwe, 1999B, 138; Mussa et al., 1994, 5; Herschtel, 1997, 167).

Alors que depuis 1987 plus aucun réalignement n'avait eu lieu¹, la situation se retourna complètement à partir de septembre 1992. Le dollar ayant beaucoup perdu de valeur dès avril, le deutsche mark avait eu les faveurs des investisseurs, ce qui l'avait fait s'apprécier, au grand dam de ses partenaires, qui avaient de plus en plus de mal à maintenir les parités croisées. Les premières nations à abandonner le navire furent la lire italienne et la livre sterling: la spéculation eut raison de leur potentiel à garantir leurs cours pivot et elles se déprécièrent respectivement de 16 et 15% jusqu'à la fin de l'année. Suite à ces départs et pour éviter que le scénario ne se répète, il fallut dévaluer la peseta, l'escudo et la livre irlandaise, même à deux reprises pour les devises de la péninsule ibérique. Malgré l'importance des moyens mis en œuvre par les banques centrales européennes pour préserver le SME, les marchés financiers n'étaient pas convaincus de la solidité du mécanisme de change. En décembre 1992, une nouvelle vague spéculative s'en prit aux monnaies participantes. Certes, son ampleur fut moindre que celle de septembre, mais sa durée fut plus longue et, en fin de compte, plus douloureuse, puisqu'elle dura jusqu'à mai 1993. La principale unité visée fut le franc français, mais le franc belge, la couronne danoise, la peseta et l'escudo ne furent pas en reste. Finalement, les pressions ne diminuant pas, en août 1993, huit monnaies sur les dix encore membres durent adopter des marges de fluctuation élargies, à savoir plus ou moins quinze pour-cent, ce qui signifiait purement et simplement la suspension du SME dans le contexte des changes fixes et ajustables². Au cours de son application, les adaptations très fréquentes du mécanisme, par l'entremise de dévaluations et de réévaluations, en firent surtout un enregistreur de secousses et non un système stable, tel qu'il avait été projeté par ses concepteurs.

Quant à l'autre aspect principal que le mécanisme monétaire s'engageait à favoriser - à savoir la convergence des économies participantes, processus indispensable à la stabilisation des cours de change -, le bilan est évidemment là aussi mitigé. Du point de vue de l'inflation, il y eut un rapprochement des taux observés entre les pays, les différentiels s'amenuisant sensiblement. En revanche, en matière de chômage et de croissance, les objectifs de rapprochement et d'amélioration des performances ne furent pas atteints. Le sous-emploi au sein du SME ne fit que s'aggraver (cf. graphique 6, 1^{ère} partie), alors que l'expansion économique fut plus faible chez les partenaires européens que, par exemple, aux Etats-Unis ou au Japon (Bernholz, 1999, 762-766; Herschtel, 1997, 166-167; Hamon, Keller, 1997, 250, 275; Nicot, 1998, 46-47).

Le ciment monétaire n'avait toujours pas pris en Europe, faute de robustesse de l'ensemble. Dans ce contexte, l'analyse de la crédibilité au sens large offre une explication intéressante

¹ A l'exception de la lire italienne, dévaluée de 3,7% en janvier 1990, au moment où ses marges de fluctuations ont été ramenées de plus ou moins 6% à 4,5% de bande totale, telle qu'appliquée pour les autres nations membres du SME (Lelart, 1994, 80).

² Cet élargissement des marges de fluctuation fit dire avec sarcasme à certains politiciens américains que désormais même le dollar pouvait être considéré comme une monnaie du SME, le cours du billet vert variant alors rarement dans de telles proportions ! Les Pays-Bas maintinrent les bandes étroites, alors que la Belgique, le Luxembourg et la France conservèrent de manière informelle des marges étroites de fluctuation par rapport au mark allemand (Llewellyn, Presley, 1995, 278; De Grauwe, 1999B, 141).

de cet échec et permet de comprendre de quelle façon la notion d'indépendance des banques centrales aurait pu contribuer au succès de l'entreprise.

1.1.3 La notion de crédibilité dans le SME

L'édification du SME présentait une gageure essentielle, vouloir instaurer un espace de fixité dans un environnement flottant. Dans ce contexte, l'entreprise se devait d'être crédible pour atteindre son but, plus encore que dans le cas des accords de Bretton Woods, où toutes les nations se référaient à un étalon de change. Dans le cadre européen, la crédibilité présentait deux facettes complémentaires. D'une part, elle devait exister au niveau du système monétaire considéré globalement et, d'autre part, être le fait des acteurs individuels, soit des banques centrales impliquées.

a) La crédibilité de la zone

Pour remédier à certaines des lacunes qui avaient été à l'origine de l'échec du Serpent, les concepteurs du SME avaient apporté des améliorations au nouvel accord. Une innovation majeure résidait dans le caractère automatique de la coopération monétaire entre participants. Le mécanisme des cours pivots nécessitait en effet une action commune des Etats concernés par la distorsion et non plus seulement par celui dont la déviation était la plus sensible, ce qui était le cas lorsque le dollar était au centre du Serpent. Cette collaboration renforcée au sein du SME voulait empêcher que ne se reproduisent les événements qui avaient eu raison de l'organisation de Bretton Woods, tout comme de celle du Serpent. Contrairement à ces dernières, l'accord de change européen devait être symétrique. En effet, malgré les attentes, le Serpent avait tôt fait de se transformer en une zone mark, où le nombre réduit de participants restants utilisaient la devise allemande comme unité de réserve et d'intervention, tandis que, de son côté, la Bundesbank se chargeait de maintenir son cours face au dollar, qui demeurait le pôle de navigation (Bernholz, 1999, 751, 754-755). Pour renforcer la viabilité du SME, ses initiateurs avaient choisi l'option du change fixe et ajustable, qui devait de la sorte mieux prendre en compte les développements observés au sein de la zone, ainsi que sur le plan international.

Pour réaliser ces objectifs, le rôle du FECOM fut étendu. Les participants devaient accepter de perdre une partie de leur latitude d'action monétaire individuelle en échange d'une coopération renforcée pour défendre leurs parités. Il était même prévu, après deux ans de fonctionnement du SME, de transformer le FECOM en un Fonds monétaire européen, qui aurait vu les réserves à disposition être étendues et aurait aussi présidé à la création d'ECU ex nihilo. Pourtant, ce nouvel organe ne vit jamais le jour, essentiellement en raison de l'opposition allemande à accepter l'autorité d'une institution monétaire de cette envergure et dont l'indépendance n'était pas formellement garantie (Eichengreen, 1996, 160; Apel, 1998, 47, 55; Bernholz, 1999, 759).

Malgré l'absence de cet organe supranational et mis à part les excès de la période d'introduction, le SME fonctionna plutôt bien au cours de la deuxième période (1983 – début des années 1990). Néanmoins, à partir du moment où les contrôles des changes furent abolis et où les capitaux purent circuler librement entre les pays membres de la CE (Communauté européenne)¹, il en fut tout autrement. Cette libéralisation des mouvements financiers constituait la première étape en vue de l'établissement de l'Union économique et

¹ Suite à l'Acte unique européen, en février 1986, la Communauté économique européenne se fit appeler Communauté européenne (Gaudard, 1999A, 93, 173, 179). Il s'agissait d'un signal clair en faveur de l'approfondissement de l'intégration régionale, qui devait dépasser le côté économique pour englober aussi la dimension politique.

monétaire (UEM)¹ (Eichengreen, 1994, 59; Capie et al., 1994, 33; Bassoni, Beitone, 1994, 234). Les marchés des capitaux jouèrent dès lors un rôle nettement plus important dans le fonctionnement de la zone. En effet, même si les devises européennes se soumettaient à des rapports fixes entre elles, leurs cours étaient cotés et faisaient l'objet de transactions ainsi que d'appréciations de la part des opérateurs. Or, comme cela a été présenté dans le chapitre précédent, ce type d'intervenants avait considérablement gagné en influence au cours des deux dernières décennies, notamment pour juger du degré de crédibilité monétaire. Au vu de l'organisation du SME et selon le triangle d'incompatibilité de Mundell, il ne pouvait y avoir coexistence à la fois de taux de changes fixes, de liberté de mouvements des capitaux et de politique monétaire autonome. La Communauté européenne était bien consciente de cette inconstance et finit par trancher en faveur de la fixité et de l'intégration financière, ce qui signifiait par conséquent que les politiques économiques et particulièrement monétaires devaient être davantage coordonnées avant de s'unifier complètement. Comme il n'y eut pas correspondance entre les intentions et les faits et que le mode de fonctionnement du SME resta inchangé, les dysfonctionnements majeurs ne tardèrent pas apparaître et à être aggravés par les jugements des marchés. Ces derniers estimèrent que plusieurs taux de change n'étaient pas à leur niveau d'équilibre (Patat, Bozzi, 1993, 63; Beitone, Bassoni, 1994, 151-153; Padoa-Schioppa, 1988, 376; *The Economist*, November 28th 1998, 98, November 20th 1999, 116).

La principale source de perturbation était que l'absence d'autorité faîtière avait entraîné le SME vers l'asymétrie. De la sorte, les difficultés typiques des systèmes hégémoniques², telles qu'elles s'étaient déjà présentées lors de l'étalon-devise-or, n'avaient pas manqué de se faire jour. En effet, à l'instar de la position qu'elle avait prise dans le Serpent, la Bundesbank s'imposa comme l'élément moteur du nouveau mécanisme. Ce leadership fut favorisé par le niveau de son taux d'inflation national et sa capacité économique. L'Allemagne présentant le plus faible renchérissement, les autres pays s'alignèrent sur elle, étant donné qu'ils avaient plus à y gagner qu'à y perdre³. Ce rattachement à l'Allemagne permettait aux autres nations de voir rejaillir sur elles la réputation anti-inflationniste de la Bundesbank, au profit du fonctionnement de toute la zone (Crawford, 1994, 79; Rossi, 1997, 89; Llewellyn, Presley, 1995, 277).

Schématiquement, l'évolution du SME est donnée dans la figure 6, qui présente la transformation progressive d'une organisation symétrique en un système hégémonique. La situation dépeinte dans la dernière phase n'était pas préjudiciable pour certains pays – soit la Belgique, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Danemark – qui constituaient autour de l'Allemagne le noyau monétaire dur et la suivaient traditionnellement depuis l'expérience du Serpent. Corollaire d'une certaine stabilité de leur taux de change, ce rattachement affiché leur donnait une certaine respectabilité. En revanche, il n'en allait pas ainsi pour les autres participants (Eichengreen, 1994, 97; Herschtel, 1997, 161). En effet, les charges à supporter pour préserver le bien collectif que représentait le SME étaient trop lourdes par rapport aux bénéfices retirés. Les sacrifices consentis en moyenne au niveau du coût des interventions de change⁴, à celui des faibles performances de croissance et de la dégradation

¹ La deuxième étape consistait en la préparation du SEBC, dont l'analyse de l'indépendance est traitée dès le point suivant.

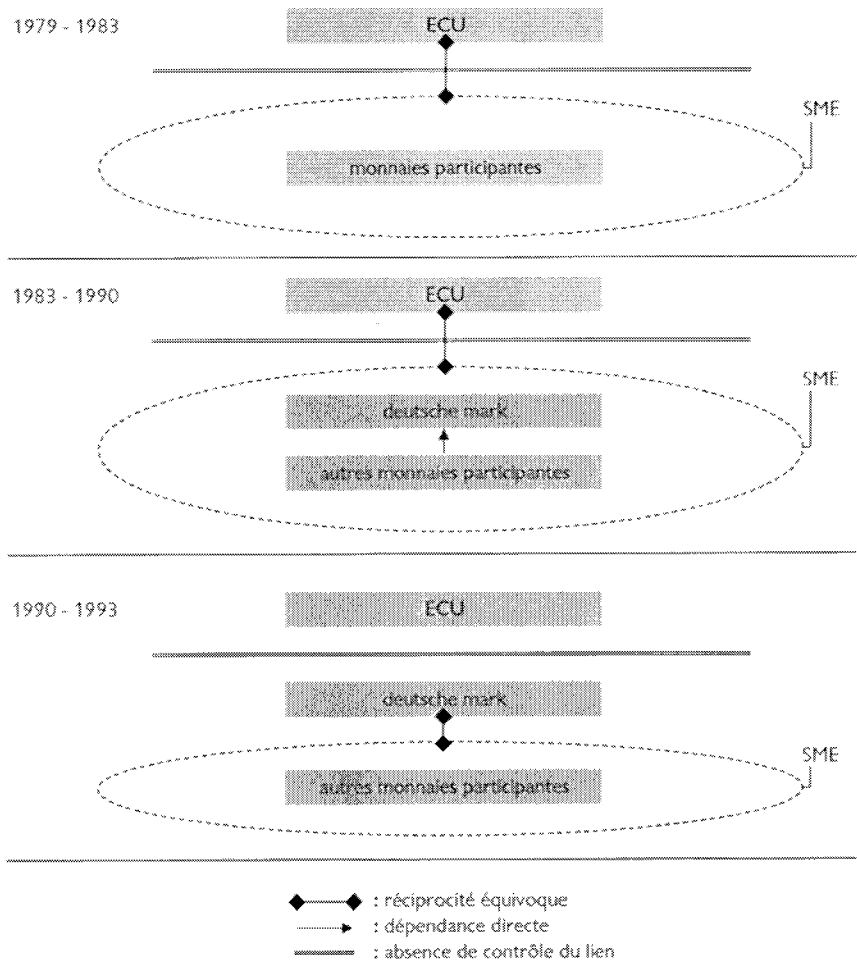
² Se référer à la partie précédente.

³ En tentant de se rapprocher, voire d'atteindre le taux d'inflation le plus bas de la zone, les autres pays augmentent leur bien-être, notamment grâce à la baisse des taux d'intérêt et à une stabilisation des prix, ce qui favorise, à terme, leur compétitivité. Ce raisonnement admet que le coût de la désinflation en termes d'emplois n'est répercuté qu'à court terme (De Grauwe, 1999B, 117).

⁴ Par exemple, en automne 1992, la Riksbank suédoise endura de lourdes pertes pour défendre la couronne. Globalement, au cours des six jours qui précéderent la dévaluation de sa monnaie, elle engagea quelque 3'500 \$ par habitant, soit 26 milliards de dollars, ce qui équivalait à plus de 10% du PNB du pays (Banque des règlements

continue de l'emploi, n'étaient pas contrebalancés par la relative convergence de politique économique de la zone et par la baisse du renchérissement général. Pour des raisons de crédibilité politique de l'UE, il ne fut pas mis un terme pur et simple au SME. L'élargissement des marges de fluctuation à plus ou moins quinze pour-cent arriva cependant au même résultat: libérer les nations engagées des contraintes que représentait le système de change. Les conflits d'objectifs entre les membres étaient devenus tels qu'il ne paraissait plus possible de trouver de solution commune (Herschtel, 1997, 167).

Figure 6 Evolution de l'asymétrie au sein du SME



Source : élaboration personnelle, 2001

internationaux, 1993, 206) ! La Suède constitue néanmoins un cas particulier, étant donné que, à l'époque, elle n'était pas membre de l'UE, mais qu'elle s'était associée au mécanisme de change. La spéculation à son encontre n'en fut certainement que plus acharnée, mais les montants en jeu permettent de se rendre compte du potentiel que pouvaient déployer les marchés lorsqu'ils s'attendaient à une dévaluation.

En elle-même, la zone n'avait pas réussi à établir sa crédibilité, ni à se doter d'un mode de fonctionnement satisfaisant. Ce manque d'assise trouvait aussi son origine dans les composantes nationales du SME.

b) La crédibilité nationale

Tant que les contrôles des capitaux évitèrent que la spéculation ne se fasse trop pressante, les économies membres tirèrent profit du SME asymétrique et de leur apparentement avec l'Allemagne. Les bandes de fluctuation étaient plus larges pour les pays dont le contrôle de l'inflation n'était pas strict. Dans ce contexte, l'Italie, le Portugal, l'Espagne et le Royaume-Uni évoluèrent dans des marges de plus ou moins six pour-cent par rapport au niveau d'équilibre de leur devise. Cet aménagement spécial leur permettait, sans atteindre les limites de leurs cours pivots, de procéder à des réajustements qui compensaient un trop fort renchérissement. Néanmoins, à partir de 1987, le SME perdit son côté accommodant pour devenir un mécanisme rigide de change fixe. Parallèlement, le développement de la sphère financière augmentait le potentiel de déstabilisation, étant donné sa capacité à mobiliser en très peu de temps des ressources bien plus importantes pour tester la solidité des parités que les instituts d'émission n'en avaient pour les défendre (Banques des règlements internationaux, 1997, 156).

Dès 1992 et plus encore 1993, les problèmes de crédibilité des banques centrales périphériques commencèrent à se faire sentir. Ce fut notamment le cas pour l'Italie et l'Espagne. Leurs taux d'inflation convergeaient vers celui de l'Allemagne, mais n'arrivaient pas à l'atteindre, notamment faute de réputation de leurs autorités en la matière¹. Dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux, les réalignements de parité étaient prohibitifs au niveau financier et à celui de la crédibilité de l'engagement en faveur du change fixe (De Grauwe, 1999B, 109-110). En outre, un ajustement risquait de sérieusement ternir leur réputation de bons élèves européens sur le plan politique. Le maintien de leurs cours pivots leur fit porter pleinement le poids du renchérissement, qui, à la longue, effrita leur marge de compétitivité face au pays-centre. Dans le cas de la France et du Royaume-Uni, les crises spéculatives qui s'en prirent à leurs monnaies ne pouvaient s'appuyer sur des différences notables de fondamentaux économiques par rapport à l'Allemagne. En fait, à partir de 1992, il y eut surtout une divergence de conjoncture. Suite à la chute du Mur de Berlin et au coût de la réunification, la montée des taux d'intérêt allemands² alla à l'encontre des politiques de relance que suivaient de leur côté les autorités françaises et anglaises. Vu l'imminence de la rupture du lien qui les reliait au mark, les marchés financiers commencèrent à spéculer contre ces deux monnaies, ce qui donna lieu à la sortie de la livre, puis du franc hors du SME. La crise de 1993 eut essentiellement le même motif de divergence conjoncturelle entre les pays satellites et l'économie-centre (De Grauwe, 1999B, 112-126; Mussa et al., 1994, 5). La décision prise par certains Etats de réintroduire des contrôles des changes temporaires ne contribua ni à rétablir la confiance dans les capacités de gestion monétaire des pays en question ni à empêcher la faillite du système.

Si ce furent les monnaies périphériques qui firent l'objet d'attaques, cela tint au fait que leur position au sein du mécanisme n'était pas jugée soutenable. En outre, les autorités monétaires dont elles dépendaient n'avaient pas la réputation de la Bundesbank, crédibilité dont elles auraient profité tant que les divers objectifs nationaux n'étaient pas trop discordants. Le caractère autonome dont pouvait se targuer la politique monétaire allemande avait contribué à assurer ses performances sur le plan de l'inflation et à en faire le

¹ Cf. 1^{re} partie.

² Cf. point précédent.

leader du SME, rang qui lui avait été conféré par le comportement des marchés à son égard. Une manifestation pratique de cette position particulière était que le mark ne fut jamais attaqué et qu'il ne fut jamais question, au sein de la zone, de redéfinir son cours pivot (Erber, Hagemann, 1998, 116; Llewellyn, Presley, 1995, 277). Mais, la position du pays centre était exceptionnelle. Dès que le mark ne put plus assumer son rôle central au niveau européen, aucune autre monnaie ne fut en mesure de le remplacer. Le manque de résultats probants des autres banques centrales en matière de lutte contre l'inflation, leur peu de latitude face aux autorités politiques nationales et, pour celles qui auraient néanmoins mieux répondu aux deux conditions précédentes, une économie par trop modeste à l'échelon régional et international, ne permettaient pas d'assurer un nouveau leadership européen.

Une des grandes lacunes du SME était que chaque institut d'émission membre de l'accord entretenait des liens de nature différente avec son gouvernement et que des objectifs très hétérogènes leur étaient légalement assignés. Allemagne mise à part, l'engagement clair en faveur d'un but précis faisait singulièrement défaut pour asseoir leur réputation. A l'instar de ce qui s'était passé lors des accords de Bretton Woods, les nations participantes n'avaient pas modifié leurs législations monétaires nationales avant de se lancer dans le SME, pas plus que cela n'eut lieu durant son application. Tant que les gains retirés l'emportaient, les Etats étaient disposés à abandonner leurs prérogatives monétaires respectives au profit de l'ensemble, ce qui ne fut plus le cas lorsque les externalités négatives prirent le dessus (Aglietta, Deusy-Fournier, 1995, 38). Un facteur aggravant fut que les autorités politiques impliquées se refusèrent à confier l'administration de la zone à une véritable institution supranationale, qui aurait été à même de dépasser les points de vue internes pour raisonner à l'échelle de l'ensemble monétaire. Leur crainte de se voir priver de l'un des bastions de l'Etat-nation moderne – la gestion de la monnaie – eut pour conséquence de laisser un seul pays et sa banque centrale prendre les commandes. L'indépendance bien connue de la Bundesbank et les performances qu'elle lui permit d'atteindre en termes d'inflation, en firent un leader "naturel", mais dont les préoccupations étaient en fin de compte dictées par la situation économique de son territoire (Goodhart, 1995 (92A), 86). La problématique du pays "N" et des "N-1" membres¹, typique des zones de fixité, s'était à nouveau trouvée concrétisée.

Avec la création du SME, les pays de la CEE avaient voulu se doter de règles d'action collective au niveau de la zone, mais avaient complètement occulté la nécessité d'un organisme indépendant pour contrôler leurs actions, ainsi que l'harmonisation nécessaire du cadre d'activité des banques centrales impliquées. En ce sens, le SME était le fruit de la volonté politique nationale des Etats concernés, mais manquait singulièrement de vue européenne. Même si l'élargissement des bandes de fluctuation à plus ou moins quinze pour-cent sonna le glas de la fixité dans la zone, l'UEM n'en était pas abandonnée pour autant.

1.2 *Nécessité et instauration de l'indépendance dans l'UEM*

Plusieurs leçons furent tirées de l'expérience du SME. La première d'entre elles était que la création d'une plate-forme de changes fixes ne pouvait réussir sans des participants crédibles. Cela signifiait pour les instituts d'émission une émancipation de la sphère politique intérieure et un changement de législation nationale correspondant.

¹ Se référer à la partie précédente.

En deuxième lieu, il apparaissait que, dans un environnement monétaire international flexible, il n'était pas possible, lors de la formation d'une zone monétaire, de rendre un pays centre incontournable si les autres membres n'étaient pas persuadés de sa suprématie. En effet, le reste du monde flottant, ils ne perdraient pas grand-chose, en cas de désaccord, à se retrouver en dehors du système de change, au contraire de ce qui prévalait, par exemple, lors des arrangements de Bretton Woods. Ceux qui abandonnaient ce dernier type d'accords se retrouvaient de facto exclus du fonctionnement général des échanges et devaient se plier à des contraintes économiques conséquentes pour que les autres pays, encore en fixité, acceptent de commercer avec ceux dont la monnaie n'offrait plus de garantie de stabilité.

Le troisième enseignement à faire valoir était que, dans l'environnement financier des années 1990, il n'était pas possible de choisir une solution mixte – monnaies à la fois fixes (dans le SME) et flexibles (hors du SME) –, sans s'exposer à des mouvements déstabilisants. Il se dégageait clairement que la crédibilité nécessaire à la réussite d'un tel projet appelait un choix tranché en faveur de l'un ou l'autre régime de change (The Economist, September 2nd 2000, 80).

En dernier lieu, malgré les difficultés rencontrées au sein de la zone, la coopération monétaire était possible en Europe. Elle avait permis à la région de se distancier du dollar, dont l'évolution des cours n'avait plus autant de portée que par le passé (Kenen, 1983A, 4).

Cet ensemble de constatations et les mesures qu'elles appelaient confortèrent cependant les instances européennes dans leur projet d'Union économique et monétaire. Même si la négociation, puis la signature du Traité de Maastricht, en février 1992, n'avaient pas convaincu les marchés de l'engagement de la région quant à l'approfondissement de l'accord ni contribué à asseoir le SME, les autorités s'étaient prononcées en faveur d'une véritable fusion monétaire (Mussa et al., 2000, 21; The Economist, October 17th 1998, 90). Pour parvenir à leurs fins, elles décidèrent de ne plus répéter les erreurs qui avaient eu raison des tentatives précédentes et de considérer la problématique sous l'angle opposé: établir la convergence au sens large entre les nations participantes et procéder ensuite à l'agrégation monétaire. Dans ce contexte, l'autonomie des banques centrales devait jouer un rôle primordial, statut que vint encore appuyer et compléter le processus d'homogénéisation macroéconomique.

1.2.1 *Raisons de l'autonomisation des banques centrales nationales*

En optant clairement pour une solution monétaire complète, l'Union européenne (UE)¹ voulait également éviter que ne ressurgisse le problème de l'asymétrie. Pour ce faire, il fallait que deux conditions soient réunies. Premièrement, les banques centrales impliquées devaient être mises sur un pied d'égalité statutaire et fonctionnel. Deuxièmement, un organisme faïtier² devait décider la politique monétaire de la zone. Ces exigences avaient des fondements politiques évidents: les pays membres, France en tête, n'étaient plus disposés à se plier au leadership d'un Etat, voire d'une banque centrale, mais exigeaient une conception et un chef de file qui considèrent la région comme un ensemble cohérent.

¹ Suite à la signature du Traité de Maastricht, le 7 février 1992, la Communauté européenne se fit aussi appeler "Union européenne", quoique le terme "communauté" soit encore aussi utilisé. Outre l'Europe de la monnaie, l'accord de Maastricht introduisait l'approfondissement de l'Europe des citoyens et de l'Europe politique, soit un pas supplémentaire vers une région intégrée plus profondément (Gaudard, 1999A, 94).

² Les caractéristiques relatives à cette composante seront traitées dans le point suivant.

Suite aux crises de change de 1992 et 1993, il était devenu évident que les marchés financiers plébiscitaient l'autonomie de la banque centrale allemande et qu'il fallait s'en inspirer pour obtenir l'union monétaire. La Commission européenne, parfaitement consciente du potentiel déstabilisateur que représentaient des organes monétaires nationaux non indépendants pour une union monétaire, y avait pensé avant les attaques du SME. A partir de la phase I de l'UEM – soit la libéralisation des mouvements de capitaux –, il était devenu évident qu'il fallait remédier dans les meilleurs délais à cette grave lacune de l'Europe monétaire. Du reste, dès 1991-1992, le Traité de Maastricht y fit référence, stipulant que la phase II de l'UEM devrait veiller à harmoniser les pratiques dans le domaine (article 109 F¹), idée qui avait été déjà émise en 1989 dans le rapport Delors, document fondateur du concept d'UEM et des trois phases d'introduction (European Monetary Institute, 1997, 9, 11).

Le moment pour émanciper les banques centrales nationales de leurs gouvernements était bien choisi. D'une part, le courant théorique était majoritairement favorable à ce statut des organes monétaires² et cette conception d'une politique monétaire menée dans une perspective autonome avait gagné les faveurs des administrations et des autorités. D'autre part, la crise du SME avait tout de même affaibli la réputation de la Buba et cela entraîna deux conséquences. En premier lieu, il fallait redorer le blason de la zone monétaire et la seule crédibilité allemande ne suffisait pas à rétablir la confiance. Deuxièmement, le leadership émoussé de l'Allemagne entraîna un regain d'assurance chez ses partenaires, qui sentaient que le moment était venu de s'aligner d'égal à égal et de regagner de l'autorité sur la conduite de la politique monétaire européenne. Si leur autonomie sur le plan intérieur avait été perdue au cours du SME, l'indépendance au niveau de la région leur semblait une alternative acceptable pour retrouver une politique monétaire qui leur soit plus adaptée que le moule allemand (Bernholz, 1999, 770; Erber, Hagemann, 1998, 116; Goodman, 1992, 218). En outre, si l'UEM voulait parvenir à une gestion unifiée et complète de la monnaie, elle devait pouvoir compter sur le soutien et l'engagement de l'Allemagne dans ce projet. Or, cette dernière ne s'y rallierait que si des garanties au niveau de la non politisation de la gestion monétaire lui étaient données. L'attachement du public et de la sphère politique face à cette composante institutionnelle germanique aurait amené le pays à rejeter l'UEM si cette condition ne se trouvait pas respectée.

Néanmoins, après le fiasco de 1992-1993, il peut paraître curieux que les autres membres de l'UE aient opté pour l'autonomie, au vu des répercussions que cette caractéristique allemande entraîna. Le climat avait changé et les membres étaient conscients de la nécessité de raisonner au niveau de la zone, ainsi que d'intégrer la composante financière dans le mode de gestion monétaire. Cependant, le seul changement de relations entre banques nationales et gouvernements ne suffisait pas à lui seul à assurer le succès de l'UEM. Encore fallait-il en garantir et organiser la réalisation, ce que, cette fois, les membres de l'UE se donnèrent les moyens de faire.

1.2.2 *Mise en application*

Pour réaliser et unifier l'indépendance des banques centrales, il allait de soi qu'il fallait qu'une institution propre à l'ensemble s'en charge. En effet, il ne s'agissait pas de réaliser

¹ Correspond à l'article 117 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne et qui réunit le Traité sur l'Union européenne (Traité de Maastricht) et le Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 89).

² Cf. 1^{re} partie.

une autonomie "à la carte", mais de rendre ce concept cohérent pour que l'UEM et le projet de monnaie unique soient crédibles. Pour ce faire, deux grands instruments de transitions furent mis en œuvre, soit un organisme provisoire, actif durant la phase II, et une politique de coordination.

a) L'Institut monétaire européen (IME)

L'expérience du FECOM et la non réalisation du FME avaient rendu les Etats membres attentifs au fait de commencer par mettre en place les institutions nécessaires et d'ensuite passer à la fusion des monnaies. Le FECOM n'avait pas réussi à étendre suffisamment son pouvoir pour diriger de fait la zone, situation qui avait permis l'émergence de l'asymétrie du SME. Le Traité de Maastricht avait tenu à combler cette lacune et avait requis la création de l'IME (article 109 F), qui liquidait le FECOM, reprenant ses actifs dès son entrée en fonction, soit le 1^{er} janvier 1994. Le rôle de l'IME était de veiller au bon déroulement de la phase II et de contribuer à la réalisation des conditions nécessaires au passage de la phase III de l'UEM. Cela consistait particulièrement à renforcer la coordination des politiques monétaires, la convergence économique et à préparer les banques centrales nationales à l'indépendance. La tâche de l'IME était temporaire, son activité prenant fin avec l'entrée en fonction de la BCE (European Monetary Institute, 1997, 11; European Central Bank, 2001A, 1, 8).

Dans les objectifs de l'IME, il n'était pas explicitement fait mention de la réalisation de l'autonomie des instituts d'émission, mais cela apparaissait de manière implicite. Plusieurs alinéas de l'article 109 F (no 2, 3, 4) du Traité encourageaient l'IME à pousser les banques centrales nationales sur la voie de l'indépendance, sans pourtant que cela soit clairement spécifié. Cela s'explique, lorsqu'il est tenu compte de la positions de deux membres influents de l'UE, l'Allemagne et le Royaume-Uni, qui ne voulaient pas, au moment de la signature du Traité, se départir de leur contrôle sur la politique monétaire. Les autres nations, suite aux turbulences monétaires des années 1992 et 1993, ne voyaient pas d'un mauvais œil cette temporisation de l'autonomie de leurs banques centrales. Par conséquent, la voie qu'ouvrait l'IME était un compromis entre les sensibilités des participants, légèrement en faveur des deux Etats réfractaires à l'abandon de leurs prérogatives sur la monnaie. En revanche, le Traité établissait clairement l'indépendance de l'IME face aux institutions européennes ainsi que par rapport aux gouvernements parties prenantes (article 8 du protocole sur les statuts de l'IME) (Kenen, 1995, 134; European Central Bank, 2001A, 4).

Dans le cadre de la phase II de l'UEM et pour ne pas arriver aux mêmes types d'inconsistances qui avaient eu raison du SME, l'accent fut particulièrement mis sur la coordination et la convergence des politiques monétaires et économiques, domaines qui n'avaient pas, contrairement à celui de l'indépendance des banques centrales, donné lieu à des frictions.

b) Les critères de convergence

Afin d'amener les pratiques et les situations nationales à s'harmoniser progressivement, quatre critères de convergence devaient être respectés au cours de la deuxième phase de l'UEM. Cela constituait une condition de participation des membres au dernier stade avant la monnaie unique. Pour pouvoir prendre part à l'euro, les pays candidats devaient afficher des performances économiques qui correspondent aux exigences suivantes (Traité de Maastricht, article 109 J¹):

¹ Correspond à l'article 121 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 93).

- i) atteindre un haut degré de stabilité des prix, défini selon le taux moyen d'inflation observé sur une période d'une année avant la prise en considération de la qualification pour l'euro (soit le renchérissement moyen pour 1997). Le résultat ne doit pas dépasser de plus de 1,5% la performance moyenne des trois Etats membres ayant enregistré le plus faible renchérissement;
- ii) convergence des taux d'intérêts nominaux à long terme, selon leur prise en compte sur l'année précédente (1997). Le niveau de chaque candidat ne doit pas être supérieur de plus de 2% à celui des trois économies présentant les plus faibles niveaux, qui sont par conséquent les mêmes que celles qui servent de référence pour le premier critère (i);
- iii) la position financière du secteur public doit être soutenable et est considérée selon deux angles: le *déficit public annuel* ramené au PIB ne doit pas excéder 3% à la fin de l'exercice budgétaire antérieur. Si tel n'est pas le cas, le rapport doit avoir diminué de manière substantielle et constante, pour avoisiner les 3% ou rester proche des 3% en cas de dépassement exceptionnel et temporaire. La *dette publique* ne doit pas être supérieure à 60% du PIB par rapport à la fin de l'exercice budgétaire préalable. En cas de non obtention de ce ratio, le chiffre obtenu doit avoir baissé de façon sensible et s'approcher des 60% à un rythme satisfaisant;
- iv) l'Etat membre doit avoir participé sans discontinuer, sans dévaluation et sans tensions graves au SME et cela durant les deux années précédant l'examen de sa situation (Union européenne, 2001, 1-2).

Les critères de convergence offraient certes une certaine marge d'interprétation au niveau des indicateurs de finances publiques, souplesse voulue par l'Union européenne afin d'éviter que la participation à l'euro ne provoque des tensions politiques internes telles que les pays intéressés ne doivent renoncer à la monnaie unique. Ils avaient au moins l'avantage de vouloir rééquilibrer les différences budgétaires entre les Etats. L'indicateur relatif au change n'était pas non plus très contraignant, eu égard à la marge cumulée de trente pour-cent au total qui avait toujours cours. Néanmoins, l'ancienne fourchette de plus ou moins 2,25 pour-cent était toujours prise en considération pour s'assurer que les taux de change ne divergeaient pas trop (Appel, 1998, 128). En revanche, les exigences en matière de taux d'inflation et d'intérêt constituaient des données plus transparentes, qui marquaient bien le degré de confluence obtenu entre les économies de la zone et cela sans ingérence possible des autorités politiques pour en influencer les niveaux. Leurs positions reflétaient, d'une part, la gestion de l'activité économique dans le pays et, d'autre part, les attentes des intermédiaires et des marchés financiers quant à la situation future, voire leurs pronostics sur la compatibilité des uns et des autres. Ces deux derniers indicateurs étaient fortement corrélés à la notion d'indépendance des banques centrales nationales. Depuis plus d'une dizaine d'années, il était en effet admis que les meilleures performances en termes de

renchérissement étaient atteintes par des organes d'émission autonomes¹. Sans obliger formellement les Etats membres à modifier leur législation monétaire – ce qui devait pourtant être acquis au 1^{er} janvier 1999, début de la phase III –, l'obtention de ces niveaux de taux, qui s'alignaient entre autres, mais surtout, sur ceux de la Bundesbank, encourageait les autorités nationales à réviser leur cadre d'action monétaire. Une autre incitation était donnée par l'interdiction faite aux nations de s'aider de leurs banques centrales pour financer leurs déficits publics, ce qui aurait constitué un moyen simple de répondre aux exigences de convergence du Traité (Kenen, 1995, 135-137). Malgré cette précaution, cela n'empêcha pas certains membres de trouver des subterfuges pour redorer leurs comptes nationaux en se servant des réserves de leur institut d'émission. Même la très indépendante Bundesbank dut céder aux pressions du Ministre des Finances et exécuter une telle manœuvre².

Le respect des critères de convergence retint la majeure partie de l'intérêt public durant la seconde phase de l'UEM. Pourtant, le processus d'autonomisation des banques centrales nationales qui l'accompagnait, marquait un pas décisif en Europe: la collectivisation de la politique monétaire pour toute la zone et un étiolement des rapports qui unissaient les organes monétaires nationaux à leurs autorités.

Malgré les difficultés rencontrées par la plupart des prétendants pour répondre aux obligations de convergence du Traité et la souplesse d'interprétation qui dut conséquemment être manifestée à leur rencontre, le passage eut lieu. Le 1^{er} janvier 1999, l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et l'Espagne avaient correspondu aux exigences imposées par la phase II et entraient dans le SEBC. Les quatre membres restants de l'UE avaient choisi des positions forts différentes. Si la Suède, qui ne répondait pas à la norme du taux de change, ni à celle de la dette publique, décida de se tenir à l'écart de l'euro, la Grèce, qui n'avait pas rempli les obligations de convergence, resta tout de même sur les rangs³. La Grande-Bretagne et le Danemark, qui avaient négocié des clauses d'opting out⁴ lors de la signature du Traité de Maastricht (Gaudard, 1999B, 5), et bien qu'ils n'aient pas complètement rempli les conditions économiques, exercèrent leur droit spécial et ne se joignirent pas à l'Europe monétaire.

Par. 2 L'indépendance du SEBC dans les faits et son organisation concrète

Le lancement de la troisième et dernière phase de l'UEM marqua une étape décisive en direction de la monnaie unique. Plusieurs éléments essentiels étaient introduits simultanément. Premièrement, l'euro remplaçait l'ECU comme unité de compte de la zone, mais prenait d'entrée un rôle plus important que son prédécesseur. Même si au cours de cette phase de transition en direction de l'Euroland – soit jusqu'au 1^{er} janvier 2002 au plus tôt –, les espèces nationales (pièces et billets) étaient toujours en circulation, toutes les transactions ayant pour cadre le SEBC, ainsi qu'aux niveaux bancaire, financier et à celui des

¹ Cf. 1^{re} partie.

² Cf. 1^{re} partie, chapitre 3.

³ La Grèce a rejoint le SEBC le 1^{er} janvier 2001.

⁴ L'opting out n'était pas explicitement prévu dans le Traité de Maastricht. Au cours des ratifications nationales, la Grande-Bretagne, se rendant compte des oppositions possibles de la part des europhobes nationaux, préféra se tenir à l'écart de la monnaie tout en acceptant le Traité. Le Danemark soumit le Traité au référendum populaire en 1992 et il fut refusé. Par la suite, la ratification ne fut acceptée que sous condition de rester dans le SME (bis) et de ne pas participer à l'euro (Gaudard, 1999B, 5; Kauffmann, 1999, 81). Voir le paragraphe suivant.

administrations publiques de la zone, étaient passées en euro. De fait, la monnaie européenne existait déjà de façon scripturale, son émission physique étant attendue pour l'entrée en force complète de l'unification monétaire. En deuxième lieu et par conséquent, les taux de change des onze devises participantes étaient fixés irrévocablement par rapport à l'euro¹, absorption indispensable au bon fonctionnement de la phase III et à l'avenir continental de la monnaie unique. Troisièmement, il allait de soi que l'introduction de l'unité européenne appelait l'unification de la politique monétaire. Celle-ci se retrouvait sous l'égide de la BCE, qui, depuis le 1^{er} juin 1998 avait été établie et reprit petit à petit la place de l'IME, avant de lui succéder et de le remplacer intégralement au 1^{er} janvier suivant (European Central Bank, 2001B, 3; Dévoluy, 2000, 17-18; Herschel, 1997, 173). Les missions de la nouvelle banque centrale étant différentes de la tâche préparatoire de l'Institut, l'organisation monétaire de l'UEM avait dès lors été passablement modifiée (cf. figure 7).

Figure 7 Organisation du SEBC



Source adapté en 2001 d'après BCE, La Banque centrale européenne, Francfort, avril 2000, 15

Comme présenté ci-dessus, le SEBC est composé de la BCE et de toutes les banques centrales nationales des États membres de l'UE. La prise en compte des pays qui ne participent pas à la zone euro s'explique par le fait qu'il est escompté, à l'avenir, qu'ils rejoignent l'Euroland. Du reste, leurs instituts d'émission ne prennent pas une part active

¹ Par ce biais, était résolue l'une des lacunes les plus graves de l'ECU, dont le taux de change n'était pas déterminé pour lui-même, mais était en fait l'expression de la valeur extérieure des monnaies présentes dans le panier (Schmitt, 1990, 170).

aux décisions affectant la BCE et sa politique monétaire, mais participent au Conseil général, qui a une mission de collaboration et de coordination entre les économies IN et celles qui font l'objet d'une dérogation ou qui n'ont pas satisfait aux critères de convergence. Ce conseil est une sorte de survivance de l'IME, vu qu'il continue les travaux préparatoires à l'entrée dans la zone. Dans ce contexte, une de ses tâches primordiales est de s'assurer du fonctionnement du MCE 2¹ (mécanisme de change 2), qui a remplacé le SME pour les pays le désirant (Danemark seulement à l'heure actuelle²). En revanche, l'Eurosystème constitue un sous-ensemble du SEBC et est composé par la BCE et par les douze instituts d'émission IN³. Deux organes de décision gèrent cette composante. Le Conseil des gouverneurs réunit les plus hautes instances de la BCE et les gouverneurs des entités monétaires nationales, chaque membre disposant d'une voix⁴. Il constitue le centre de décision le plus important du SEBC, vu qu'il définit la politique monétaire et contribue à l'accomplissement des missions confiées au SEBC. La participation au plus haut niveau décisionnel des organes nationaux se comprend, étant donné qu'ils devront mettre en œuvre la politique monétaire sur leur territoire. Le second organe de décision, le Directoire, a un rôle exécutif: appliquer les résolutions prises par le Conseil des gouverneurs au niveau de la politique commune de l'Eurosystème et transmettre les instructions nécessaires aux banques nationales de la zone (BCN). Il est formé exclusivement de membres issus de la BCE, nommés d'un accord commun par les gouvernements des Etats participants à l'euro (Papadia, Santini, 1999, 79-83, 85-90; European Monetary Institute, 1997, 18). Le scindement en deux blocs du SEBC, constitués par les nations IN et celles qui s'en tiennent encore à l'écart, n'était pas prévu initialement dans le Traité de Maastricht. Cette séparation a été décidée par le Conseil des gouverneurs, dans le but de clarifier la situation et de mettre sur pied une solution adaptative face aux options particulières que prirent les Etats concernés depuis 1992 (Dévoluy, 2000, 19).

L'architecture choisie pour gérer la zone euro est clairement de type fédéraliste, à l'instar des modèles américain ou allemand. Du reste, les banques centrales réputées indépendantes sont une caractéristique fréquente de structures politiques nationales fédérales⁵. Pour que la Bundesbank et le gouvernement allemand acceptent de transférer les attributions monétaires à une entité de format européen, il fallait qu'ils soient assurés que l'organe de substitution équivaille au modèle national. Du côté des autres participants à l'euro – France en tête –, le système et ses contraintes sur la sphère de décision nationale étaient acceptables du moment qu'ils assuraient une égalité de traitement entre toutes les monnaies concernées. En quelque sorte, la création de la BCE correspondait à une collectivisation de la Bundesbank, gérée en fonction de l'intérêt de la zone dans son ensemble et non plus d'abord eu égard à l'Allemagne (Kauffmann, 1999, 102; Dévoluy, 2000, 20; Charpin, Nguyen, 1993, 2; The Economist, October 17th 1998, 89; Llewellyn, Presley, 1995, 279). Au contraire des relations de type individuel, voire unilatéral (Suède, Autriche, Finlande) qui prévalaient dans le SME, le SEBC s'appuie sur des appartenances ou des absences claires.

¹ Le MCE 2 – appelé aussi SME bis ou encore MTC 2 (mécanisme de taux de change 2) – définit les taux de change des monnaies nationales membres de l'UE autour de l'euro, mais seulement dans le cas d'une non-participation à l'Eurosystème (Papadia, Santini, 1999, 72). A l'avenir, la signification de ce mécanisme pourrait s'accroître, étant donné qu'il servira vraisemblablement d'antichambre aux monnaies des membres potentiels ou récents de l'UE, avant leur entrée dans l'Eurosystème.

² A partir du 1^{er} janvier 2001, la Grèce a quitté le MCE 2 pour devenir la douzième nation intégrée à l'Eurozone. La Grande-Bretagne, au travers de la négociation de sa clause d'opting out, et la Suède, délibérément, ont choisi, de se tenir à distance du mécanisme de change (Papadia, Santini, 1999, 72; Danmarks Nationalbank, 2000, 1; Sveriges Riksbank, 2000, 10).

³ Lors de sa mise en application, l'Eurosystème comptait onze participants. La Grèce ne l'a rejoint qu'au 1^{er} janvier 2001.

⁴ A l'exception des questions ayant trait aux problèmes de nature financière, sans rapport avec la politique monétaire unique, et pour lesquels le nombre de voix correspond au capital souscrit par chaque membre dans la BCE (Papadia, Santini, 1999, 86). Voir aussi le point suivant sur la BCE.

⁵ En plus des deux exemples cités dans le texte, la Suisse et la BNS offrent une parfaite illustration de ce cas.

Par conséquent, dans le cadre de l'examen de l'autonomie octroyée au sein du SEBC, deux angles d'analyse s'imposent s'il est tenu compte de la structure décentralisée de l'Euroland. D'une part, la composante individuelle des pays membres de l'UE et, d'autre part, celle qui a trait à la BCE.

2.1 *L'indépendance nationale*

Comme présenté dans le paragraphe précédent, un des objectifs de la phase II de l'UEM était de détacher les missions monétaires des prérogatives des Etats participants à la construction de la zone euro. En effet, sans cette séparation du pouvoir politique, il était difficilement concevable que la BCE soit en mesure de dicter l'évolution de l'Eurosystème; ses décisions et ses actions n'auraient pas eu plus de portée que celles de son prédécesseur, l'IME. Même si l'objet d'étude de ce point concerne les pays IN, il est nécessaire aussi de s'intéresser à la situation des pays OUT. Les statuts de leurs banques centrales respectives prennent toute leur importance lorsqu'il s'agit de sonder la profondeur de l'indépendance au sein du SEBC – qui englobe le quinze membres de l'UE – et les répercussions de la marge de manœuvre de la BCE sur leur propre politique monétaire¹.

2.1.1 *La situation des pays non membres de l'Eurosystème*

Bien que n'ayant pas entamé la phase III, voire la phase II de l'UEM, la Grande-Bretagne, la Suède et le Danemark sont membres du SEBC (cf. figure 7). Différents cas de figure caractérisent leur tenue à l'écart de l'Eurosystème et leur appréhension du processus d'indépendance.

a) *Le Danemark*

Interrogé lors d'un référendum le 28 septembre 2000, le peuple danois s'est à nouveau refusé à adopter la monnaie unique. Dès lors, le Danemark continue à participer au MCE 2, comme cela est le cas depuis le 1^{er} janvier 1999. La couronne danoise a donc un taux de change fixe défini par rapport à l'euro et est autorisée à fluctuer de plus ou moins quinze pour-cent par rapport à son cours pivot. Or, afin de présenter un haut degré de convergence face à l'UEM, le pays a choisi de respecter la marge de plus ou moins 2,25 pour-cent, soit la variation qui servait d'indicateur au cours de la phase II. En cas de pression spéculative qui risquerait de faire dévier la monnaie par rapport à son niveau d'équilibre, c'est avant tout la Banque nationale du Danemark qui est censée veiller au maintien de la parité, la BCE n'intervenant pas automatiquement. Le MCE 2 prolonge de fait la situation qui était celle du pays lors du SME, si ce n'est que le nouveau mécanisme implique plus de responsabilité individuelle pour ses membres (Danmarks Nationalbank, January 2001; Danish Government, Danmarks Nationalbank, 2000).

Dans ce contexte, la situation de la Danmarks Nationalbank n'a pas évolué fondamentalement. Son objectif est identique à celui qu'elle a suivi au cours des dernières années: maintenir le lien qui unit son unité de compte à la monnaie européenne, tout en assurant une politique économique stable. L'obtention de ces objectifs continue d'être le fait à la fois du gouvernement central et du parlement, ainsi que de la banque centrale, qui se préoccupe essentiellement de la mise en œuvre de la politique de change. Aucun changement majeur n'a donc touché la nature des relations entretenues par les autorités

¹ Le chapitre 7, paragraphe 2 se penchera plus particulièrement sur cette problématique.

politiques et d'émission. En revanche, le lancement de l'euro – auquel est rattachée la couronne –, a inféodé davantage l'autorité monétaire danoise que cela n'était le cas durant le SME. En effet, n'étant membre que du seul Conseil général, dont le rôle est limité aux travaux préparatoires, la Banque centrale du Danemark n'est pas en mesure d'influencer la voie choisie pour la zone euro, qu'elle doit se contenter de suivre (Thomsen et al., 1999, 8-9). Si cela était déjà le cas auparavant dans le SME, les circonstances en étaient moins unilatérales. A l'époque, la Bundesbank menait la danse et les autres nations marchaient dans ses pas. Lorsqu'il s'agissait d'intervenir sur le cours pivot de l'une ou l'autre devise, les opérations étaient bilatérales, ce qui n'est plus forcément le cas dans le MCE 2, vu que la BCE n'est pas contrainte d'intervenir. En fait, si la notion d'indépendance n'a pas évolué à l'intérieur du pays, la marge de manœuvre face à l'extérieur de la politique monétaire danoise s'est clairement dégradée. Tant que le cours de l'euro suit un développement convenable pour le Danemark, les bénéfices l'emporteront sur les coûts que cette dépendance externe engendre et la couronne demeurera dans la ligne de l'Eurosystème.

Du point de vue de l'autonomie, le cas danois est sans doute le plus paradoxal des trois pays non participants. Il s'agit du seul Etat membre du MCE 2 et il n'a pas adapté le cadre de sa politique monétaire à celle du reste du SEBC, mise à niveau que ses coreligionnaires OUT ont déjà partiellement achevée. Néanmoins, pas plus que pour la participation au SME, l'adhésion au mécanisme actuel ne stipule que les banques nationales intégrées répondent à une quelconque condition, d'où la situation du Danemark.

b) Le Royaume-Uni

Mal remises des turbulences qui déstabilisèrent la livre lors de la crise du SME de 1992, la classe politique et la population britanniques ne manifestèrent pas un grand enthousiasme en faveur de la deuxième étape de l'UEM. Une clause d'opting out fut négociée, dispensant le pays de participer au SME, ce qui, même s'il remplit les autres critères de convergence, ne le rendit pas éligible pour la phase III (Kauffmann, 1999, 81-82). Malgré cela, le gouvernement décida de modifier les statuts de sa banque centrale et, en 1998, introduisit une nouvelle législation la concernant ("1998 Bank of England Act"). L'indépendance de l'institut s'en est trouvée renforcée, étant donné qu'il se retrouve avec une cible précise d'inflation à atteindre – 2,5% actuellement – et que les conditions de nomination de son Directoire sont conformes à une autonomie renforcée. Cependant, le gouvernement se réserve le droit, en cas de circonstances exceptionnelles, de transmettre à la Banque des instructions sur le niveau de fixation des taux d'intérêt. Cette modification des statuts n'a pas rendu la législation britannique compatible avec celle de l'Eurosystème, mais l'en a rapproché. La sortie de la livre du SME, en 1992, y est même pour quelque chose, étant donné que la fin de l'objectif de change appela une redéfinition de la politique monétaire anglaise, qui se focalisa dès lors sur la lutte contre le renchérissement. La fixation d'un but précis à atteindre entraîna une reconsidération du cadre d'intervention de la banque nationale, selon le besoin de crédibilité qu'appelle ce type de pratiques monétaires¹ (Bank of England, 1998, 2, 1999, 4).

Bien que pour d'autres motifs que les pays IN, les autorités britanniques ont suivi le mouvement d'autonomisation qui toucha l'ensemble du Vieux Continent, conscientes de l'importance de cette nouvelle composante institutionnelle pour la stabilité économique de leur nation. Dans le cas d'espèce, l'institut d'émission ne subit pas directement les conséquences des décisions de la BCE, si ce n'est indirectement, par le biais du niveau des taux d'intérêt et de l'euro dans les économies partenaires.

¹ Cf. 1^{ère} partie, chapitre 3.

c) La Suède

Outre le fait que la Suède n'a pas répondu de manière entièrement satisfaisante aux critères de convergence¹, le gouvernement décida de suspendre toute velléité d'adhésion à la monnaie unique, jugeant que l'opinion publique suédoise n'était pas encore préparée à pareille évolution. La situation de ce pays est tout de même particulière: étant donné qu'il n'a pas conclu de clause d'opting out dans le cadre du Traité de Maastricht, il n'est pas vraiment autorisé à rester en dehors de l'Eurosystème. Néanmoins, sa non adéquation aux critères et, surtout, sa non-participation au SME l'excluent de facto de la zone euro (Kauffmann, 1999, 81-82; De Grauwe, 1999B, 178).

Cette distance face à l'Eurosystème n'a cependant pas empêché les autorités de modifier la législation relative à la banque centrale. En effet, en mars 1998, le gouvernement et le parlement approuvèrent une série d'amendements la concernant et les entérinèrent définitivement en novembre. A partir de 1999, la Riksbank prenait des décisions de politique monétaire en toute indépendance, sous l'égide de directeurs dont la durée des mandats était conforme aux principes d'autonomie. Seule la nature du régime de change reste le choix de la sphère politique, l'institut d'émission se chargeant de sa mise en œuvre. L'évolution des statuts suédois se rapproche du modèle britannique. En effet, il fut également décidé d'assigner un objectif chiffré d'inflation à la banque centrale, soit deux pour-cent de renchérissement toléré. Pour les mêmes motifs qu'évoqués auparavant, il était plus efficace de consacrer la mission monétaire à ce but prioritaire et de la laisser travailler dans un climat favorable, d'où l'adaptation de la législation la concernant (Sveriges Riksbank, January 2001).

Pourtant, que ce soit dans les cas anglais ou suédois, leur non-participation à l'édification de l'euro ne les dispense pas de certaines obligations face à l'UEM. Selon le Traité de Maastricht (article 109 M)², les Etats dont la participation à l'Eurosystème fait l'objet d'une dérogation doivent considérer leur politique de change comme une question d'intérêt commun, ce qui les lie considérablement à l'évolution de la zone euro.

Il ressort de cette brève analyse de l'indépendance des banques centrales des pays non membres de l'Eurosystème que, même à l'extérieur du processus d'unification monétaire, les trois instituts en question n'ont pu échapper au mouvement d'émancipation qui a marqué l'Union européenne au cours de la dernière décennie. Outre le fait que ce type de relations garantit de meilleures performances, il permet aussi de maintenir un rapport approprié avec la politique de la zone. La BCE n'a pas l'intention de laisser les pays OUT ou pré-IN perturber ses activités, ce qui s'est transcrit chez ces derniers par un renforcement de l'indépendance. Même dans le cas du Danemark, le maintien des marges de plus ou moins 2,25 pour-cent face à l'euro nécessite pour ses organes monétaires – entièrement responsables de ce résultat –, un certain parallélisme avec la politique monétaire de l'Euroland. En fait, dans ce cas précis, il apparaît que, même sans modification légale, la Danmarks Nationalbank se retrouve dans la situation des pays IN, qui doivent suivre les directives de la BCE. La différence de taille pour le Danemark est la tenue à l'écart des organes décisionnels du SEBC, ce qui est un prix élevé à sa non-participation à

¹ La Suède présentait une dette publique ramenée au PIB de 76,6% en 1997, soit un rapport supérieur aux 60% tolérés pour répondre aux critères de convergence. Si l'on se réfère à la performance italienne en la matière (121,6% !) (Kauffmann, 1999, 82) - ce qui ne l'a pas empêchée de prendre part à l'euro -, il faut considérer que ce fut la non-participation de la Suède au SME qui constitua la raison principale de sa tenue à l'écart de l'Eurosystème.

² Correspond à l'article 124 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 96).

l'Eurosystème et au maintien d'une dépendance sur la banque centrale qui n'a plus vraiment de sens.

2.1.2 Les pays IN

Comme mentionné plus haut, la phase II de l'UEM, outre le respect des critères de convergence, exigeait que les BCN¹ des pays candidats obtiennent un degré avancé d'indépendance pour entrer dans le SEBC. Le Traité de Maastricht le stipulait même explicitement à l'article 108²: "Chaque Etat membre veille à la compatibilité de sa législation nationale, y compris les statuts de sa banque centrale nationale, avec le présent traité et les statuts du SEBC, et ce au plus tard à la date de la mise en place du SEBC.". Cette condition répondait à une logique évidente: si la politique monétaire mise en œuvre par la BCE et ses instances était indépendante de toute interférence politique, son mode de transmission fédéral devait pouvoir s'appuyer sur des relais nationaux aussi autonomes (Hamon, Keller, 1997, 419). De plus, la formulation des buts adoptés au sein du Conseil des gouverneurs était le fait du Directoire de la BCE et des représentants des instituts monétaires affiliés à l'euro, ce qui nécessitait qu'ils soient décidés en fonction du développement de la zone et non selon des prérogatives nationales et/ou politiques. Evidemment, aucun représentant ne peut omettre la situation de son économie d'origine, mais l'adaptation conséquente de la politique monétaire de l'Eurosystème doit être considérée sous un angle global.

Tableau 8 Début de la mise en œuvre pour l'obtention de l'indépendance statutaire

Banque centrale	Année
Banca d'Italia	1992
Banque Nationale de Belgique	1993
De Nederlandsche Bank	1993
Banque de France	1993
Deutsche Bundesbank	1994
Banco de España	1994
Banco de Portugal	1995
Oesterreichische Nationalbank	1998
Bank of Ireland	1998
Finlands Bank	1998
Banque centrale du Luxembourg	1998
Banque de Grèce	1998

Sources Banque de France, www.banque-france.fr, 1998; Banco de Portugal, www.bportugal.pt, 1998; Banco de España, www.bde.es, 1998; Banque des règlements internationaux, 1997, 166; Commission européenne, Compendium de la législation communautaire - organisation du SEBC, europa.eu.int/euro; Banque centrale du Luxembourg, 1999, 187; Bank of Greece, www.bankofgreece.gr.

Pour les onze pays qui constituèrent la première vague des participants à l'Euroland, l'application de l'indépendance n'était pas une simple formalité: cela remettait en cause des

¹ Lorsque l'abréviation BCN est utilisée, il est fait référence aux banques centrales des pays IN.

² Correspond à l'article 109 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 84).

interactions anciennes entre autorités politiques et monétaires. Le cas le plus étonnant fut sans doute celui du Luxembourg. En effet, avant le 1^{er} juin 1998, l'Institut monétaire luxembourgeois était en fait rattaché à la Banque Nationale de Belgique, dont il dut se séparer. Ainsi fut créée une entité distincte, la Banque centrale du Luxembourg (Banque centrale du Luxembourg, 1999, 9), cela dans le but de se conformer à l'établissement du SEBC. Pour fonctionner et au nom du respect de l'identité de tous les participants, il convenait que chaque pays membre soit représenté par son institut d'émission, qui devait, en retour, appliquer la politique générale de la zone dans sa sphère nationale. Les modifications de statuts furent appliquées à un rythme échelonné, tout au long de la phase II (cf. tableau 8).

A la lecture de la chronologie précédente, il est remarquable d'observer que si l'exemple allemand était incontournable pour la mise sur pied de l'Eurosystème, il n'était cependant pas jugé satisfaisant. Les concepteurs de la monnaie unique lui firent accroître sa latitude d'action à l'égard du gouvernement, notamment en abolissant les avances en compte courant que la Bundesbank pouvait devoir lui accorder (Banque des règlements internationaux, 1997, 166).

Quatre groupes d'aspects primordiaux devaient être respectés pour que les organes monétaires soient qualifiés d'indépendants au sens du SEBC et que les législations nationales soient compatibles sur ce plan¹.

a) L'indépendance institutionnelle

Selon l'article 107² du Traité de Maastricht, il est formellement exclu pour la BCE ainsi qu'aux BCN d'accepter ou de solliciter des instructions de quelque organe public – national ou communautaire – que ce soit, influence que s'engagent en retour les institutions publiques à ne pas exercer sur les organes monétaires. Cet article appelle une série d'interdictions faites au pouvoir politique par rapport à sa banque centrale:

- donner des instructions;
- approuver, suspendre, annuler ou différer des décisions;
- censurer les décisions pour des motifs juridiques;
- participer aux organes de décision de la banque centrale et exercer un droit de vote;
- être consulté ex ante sur les décisions monétaires.

b) L'indépendance personnelle

La stabilité du mandat des gouverneurs des BCN doit être assurée, ce qui se retranscrit au niveau des obligations suivantes:

- mandat d'une durée minimale de cinq ans pour les gouverneurs;
- révocation des gouverneurs, dans le cas où ils ne remplissent plus les conditions nécessaires à leur charge ou en cas de faute grave;
- stabilité de la fonction des membres des organes de décision des BCN – autres que les gouverneurs – qui participent à l'accomplissement des missions relatives au SEBC;

¹ Se référer à la 1^{ère} partie qui analyse la nature et la raison d'être de ces caractéristiques de l'indépendance, ainsi qu'aux annexes, qui en donnent une illustration pratique.

² Correspond à l'article 108 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 84).

- protection contre les conflits d'intérêts qui pourraient concerner les gouverneurs dans le cadre de leur fonction.

c) L'indépendance financière

Les BCN doivent être en mesure de se doter, de façon autonome, des moyens économiques leur permettant d'accomplir leur mandat.

d) L'indépendance fonctionnelle

L'objectif prioritaire de lutte contre l'inflation est inscrit dans les statuts des BCN.

Evidemment, pour que les prescriptions relatives à l'indépendance des BCN soient opérationnelles, il faut que la législation monétaire nationale reconnaisse pleinement leur intégration au SEBC. Cela est retranscrit particulièrement au niveau de la conformité des objectifs statutaires, des missions confiées et des instruments de politique monétaire (Institut monétaire européen, 1998, 323-329; Dévoluy, 1999, 39; De Montbrial, Jacquet, 1995, 300).

Cette adaptation du cadre légal des BCN leur fit prendre une forme homogène. Néanmoins, des particularités nationales peuvent encore avoir cours, du moment que cela ne perturbe ni n'est contraire au fonctionnement de la zone. Par exemple, en ce qui concerne les durées des mandats des membres des directoires (cf. tableau 9), une grande diversité de situations prévaut. Cette apparente désorganisation reflète en réalité la volonté des concepteurs du SEBC de respecter les particularités nationales en matière de durée de mandat des autorités politiques. L'idée sous-jacente à ce critère d'indépendance est que le maintien en poste des directoires monétaires doit dépasser celui du législatif ou de l'exécutif politiques, afin qu'un changement de gouvernement n'entraîne pas un remaniement "partisan" au sein de la banque centrale¹.

Tableau 9 Durée minimale et renouvellement possible des mandats au sein des directoires des BCN

Banque centrale	Terme minimal	Mandat renouvelable
Banque de Grèce	6 ans	Non
Banca d'Italia	5 ans	Non
Banque Nationale de Belgique	6 ans	Oui
De Nederlandsche Bank	7 ans	Oui
Banque de France	6 ans	Oui
Deutsche Bundesbank	8 ans	Oui
Banco de Espana	6 ans	Non
Banco de Portugal	5 ans	Oui
Oesterreichische Nationalbank	5 ans	Oui
Bank of Ireland	5 ans	Oui
Finlands Bank	5 ans	Oui
Banque centrale du Luxembourg	6 ans	Oui

Sources Législations nationales relatives aux différentes banques centrales, années 1998-2001; Institut monétaire européen, Rapport sur la convergence, mars 1998, 346, 361

¹ Cf. 1^{ère} partie, chapitre 2.

La plupart des Etats qualifiés pour la troisième phase de l'UEM ne procédèrent à l'adaptation finale de leur législation relative à la banque centrale qu'au cours, voire à la fin de 1998. Aussi surprenant que cela puisse paraître à première vue, ce processus d'autonomisation poussé des BCN ne donna pas lieu, à l'intérieur des nations concernées, à de grandes discussions. Mis à part dans les cas où le référendum était légalement prévu - cas du Danemark - ou lorsque le gouvernement en place, pour des raisons évidentes d'intérêt politique, préféra purement et simplement renoncer à participer à l'approfondissement de l'UEM - Grande-Bretagne et Suède -, il n'y eut pas de remise en question de cette modification profonde des relations entre banque centrale et pouvoir politique. Deux raisons expliquent que cette transformation des prérogatives monétaires nationales s'est passée de la sorte. D'une part, la mise sur pied de l'UEM, l'acceptation du Traité de Maastricht¹ et des conventions suivantes ont échappé à la consultation démocratique des citoyens des pays membres. Ce furent les gouvernements en place qui en négocièrent, puis acceptèrent les modalités. D'autre part, l'expérience du SME avait en quelque sorte préparé les populations à voir leurs organes d'émission agir en fonction du cadre européen - voire carrément de la Bundesbank. Cette situation avait duré de nombreuses années et ne semblait plus exceptionnelle, d'autant plus que, lors des périodes d'activités fructueuses, des retombées économiques non négligeables avaient été retirées par les participants.

Néanmoins, la très forte indépendance monétaire qui règne au sein de l'Eurosystème n'a pas vidé complètement les membres individuels de prérogatives. Les BCN ne servent pas uniquement de relais aux décisions de la BCE, vu que leurs gouverneurs exercent auprès de cette dernière un pouvoir sensible de décision (Kenneth, Featherstone, 1999, 748, 786). Sans cette interaction très forte entre les niveaux national et européen, il y a fort à parier que l'établissement de l'autonomie des BCN n'aurait pas été aussi aisé. De son côté, la BCE jouit d'une marge de manœuvre considérable.

2.2 L'indépendance de la BCE

Sise à Francfort et opérationnelle depuis le 1^{er} janvier 1999, la BCE possède, dans chacun des quinze Etats membres², la capacité juridique la plus élevée reconnue aux personnes morales par la loi nationale, ce qui lui confère une personnalité juridique selon le droit international public. Comme c'est le cas pour les BCN, elle dispose d'un capital initial, qui se monte à cinq milliards d'euros. Ces ressources sont à la fois mises à disposition et détenues par les banques centrales membres du SEBC, pour moitié en fonction du pourcentage d'habitants de chacun des pays par rapport à l'UE et, pour l'autre moitié, selon la part de chaque membre dans le PNB de la zone. Cette clé de répartition a aussi été utilisée pour déterminer les contributions de chaque organe monétaire national au montant des réserves de change détenues par la BCE, qui totalisent cinquante milliards d'euros (European Union, 1997, articles 28-30; Dévoluy, 1999, 23, 34-35). Il est intéressant de noter que tous les instituts d'émission ont dû participer au financement de la banque européenne, même les trois nations non intégrées à l'Eurosystème. Dans cette dernière situation, il n'a été demandé que cinq pour-cent du montant total qui aurait dû être versé en cas d'adhésion monétaire et cela dans le but de couvrir les coûts des opérations menées par la BCE en faveur des non-membres (European Central Bank, 2001C, 1).

¹ A l'exception des trois cas déjà cités, de l'Irlande et de la France. Dans ce dernier pays, les citoyens n'acceptèrent que du bout des lèvres le référendum sur le Traité de Maastricht.

² Cela s'explique par le fait que même les pays qui n'adhèrent pas à l'Eurosystème - Grande-Bretagne, Suède, Danemark -, font partie du SEBC et sont membres du Conseil général.

Comme cela a été présenté dans le point précédent, l'article 107¹ du Traité de Maastricht assied l'indépendance institutionnelle de la BCE, en la préservant clairement de l'influence des autorités politiques et/ou publiques, quelle que soit leur position hiérarchique et leur origine (nationale, européenne). Néanmoins, cette déclaration d'autonomie ne constitue pas une assurance suffisante pour affirmer que l'institut d'émission européen sera hors d'atteinte de manipulations et qu'il décidera en toute souveraineté de sa politique ainsi que de sa mise en œuvre. Il a fallu aménager précisément ses statuts pour que les intentions se trouvent retranscrites au mieux dans la pratique. Pour assurer une certaine continuité avec l'analyse présentée dans la 1^{ère} partie, chapitre 2, trois grands groupes de critères sont pris en compte (cf. tableau 10, en fin de chapitre, pour une récapitulation des différentes caractéristiques retenues). Il s'agit de déterminer si les garanties qui permettent de dépolitiser l'activité monétaire et de la consacrer essentiellement à la lutte contre l'inflation sont présentes pour la BCE.

2.2.1 L'indépendance organique

Les caractéristiques organiques ont trait aux rapports institutionnels qui prévalent entre la banque centrale et les pouvoirs gouvernementaux, notamment aux conditions de nomination des dirigeants et d'exercice de leurs fonctions. Si les autorités sont élues démocratiquement, il n'en va pas de même avec les membres de la direction de l'institut d'émission, dont la prise de fonctions dépend de décisions politiques. Plusieurs points méritent un examen attentif, pour se rendre compte de la profondeur de ce critère.

a) Conditions de nomination du Directoire

Les six membres du Directoire de la BCE sont élus pour une période de huit ans, non renouvelable. Ils sont choisis pour leurs compétences par les gouvernements des Etats membres de l'Eurosystème (au niveau des chefs d'Etat), sur recommandation du Conseil des gouverneurs, après qu'il a consulté le Conseil de l'Union et le Parlement européen sur la teneur de sa proposition (European Union, 1997, article 11; Papadia, Santini, 1999, 80). Si l'on se réfère à l'annexe no 1, qui présente quelques cas pratiques concernant l'indépendance organique, il apparaît que la solution adoptée pour la durée de mandat a été inspirée par le cas de la Bundesbank², si ce n'est que, dans le cas européen, une seule période de huit années peut être effectuée.

Il convient de constater que le choix préalable est effectué par les gouverneurs des BCN – eux-mêmes désignés par les autorités politiques nationales. Evidemment, le Parlement et le Conseil européens donnent leur avis sur ces désignations, ce qui ne va pas toujours sans problème³. Comme il n'y a pas de gouvernement politique européen qui possède un pouvoir décisionnel comparable à celui de la BCE en matière monétaire, il a fallu mettre en place une solution mixte, qui tienne compte à la fois des préférences nationales et de celles du "gouvernement" de l'UE.

b) Conditions de nomination du Conseil des gouverneurs

Le Conseil des gouverneurs est composé des membres du Directoire et des gouverneurs des BCN. La durée minimale de mandat est de cinq ans, renouvelable ou non pour les

¹ Correspond à l'article 108 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 84).

² A l'instar de ce qui prévaut dans l'annexe, il est ici fait référence à la Bundesbank d'avant le 1^{er} janvier 1999. Néanmoins, des durées de mandat renouvelable de huit années ont toujours cours en Allemagne.

³ Le chapitre suivant analyse la pertinence de l'indépendance dans le cadre du SEBC.

délégués nationaux (cf. tableau 9) et limitée à une période unique de huit ans pour les autres participants. Il est tout à fait intéressant de noter que le membre dont l'influence peut s'exercer à plus long terme est le représentant de la Bundesbank, qui est en mesure d'occuper son siège seize années d'affilée ! Cet état de fait marque la volonté allemande de suivre à long terme le développement monétaire de l'Euroland, même si l'égalité des voix des représentants empêche une annexion des décisions par un membre.

Mis à part les membres du Directoire dont les conditions de nomination viennent d'être présentées, les autres participants sont élus par leur gouvernement national, en fonction de procédures fixées au cas par cas, respectueuses des principes généraux du SEBC.

c) Propriété de la BCE

Ce dernier critère de jugement de l'indépendance organique peut surprendre. Pourtant, il est révélateur de la marge de manœuvre dont peut disposer l'institution. Dans le cas de la BCE et comme présenté ci-dessus, son capital est détenu majoritairement par les BCN et, dans une mesure bien moindre, par les organes monétaires des pays OUT ou pré-IN. Néanmoins, il ne faut pas se leurrer : les banques centrales nationales de l'UE sont dans la majorité des cas propriété exclusive de l'État dont ils émettent encore la monnaie, ce qui signifie qu'en fin de compte ce sont les gouvernements nationaux qui détiennent la BCE. Etant donné qu'il y a, pour l'heure, peu de risques que les autorités politiques liquident leurs instituts d'émission et que, en deuxième lieu, les missions de ces derniers face à la BCE et l'Eurosystème sont clairement ancrées dans la loi, cette subtilité de la propriété du capital de la BCE n'a pas de quoi inquiéter.

Il ressort de cette analyse de l'indépendance organique que, même si la loi a fait en sorte de préserver autant que possible d'une trop forte interférence du pouvoir politique sur la composition des deux conseils de la BCE, un total détachement n'est pas possible non plus. Du reste et étant donné la signification de la monnaie dans les États en question, une cession complète de cette prérogative ne serait pas envisageable. Néanmoins, les statuts arrêtés procurent des garde-fous solides, quoique non infranchissables¹.

2.2.2 Indépendance opérationnelle

Ce deuxième groupe de critères comprend à la fois la nature des buts assignés à la BCE et les moyens dont elle dispose pour les atteindre, ainsi que l'évaluation des performances obtenues. En outre, il s'intéresse aussi au fait de savoir si l'indépendance est clairement établie dans la loi.

a) Nature, source et responsabilité du but assigné

Dans le cas de la BCE, le législateur a précisé, tel qu'il est stipulé à l'article 105² du Traité de Maastricht, que l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice à cette mission, le système apporte son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté. La BCE n'est pas directement tenue pour responsable du résultat atteint, mais a en revanche l'obligation de présenter un rapport annuel sur les

¹ Le chapitre suivant en présentera certaines limites, ainsi que quelques effets pervers.

² Correspond également à l'article 105 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 82).

activités du SEBC et au sujet de la politique monétaire des années passée et en cours (article 109 B¹) (Union européenne, 1997, 82, 87).

b) Instruments à disposition

En ce qui concerne les moyens mis en œuvre pour atteindre l'objectif de stabilité des prix, il a été décidé que la BCE peut s'appuyer sur des opérations d'open market et de crédit, dont l'organisation lui revient. En outre, les réserves minimales constituent également un instrument à disposition. Au cas où le Conseil des gouverneurs déciderait, à la majorité des deux tiers, que d'autres pratiques monétaires devraient être introduites, il serait en mesure de le faire (European Union, 1997, articles 18, 19, 20).

Si la liberté d'utilisation des méthodes de transmission de la politique monétaire semble à première vue limitée, le processus d'adaptation dont elles peuvent faire l'objet de la part des autorités monétaires leur laisse une marge de liberté appréciable. De plus et contrairement aux pratiques qui ont cours pour les organes d'émission réputés indépendants (cf. annexe no 2), aucun instrument à disposition dans le cadre du SEBC ne peut être soumis à une contrainte de la part des autorités politiques.

c) L'indépendance

Comme cela a déjà été relevé dans le paragraphe traitant des BCN, l'indépendance est clairement spécifiée, autant dans le Traité de Maastricht (article 107²) que dans le protocole sur les statuts du SEBC et de la BCE (article 7). De la part du législateur, il s'agit d'une détermination très forte en faveur de cette caractéristique institutionnelle, dont il est rare de trouver une mention spécifique dans les lois nationales concernant pourtant des banques centrales réputées indépendantes (cf. annexe no 2).

d) Le choix du régime de change

En matière de régime et d'accords spécifiques de change, le Conseil de l'Union est qualifié pour en décider. Cette primauté des autorités politiques sur les instances monétaires est habituelle dans les législations afférentes aux banques centrales. Néanmoins, dans le cas du SEBC, la BCE est consultée lorsqu'il s'agit de déterminer les relations extérieures de l'euro (article 109³; Kauffmann, 1999, 107).

Dans le cadre des rapports extra-communautaires de l'euro, le fonctionnement choisi est d'un type classique: les banques centrales ne décident pas de leur rapport au SMI, mais s'adaptent à la volonté des gouvernements, comme cela a été analysé dans la partie précédente. Pourtant, dans l'Eurosystème, c'est la BCE qui décide des interventions sur les marchés des changes et non pas, comme cela est habituellement le cas, les autorités politiques (Dominguez, Frankel, 1993, 51-52; European Central Bank, 2000). Cela se comprend pour deux raisons. D'une part, ces opérations s'inscrivent dans le cadre général de la politique monétaire du SEBC, dont la mission principale est d'assurer la stabilité des prix. Si cette dernière peut être mise en péril par la valeur de l'euro sur le marché des changes, une action de la part de la BCE peut être justifiée. D'autre part, il est actuellement

¹ Correspond à l'article 113 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 86).

² Correspond à l'article 108 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 84).

³ Correspond à l'article 111 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 85).

impossible de déterminer quelle autorité politique serait qualifiée pour décider de telles actions, d'où l'entière responsabilité de la BCE.

A la lumière de ce deuxième ensemble de critères jugeant l'indépendance opérationnelle, il est évident que la BCE jouit d'une autonomie d'action très forte, plus développée que dans n'importe quel autre cas de banque centrale. Cependant, et c'est bien normal, la bride n'a pas été totalement laissée sur le cou des organes de décision du SEBC: ses prérogatives s'inscrivent dans le cadre de son domaine spécifique et ne sauraient l'outrepasser.

2.2.3 *Financement public et relation au système financier*

A l'instar de ce qui a été présenté dans le chapitre 2 et pour les raisons qui y ont été développées, la situation de la banque centrale par rapport au budget national et aux établissements financiers est en mesure de peser sensiblement sur le cours de sa politique. Cet aspect n'a pas échappé aux concepteurs de BCE.

a) *Concours budgétaire*

En ce qui concerne une possibilité pour le pouvoir politique de contracter un emprunt auprès de la banque d'émission ou de la forcer à acquérir de ses titres, les textes juridiques sont d'une clarté aussi limpide qu'exhaustive: "Il est interdit à la BCE et aux banques centrales des Etats membres, [...], d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions ou organes de la Communauté, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des Etats membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite." (article 104¹).

Par comparaison aux résultats présentés dans l'annexe no 3, la préservation de la BCE en matière de financement public est remarquable. Dans de telles conditions, elle est en mesure de mener une politique monétaire qui n'a pas à s'immiscer dans les affaires budgétaires, si ce n'est qu'elle est censée, conformément à ses objectifs statutaires, adapter son activité aux politiques économiques générales qui ont cours dans la Communauté.

b) *Lien avec la sphère financière*

Si la préservation des banques centrales de l'influence politique est un argument essentiel de l'indépendance, la nature des rapports qu'elles entretiennent avec le système bancaire et les organismes apparentés est tout aussi importante à la bonne marche de politiques autonomes². Le cas européen présente des particularités qui tranchent avec le reste des critères assurant son intégrité.

Au niveau de la surveillance du système bancaire, les fonctions de la BCE sont arrêtées à l'article 25 du protocole sur ses statuts. Il en ressort que cette tâche ne lui revient pas, si ce n'est au niveau de la formulation de conseils sur le sujet ou d'activités au coup par coup, sur demande du Conseil européen. Les procédures nationales sont toujours valables dans ce domaine.

¹ Correspond à l'article 101 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 79).

² Se référer au chapitre 2, 1^{re} partie.

Le même traitement a été appliqué au rôle de prêteur de dernier ressort, qui n'est pas pris en compte au niveau de l'Eurosystème, mais reste entre les mains des pays, que ce soit par le truchement des instituts d'émission ou d'organismes spécialisés. La BCE est seulement habilitée à collecter des réserves obligatoires auprès des établissements de ce type (cf. 2.2.2, supra), mais dans le but de transmettre sa politique et non de les contrôler. Evidemment, si une crise bancaire survenait dans un Etat, la BCN concernée devrait en référer à la BCE afin d'obtenir la liquidité nécessaire. Néanmoins, les attributs requis par cette supervision n'ont pas été octroyés à l'institution de Francfort, ce que d'aucuns – FMI en tête – qualifient de lacunes graves. En effet, dans une union monétaire en formation, les risques systémiques financiers sont plus sensibles (The Economist, October 31st 1998, 92). En comparaison avec l'échantillon de banques centrales exposé dans l'annexe no 3, la BCE semble bien démunie. Même si ces paramètres sont moins primordiaux que les précédents pour son autonomie, leur examen révèle les limites de l'ordre supranational sur la sphère nationale.

Pour le reste des éléments analysés - niveaux organique et opérationnel -, il faut reconnaître la très large marge de manœuvre octroyée à la BCE, ce qui fait d'elle, sans doute et malgré certaines lacunes, la banque centrale la plus autonome qui soit à l'heure actuelle. Les BCN s'appuient sur un cadre établi en conséquence, ce qui devrait permettre à l'Eurosystème d'être administré dans des conditions optimales. Des garanties solides sont donc données afin que l'introduction complète de l'euro ne souffre pas des avaries qui avaient eu raison du SME et que la politique monétaire de la zone échappe aux influences politiques. Néanmoins, même une législation cohérente comporte des lacunes et recèle des effets pervers, qui pourraient apparaître d'autant plus visiblement à l'épreuve du temps et lorsque la réalisation intégrale de l'Euroland deviendra tangible.

Tableau 10 Récapitulation des caractéristiques de l'indépendance de la BCE

Indépendance organique

1	Nomination du Directoire	gouvernements des Etats membres de l'Eurosystème, après recommandation des gouverneurs et avis européen
	Durée du mandat	8 ans
	Mandat renouvelable	non
2	Nomination des membres du Conseil des Gouverneurs	par le gouvernement national
	Durée du mandat	5 ans minimum
	Mandat renouvelable	oui/non
3	Propriété de la banque centrale	banques centrales nationales (indirectement, Etats nationaux)

Indépendance opérationnelle

1	But assigné	prédominance à la stabilité de prix
	Stabilité monétaire énoncée	oui
	Objectif d'inflation (target)	non énoncé explicitement, appliqué partiellement par la BCE
2	Source de détermination du but assigné	gouvernements membres de l'UE, Traité de Maastricht et accords suivants
3	Responsabilité des résultats de politique monétaire	n'incombe pas à la BCE
4	Liberté complète d'utilisation des instruments	non, limites imposées; possibilité pour la BCE d'en adopter de nouveaux
5	Instruments sous contrainte	non
6	Indépendance face aux autorités spécifiée dans la loi	oui
7	Choix du régime de change	non
	Interventions de change	décision de la BCE

Indépendance financière

1	Emprunt de l'Etat	interdit
2	Acquisition forcée de titres publics	interdite
3	Rôle dans la surveillance du système bancaire	au seul titre de conseil
4	Rôle spécifié de prêteur en dernier ressort	non
5	Devoir pour les banques commerciales de renseigner la BCE	non

Sources

élaboration personnelle, d'après Union européenne, Traité instituant la Communauté européenne, Protocole no 18 sur les statuts de SEBC et de la BCE, 1997

Chapitre 7 Pertinence de l'indépendance du SEBC

La marge d'autonomie dont ont été investies la BCE et les banques centrales IN est sans aucun doute la plus forte expression de l'indépendance qui soit octroyée actuellement à des instituts d'émission. L'approfondissement de l'Euroland et le parachèvement de la monnaie unique appellent en effet des moyens conséquents pour mener à bien cette entreprise. En l'occurrence, en plaçant l'unification monétaire avant le volet politique, l'Union européenne a opté pour une procédure inhabituelle, dans le sens où, d'ordinaire et jusqu'à présent, l'introduction d'une unité de compte accompagnait ou suivait la mise en place d'un Etat, dont elle matérialisait l'identité économique (Capie et al., 1994, 91).

Dans le cadre européen, la formule statutaire retenue pour l'Eurosystème s'impose, semble-t-il, logiquement. Néanmoins, aussi poussée que soit l'indépendance sur le plan légal, elle ne peut être appropriée qu'eu égard à l'environnement dans lequel elle s'exprime. La latitude d'action et les moyens alloués aux organes d'émission présentent des avantages et des inconvénients, autant au niveau de la zone euro - voire de l'UE - que du point de vue des relations extérieures entretenues au sein du SMI. Sans entrer dans la problématique de savoir si l'euro est en soi une bonne chose ou non, l'analyse de l'autonomie dans le SEBC a pour but de déterminer si la très large faculté de manœuvre concédée est un facteur de succès ou, au contraire, pourrait être un handicap pour l'édification de la zone.

Par. 1^{er} Analyse dans le cadre intérieur

L'indépendance accordée aux instituts d'émission l'est en principe essentiellement pour limiter les risques de perturbations politiques qui pourraient interférer dans la gestion monétaire au niveau national et qui empêcheraient d'administrer avec efficacité le bien collectif que représente la monnaie. En outre, comme cela a été présenté précédemment, il apparaît que, depuis les années 1990, il s'agit également d'une formule qui a fait ses preuves pour asseoir la crédibilité des organes monétaires face aux intervenants financiers, dont le potentiel d'ingérence est devenu très important.

La législation qui sous-tend le statut d'autonomie de la BCE et des BCN est stricte et étendue. Elle a été établie dans le but de leur permettre de mener au mieux leur mission dans l'environnement tout à fait particulier dans lequel elles agissent. Cependant, elle n'offre pas en elle-même une garantie inviolable de respect et d'efficacité. Les modalités de son application et de son organisation concrète sont significatives pour asseoir la formule institutionnelle retenue et sonder sa pertinence dans le contexte particulier qu'instaure l'introduction de l'euro.

1.1 Cohérence du concept et de la stratégie mise en œuvre

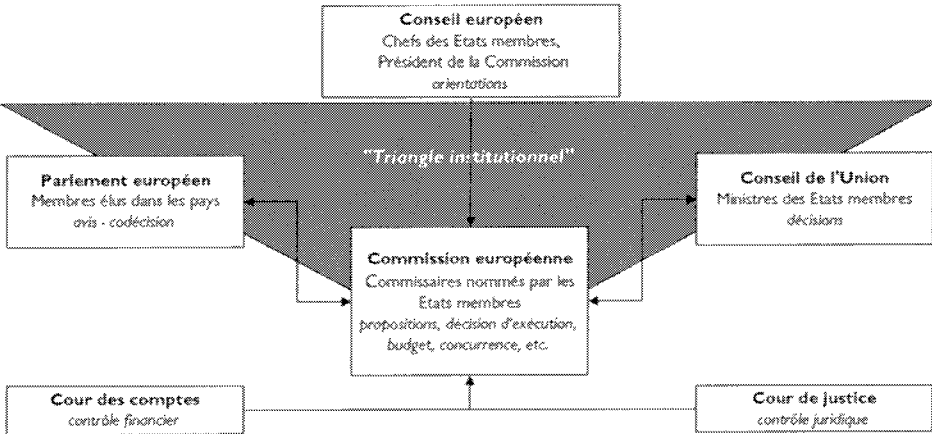
Les provisions légales qui ont été accordées aux organes monétaires membres de l'Eurosystème constituent une sorte d'enveloppe protectrice pour leur permettre d'atteindre au mieux leurs missions. Sans une intégration bien pensée de ces règles à leur cadre d'application, ainsi qu'une mise en pratique réussie de la politique monétaire, l'indépendance de la BCE ne signifierait pas grand-chose.

Soit du côté des autorités politiques, soit au niveau de la BCE et des BCN, des mesures ont été prises pour assurer l'efficacité de la politique monétaire autonome de l'Euroland. Trois grands axes d'analyse montrent que les formules choisies sont cohérentes par rapport à l'UE, ainsi qu'en égard aux objectifs d'un organe d'émission indépendant.

1.1.1 *Adaptation au cadre politique européen*

Selon les termes mêmes de l'Union européenne, le mode de fonctionnement qui caractérise cette dernière est "unique au monde". "Les Etats membres consentent en effet des délégations de souveraineté au profit d'institutions indépendantes qui représentent à la fois les intérêts communautaires, nationaux et des citoyens. La Commission défend traditionnellement les intérêts communautaires, chaque gouvernement national est représenté au sein du Conseil de l'Union et le Parlement européen est directement élu par les citoyens de l'Union. Droit et démocratie sont ainsi les fondements de l'Union européenne. A ce "triangle institutionnel" s'ajoutent deux autres éléments: la Cour de justice et la Cour des comptes." (Union européenne, 9 février 2001, 1). La figure 8 présente l'organigramme de cette architecture, ainsi que les relations qui y ont cours. Cinq organes¹ complètent l'édifice, parmi lesquels la BCE et le SEBC, chargés de définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone.

Figure 8 Organisation des institutions de l'Union européenne



Sources d'après Zarka, L'essentiel des institutions de l'Union européenne, 2000, 20; Jones, The Politics and Economics of the European Union, 1996, 63, 65; Union européenne, Les institutions de l'Union européenne, 9 février 2001

Au sein d'un Etat "classique", la banque centrale – même indépendante – se retrouve face à un gouvernement national homogène, en charge, notamment, de décider des questions budgétaires et des principales options macroéconomiques et de politique économique. C'est

¹ Les trois autres organes sont la Banque européenne d'investissement, le Comité des régions et le Comité économique et social (Doutriaux, Lequesne, 1998, 11, 91, 93, 99).

au niveau de cette entité supérieure que l'organe d'émission est censé agir, en fonction des grandes lignes choisies. Or, dans le cas de l'Union européenne, il n'y a pas d'équivalence de ce type, vu que les pays membres conservent des prérogatives d'ordre intérieur, notamment en matière fiscale et budgétaire, ainsi que des orientations économiques qui leur sont propres. Certes, l'UE n'est pas dépourvue de compétences globales. En vertu de l'article 145¹ du Traité de Maastricht, "le Conseil [de l'Union européenne] assure la coordination des politiques économiques générales des Etats membres et dispose d'un pouvoir de décision.[...]". En outre, le Conseil de l'UE partage avec le Parlement européen le pouvoir de décision en matière budgétaire. Dans le domaine monétaire, il contrôle l'action et le fonctionnement du SEBC. Or, ce Conseil étant constitué par des représentants au niveau ministériel des pays participants, il s'agit d'une autorité composite, qui amalgame, pour l'heure, quinze sensibilités nationales différentes. Cette situation est le fruit du changement de direction générale donnée à l'UE depuis la signature du Traité de Maastricht. A partir de ce moment, l'impulsion transmise à l'ensemble a tablé sur la collaboration intergouvernementale et non plus sur l'approche fédéraliste développée jusque-là depuis l'ère Monnet (Zarka, 2000, 22, 24-25, 29).

Dans ce contexte, on pourrait s'attendre à ce que la Commission européenne, qui est l'organe exécutif, au cœur de l'Union, se soit vue attribuer plus de compétences au niveau monétaire. Or, étant donné la préférence envers l'approche intergouvernementale, le Traité de Maastricht ne lui a octroyé qu'un pouvoir limité dans le cadre de l'UEM.

Par conséquent, des décisions "politiques" en matière monétaire sont encore possibles, mais de façon restreinte, étant donné qu'il faut que tous les organes leur accordent leur aval: seul le Conseil de l'Union peut statuer sur ce sujet, sur recommandation de la BCE, après consultation du Parlement et de la Commission (article 106²) (Zarka, 2000, 34, 45). Cette absence d'autorité politique affirmée face à la BCE et au SEBC se retrouve également au niveau du budget. Il existe bien une "enveloppe" européenne, financée par les pays membres, mais dont le montant total, rapporté aux dépenses publiques des Etats participants, atteint grosso modo deux pour-cent des finances publiques nationales, ce qui représente, en d'autres termes, un peu plus d'un pour-cent du PIB total des participants à l'UE³. Dans ces conditions, il va sans dire que la marge de manœuvre de l'Union au niveau budgétaire est sans commune mesure par rapport au stade d'avancement du volet monétaire et que la faiblesse des fonds communautaires rend impossible la concrétisation de politiques économiques à la dimension de la zone. Le rapport Delors de 1989 - et avant lui déjà la proposition Werner de 1970 - voulait remédier à cette carence, mais le changement de cap que fit prendre à l'UE le Traité de Maastricht mit fin à cette velléité d'intégration plus poussée (Commission européenne, 1996, 1-2; Goodhart, 1995 (92A), 86; Eichengreen, 1996, 153-154).

Dans un tel environnement, la réalisation de la monnaie unique ne peut être confiée qu'à un organisme qui échappe autant que possible à l'influence directe des quinze membres et qui soit en mesure de prendre des décisions à la dimension de l'entité européenne. La formule retenue dans les statuts de la BCE et du SEBC⁴ s'impose donc, s'il s'agit d'intégrer tout de

¹ Correspond à l'article 202 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 126).

² Correspond à l'article 107 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 83-84).

³ Il est difficile de donner des pourcentages précis, étant donné que le mode de calcul retenu pour l'affectation des contributions nationales se base sur les performances économiques annuelles des Etats membres, ce qui les fait varier d'année en année.

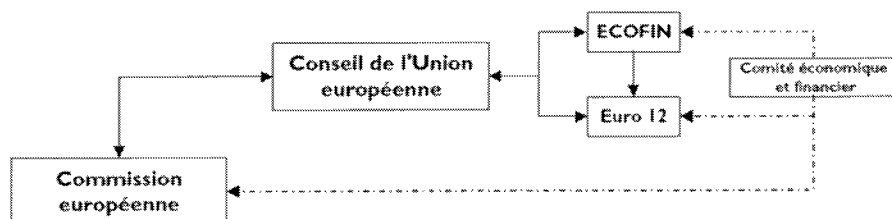
⁴ Cf. chapitre 6.

même l'Europe sur le plan monétaire. Le vide gouvernemental dans lequel évolue la BCE n'est pas total, puisqu'il existe des instances politiques spécialisées qui traitent du développement économique et s'efforcent de coordonner les actions nationales.

a) Les organes spécialisés

Au sein de l'UE, trois entités spécifiques s'intéressent particulièrement aux questions d'ordre économique. Elles sont toutes rattachées au Conseil de l'Union. Par ordre hiérarchique (cf. figure 9) et en premier lieu, il s'agit de l'Ecofin, acronyme désignant le Conseil des Ministres de l'Economie et des Finances, qui rassemble des représentants de tous les pays de l'UE. Selon les décisions prises lors du Conseil européen du Luxembourg, en décembre 1997, l'Ecofin est au cœur de la coordination des politiques économiques des Etats membres et est habilité à statuer dans les domaines concernés. Il constitue la seule instance en mesure de formuler et adopter les grandes orientations à même de coordonner le développement de la zone. Ce fut après consultation de l'Ecofin que les pays candidats à la phase III furent choisis et, actuellement, cet organe veille à l'application du pacte de stabilité et de croissance (cf. point b). Néanmoins, il n'est pas plus en mesure d'ordonner à lui seul les options économiques choisies – étant donné que les autres institutions européennes doivent y souscrire – que d'influencer l'activité de la BCE, cela en vertu de l'indépendance qui lui est concédée. Malgré le peu de pouvoir contraignant qui lui est accordé et l'approche intergouvernementale avec laquelle il doit composer, l'Ecofin présente l'avantage de centraliser la politique économique de l'Union, ce qui doit offrir plus de lisibilité à la BCE pour mettre en œuvre son action (Bertrand, 1998, 31; Herschel, 1997, 176; Dévoluy, 2000, 29).

Figure 9 Les organes économique, monétaire et financier du Conseil européen



Source élaboration personnelle, 2001

Une des lacunes de l'Ecofin eu égard à la gestion de l'euro est de réunir des représentants de tous les pays participants, qu'ils soient IN, pré-IN ou OUT. Cette ambiguïté n'a pas échappé aux Ministres concernés, qui, dès la réunion du Luxembourg, décidèrent de former un organe plus spécifique: le *Conseil de l'euro*, appelé aussi Euro 12. C'est en fait ce sous-ensemble de l'Ecofin – non prévu à l'origine par le Traité de Maastricht, puisque l'ensemble des membres de l'UE étaient alors censés intégrer l'UEM – qui est habilité à prendre les décisions concernant la coordination des IN, ainsi que de choisir les régimes de change en vigueur avec des monnaies tierces¹. Du reste, les réunions de l'Euro 12 précèdent toujours celles de l'Ecofin, afin d'assurer une compatibilité entre la politique souhaitée pour

¹ Cf. chapitre 6 et paragraphe suivant.

l'Euroland et celle voulue par les pré-IN ou les OUT dans le SEBC (Barthe, 2000, 236-237; Zarka, 2000, 102-103).

Enfin, le dernier ensemble face auquel la politique monétaire de l'Eurosystème peut s'orienter est le *Comité économique et financier*. Ce dernier a été constitué spécialement pour l'introduction de l'euro et est en activité depuis le 1^{er} janvier 1999. Il a été mis sur pied conformément aux dispositions prévues à son endroit par le Traité de Maastricht (art. 109 C¹). Parallèlement à la substitution de l'IME par la BCE, cet organe prit la place du comité monétaire, qui traitait jusque-là - à titre consultatif - des questions monétaires et financières. Comme l'indique son intitulé, le comité économique et financier n'a plus de prérogatives monétaires, vu que, d'une part, il est ouvert à tous les Etats, pré-IN et OUT compris, et que, d'autre part, les compétences ayant trait à la monnaie ont été entièrement transmises à la BCE. Ses missions consistent notamment à suivre la situation économique et financière des Etats membres et à préparer les travaux de l'Ecofin et du Conseil de l'euro. Il formule de sa propre initiative ou sur requête des avis à l'intention de l'Ecofin, de l'Euro 12 ou de la Commission. A la différence des deux organes précédemment présentés, formés exclusivement par des représentants ministériels des pays participants, le Comité économique et monétaire comprend deux membres de la BCE (Apel, 1998, 102; Barthe, 2000, 236-237; Dévoluy, 2000, 43-44). Cela renforce la pertinence des jugements rendus en matière de développement économique et de convergence, tout en ne nuisant pas à l'indépendance de la BCE, étant donné le caractère consultatif du groupe et le mode de fonctionnement actuel de l'UE, qui veut que, en fin de compte, ce soient les ministres nationaux compétents qui détiennent le pouvoir d'orientation générale, sur la base des avis émis par le Comité économique et financier dans son domaine spécifique.

Le cadre très protégé dans lequel évolue la BCE pourrait avoir comme conséquence que les Etats concernés par sa politique ne suivent finalement pas les directions données par les organes susmentionnés. Pour éviter que la politique économique menée au cours de la phase III ne soit dictée que par des considérations nationales, les Etats IN ont conclu un accord important pour la bonne marche de l'Euroland.

b) Le pacte de stabilité et de croissance

La phase II de l'UEM avait permis, par la mise en place des critères de convergence, de rapprocher la situation économique des pays sur les rangs pour l'introduction de l'euro et de qualifier ceux qui avaient répondu aux exigences pour participer à la troisième étape. A partir du 1^{er} janvier 1999, les conditions auxquelles durent se soumettre les IN devinrent plus strictes. En effet, comme cela est stipulé à l'article 104 C²: "Les Etats membres évitent les déficits publics excessifs", ce qui est plus coercitif que durant le stade précédent: "[...] s'efforcent d'éviter les déficits [...]" (article 109 E³, disposition transitoire). Les critères des taux d'inflation, d'intérêt et de la participation satisfaisante au SME sont bien évidemment tombés durant la phase III, étant donné que, avec l'introduction de l'euro, les conditions monétaires sont les mêmes pour tous les membres de la zone - vu qu'elles sont déterminées par la seule BCE - et que leurs taux de change sont irrévocablement fixés. De surcroît, l'article 104 C précise que, à l'encontre du pays qui ne respecterait pas les normes fixées en matière de dette publique ainsi que de déficit budgétaire ramenés au PIB, toute une série de

¹ Correspond à l'article 114 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 87-88).

² Correspond à l'article 104 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 80).

³ Correspond à l'article 116 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 89).

mesures contraignantes peuvent être prises, allant du devoir de renseigner jusqu'au paiement d'une amende, ce qui représente la pénalité maximale. La Commission et le Conseil de l'Union sont les organes compétents pour appliquer ces éventuelles sanctions en cas de manquements au pacte de stabilité et de croissance. Les niveaux retenus au cours de la période de convergence ont été maintenus (trois pour-cent du PIB pour le déficit et soixante pour-cent pour l'endettement). Le Traité de Maastricht ne prévoyait pas initialement que de telles astreintes soient toujours valables au cours de la dernière étape. Sur demande de l'Allemagne, qui craignait que la discipline des IN ne se relâche après l'introduction de l'euro et que cela n'affaiblisse la monnaie unique, la Commission et l'Ecofin mirent au point les régulations qu'un tel suivi appelait (Union européenne, 1997, 80-81; Barthe, 2000, 255, 259; Apel, 1998, 134).

L'existence de ces instances européennes et l'auto-examen des politiques que les Etats s'engagent à appliquer¹, ne laissent pas la BCE sans vis-à-vis, bien qu'il s'agisse d'un substitut de pouvoir central, partagé entre les nations participantes. Cette organisation intergouvernementale est censée garantir des conditions suffisantes à l'action de la banque centrale de l'Euroland. Néanmoins, en regard de la latitude d'action de la BCE et étant donné le mode d'application contraignant des procédures de contrôle que pourraient exercer sur elle les institutions politiques européennes, ces dernières ne peuvent jouer qu'un rôle essentiellement consultatif, ce qui est finalement conforme aux dispositions du Traité réglant l'indépendance. De surcroît, le manque de cohérence en matière de politiques économique et budgétaire rend impossible une quelconque concertation avec la banque centrale, qui doit pouvoir s'orienter par elle-même.

En outre, la faiblesse des fonds européens rend la tentation du seigneurage - qui, avec l'abolition des monnaies nationales, a disparu dans les Etats membres² - trop forte pour que la BCE soit soumise au contrôle, par exemple, de la Commission. Ce risque de mainmise politique sur le bénéfice de la banque de l'Euroland est du reste contré par la structure fédéraliste de la gestion monétaire: conformément au protocole no 18 sur les statuts du SEBC, articles 32 et 33, le montant du revenu monétaire découlant des opérations de chaque BCN au sein de l'Eurosystème est transféré à la BCE, qui, après prélèvement de la part qu'elle peut conserver pour accroître son capital, le redistribue aux instituts nationaux, en fonction de la quote-part de capital détenue par chacun d'eux dans l'organe faîtière (Crawford, 1994, 169; European Central Bank, 2001A; Papadia, Santini, 1999, 103-104). Ensuite, dans les Etats IN, ces fonds sont alloués en fonction des prescriptions nationales qui les font attribuer pour partie à l'institut d'émission et, pour le reste, aux organes publics. En revanche, dans le cas de la BCE, il n'y a aucun versement possible en faveur d'entités européennes, étant donné que l'entier du capital est détenu par les banques centrales du SEBC³.

Le lien qui existe entre pouvoirs politique et monétaire est ténu, ce qui est logique si l'on considère le choix stratégique qui a été fait de mettre l'euro avant l'unification gouvernementale plus poussée de la zone. En effet, avec une Europe plus avancée sur le plan politique, cette préséance de l'approfondissement par la monnaie n'aurait pas eu sa raison d'être; dans de telles conditions, peut-être que la BCE et les banques centrales IN n'auraient pas connu les statuts qui sont les leurs. Le reproche du reste souvent formulé d'intégrer d'abord par la monnaie pourrait tomber, s'il est tenu compte du fait que l'euro - s'il est complètement introduit - permettra de changer structurellement plus profondément

¹ Le point suivant s'arrêtera sur les résultats du pacte de stabilité et de croissance.

² Cf. 1^{re} partie, chapitres 1^{er} et 2.

³ Cf. chapitre 6.

les Etats membres, notamment par le biais de l'unification des marchés financiers et l'homogénéisation des taxes prélevées¹. Ce processus entraînera des effets de mise à niveau économique bien plus concrets que des textes de lois, qui sont le fruit de décisions politiques et peuvent être abrogés (The Economist, 16th September 2000, 92). Pour mener à bien le projet de l'euro, la politique monétaire doit être menée eu égard à la zone et non pas selon la situation particulière des pays membres. Or, étant donné l'option intergouvernementale de direction de l'UE, la BCE doit, de son côté, avoir suffisamment de champ pour réaliser sa mission. Le cas des fédérations - par exemple les Etats-Unis ou la Suisse - offre une bonne illustration de cette relation: leurs organes d'émission sont réputés indépendants et transmettent une politique unique à l'ensemble des Etats fédérés, qui ne peuvent intervenir sur les choix stratégiques arrêtés. Quand bien même ces deux cas de figure présentent des politiques nationales d'un degré supérieur au modèle européen, ils pourraient néanmoins conforter l'UE dans le choix stratégique embrassé.

Enfin, l'intégration monétaire est un projet qui s'étend sur plusieurs années (de 1990 à mars 2002, comme terme prévu actuellement²). La dernière étape est sans doute la plus cruciale et la plus délicate. L'indépendance des organes monétaires est indispensable pour pallier au manque de vision à long terme dont est caractérisée la classe politique (Rousseau, 1978, 19), d'autant plus lorsqu'elle est aussi hétéroclite que dans le cadre de l'UE.

La large indépendance qui est conférée aux instituts d'émission est donc en accord avec le cadre institutionnel, tel qu'il ressort des options prises par les membres de l'UE. Du reste, si l'hétérogénéité économique et politique devait s'accroître suite à l'arrivée de nouveaux adhérents, il est sage de mettre la BCE hors de l'influence directe des Etats, que ce soit de la part des pays IN ou OUT. De la sorte, la politique monétaire pourra être gérée de façon continue, à la dimension de son espace d'application (Artus, 2001).

La notion d'indépendance de la banque centrale a tout son sens par rapport à la sphère politique et aux relations entretenues entre pouvoir étatique et monétaire. Cependant, il est intéressant de se pencher plus à fond sur la stratégie choisie par la BCE pour asseoir son action et, par conséquent, assurer son statut.

1.1.2 Principaux outils de navigation et stratégie mise en œuvre

Selon la teneur du Traité de Maastricht, la BCE est libre de s'organiser pour concrétiser son mandat principal, soit le maintien de la stabilité des prix. Cet objectif concorde avec le genre de missions confiées à un organe indépendant³. En automne 1998, sur les conseils de l'IME, la BCE a fait part de la progression annuelle de l'indice des prix à la consommation qu'elle se fixait, soit entre zéro et deux pour-cent, mesure valable pour l'ensemble de l'Euroland et se basant sur un indicateur harmonisé, l'IPCH⁴. La valeur de référence arrêtée est actuellement considérée, dans les nations industrialisées, comme celle qui permet un développement stable de l'activité économique, sans lui valoir les perturbations qu'entraînerait un renchérissement supérieur.

¹ Il est admis ici que la mobilité des capitaux les pousse à se déplacer là où les taxes sont les moins élevées et incite les pays de la zone à s'aligner vers le bas (The Economist, 16th September 2000, 93). En outre, les différences de change ayant disparu, il n'est plus possible de jouer sur la valeur extérieure des monnaies pour accroître la compétitivité et l'attractivité nationales.

² Initialement, il était prévu que la phase d'introduction des espèces fiduciaires s'étendrait de janvier à juin 2002. Par la suite, il a été décidé que cette double circulation devait être ramenée à deux mois au maximum et s'achever au plus tard le 28 février 2002 (Union européenne, 19 mars 2001).

³ Cf. 1^{ère} partie et chapitre précédent.

⁴ IPCH est l'acronyme d'indice des prix à la consommation harmonisé (Banque centrale européenne, avril 1999, 29).

En ciblant de la sorte l'évolution du renchérissement, les autorités monétaires européennes ont opté pour la clarté, étant donné que ce type d'objectif est généralement bien compris du public et qu'il permet de porter un jugement immédiat sur la qualité du travail fourni par l'institut d'émission. Comme cela a été mentionné dans la première partie¹, de nombreuses banques centrales indépendantes gèrent la situation monétaire sur des bases comparables, dans un souci de transparence et de responsabilité de leur activité². Le temps où les banques centrales communiquaient en termes d'objectif de masse monétaire semble révolu et, en ce sens, la BCE répond aux attentes qui découlent de son autonomie (Banque des règlements internationaux, 1999, 74-75). Le choix du ciblage concret de l'inflation n'est pas allé sans mal: le Directoire de la BCE a dû contrer les protestations de la Bundesbank, fidèle depuis vingt-cinq ans à l'évolution de la masse monétaire et qui refusait de se passer de la mesure sur laquelle elle appuyait la force et la crédibilité du *deutsche mark*. Néanmoins, il paraissait trop ardu de continuer dans la voie allemande, car la monnaie à gérer et son espace de transmission sont nouveaux et ne peuvent se référer à aucun modèle préalable (The Economist, September 25th, special survey, 1999, 30). Les autres membres de l'Euroland n'étaient pas aussi attachés à ce type d'indicateur que leurs homologues allemands, vu que les objectifs de masse avaient sensiblement perdu de leur pertinence au cours de la dernière décennie³.

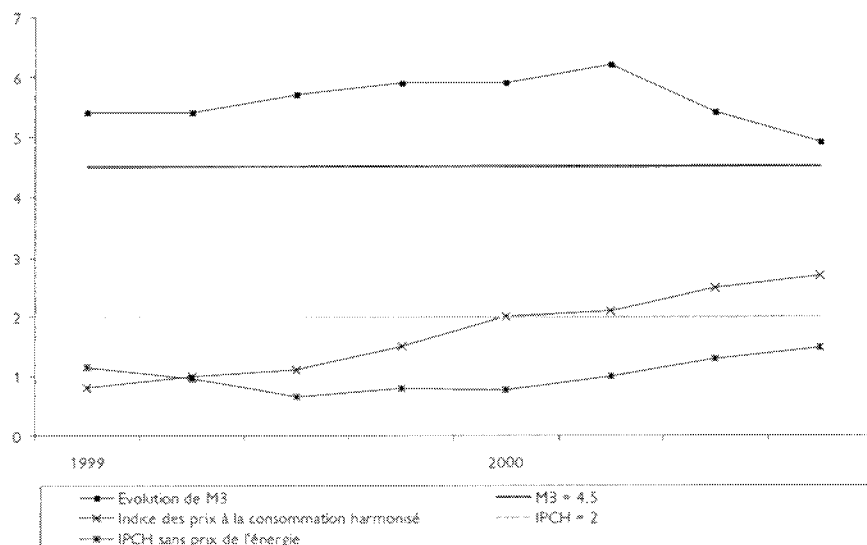
Pourtant, même si l'IPCH est l'instrument de navigation principal de l'Euroland, les masses monétaires ne sont pas reléguées complètement. La BCE ne pouvait pas non plus faire fi de leur développement. Elle a en l'occurrence établi une valeur de référence pour la croissance de M3, soit 4,5% en termes annuels depuis 1999. Cela constitue l'un des deux piliers de sa stratégie, pour laquelle elle s'oriente grâce à cet élément classique. L'expansion de la masse monétaire constitue toujours un déterminant structurel de l'inflation qui ne peut être omis. Néanmoins, l'évolution concrète de M3 n'est pas un but en soi; il s'agit avant tout d'un signal à observer et dont les écarts par rapport à son sentier doivent amener à en rechercher les motifs, ainsi que l'influence possible sur la stabilité des prix (Banque des règlements internationaux, 1999, 74-75). Comme présenté dans le graphique 12, l'évolution de M3 affiche un dépassement constant par rapport au niveau maximal souhaité, ce qui n'a pas inquiété les organes de la BCE, étant donné sa signification d'indicateur. Du reste, au cours des années 1999–2000, M3 et l'IPCH ont suivi des chemins fort différents, particulièrement à partir de la seconde moitié de 2000.

¹ Cf. chapitre 3.

² Par exemple, cette méthode a été retenue au Canada, en Nouvelle-Zélande ou encore en Grande-Bretagne et en Suède (Banque des règlements internationaux, 1999, 81). Ces deux derniers cas sont des pays OMT, dont les instituts d'émission ont connu un élargissement de la marge de manœuvre face au gouvernement (cf. chapitre 6).

³ Les innovations permanentes qui touchent les sphères bancaire et financière causent des difficultés d'établissement du contenu et de la stabilité des différentes masses, qui n'offrent plus, par conséquent, qu'une fiabilité limitée. Pour reprendre la boutade d'un banquier central: "Nous n'avons pas abandonné les objectifs de masse monétaire, ce sont eux qui nous ont abandonnés!" (The Economist, January 25th 1997, 78, September 25th, special survey, 1999, 30).

Graphique 12 Variations en pour-cent de l'IPCH et de M3, années 1999 et 2000



Sources d'après Banque centrale européenne, Monthly Bulletin, December 1999, 26*, August 2000, 5*, October 2000, 5*, December 2000, 36*, January 2001, 5*, February 2001, 36*

En tenant compte des facteurs économiques exceptionnels qui ont agi durant l'année – forte hausse des prix des produits pétroliers et baisse sensible de l'euro sur les marchés des changes –, l'IPCH prend une autre allure. S'il est fait abstraction des seules variations imputables à l'énergie, l'indice se maintient parfaitement dans la bande annoncée (The Economist, January 6th 2001, 61-62).

A côté de l'évolution de M3, la BCE appuie ses décisions stratégiques sur un second pilier: elle évalue les perspectives d'inflation à partir d'une palette d'indicateurs économiques. Les éléments pris en compte peuvent consister en des facteurs temporaires ou représenter des tendances fondamentales, qu'ils soient de nature interne ou externe à la zone euro, monétaire ou non¹ (Banque centrale européenne, avril 1999, 29-31). Ce deuxième outil de navigation est plus novateur que M3 et a été introduit dans le but d'éviter les carences de lisibilité qui affectent les masses monétaires. Pour combler le manque de prévisibilité de ces dernières, les banques centrales² optent toujours plus fréquemment pour des indicateurs composites de ce type, qui présentent en outre l'avantage de prendre en compte les développements réels et complets. En ce qui concerne l'Euroland, cette option est d'autant plus justifiée que son espace est encore mal connu et que l'emploi de ce deuxième moyen d'orientation permet de cerner de plus près le fonctionnement de son économie et de déterminer les conséquences de l'introduction de l'euro.

¹ Bien que certains critiquent vivement le fait que la BCE n'a pas pris en compte, dans son calcul de l'IPCH, l'évolution des actifs financiers, il en est tenu compte dans la palette d'indicateurs qui sert de deuxième pilier à la formulation de la politique monétaire dans l'Eurosystème (BCE, avril 1999, 30; Baverez, 2001, 21).

² Cela est par exemple le cas de la Federal Reserve ou encore de la Banque nationale suisse. Cette dernière utilise de tels indicateurs depuis l'an 2000 (Meyer, 2000, 43).

Il est vrai que, par rapport aux choix stratégiques embrassés par des banques centrales réputées indépendantes et qui doivent encore asseoir leur réputation – par exemple, celle de la Nouvelle-Zélande –, la voie choisie par la BCE peut sembler, à première vue, embrouillée par les différents éléments dont elle tient compte. Cependant, la méthode présente deux grands avantages. Premièrement, elle offre suffisamment de souplesse à l'institut d'émission pour appréhender correctement le nouvel espace monétaire supranational dont il a la gestion et qu'il n'administrera complètement qu'à partir de 2002. Les deux piliers de sa politique de lutte contre le renchérissement – évolution de M3 et perspectives d'inflation sur la base d'une gamme étendue et mouvante d'indicateurs – lui donnent les moyens d'appliquer les mesures les plus appropriées pour sa mission. En second lieu, la transcription globale de ses performances par le biais de l'IPCH rend sa politique accessible à un large public, peu au courant des arcanes monétaires et qui doit apprendre à s'orienter dans l'Euroland. En revanche, la BCE se refuse pour l'heure à formuler des prévisions d'inflation. L'environnement très incertain dans lequel elle évolue la retient de se lancer dans des pronostics dont la probabilité de fiabilité n'est pas encore solidement maîtrisée et qui risqueraient de la discréditer.

S'il est encore un peu tôt pour mesurer la crédibilité de son action – jugement qui sera du reste plus pertinent lorsque l'euro sera totalement en circulation et non plus une monnaie partielle –, la BCE a pourtant décidé de communiquer très largement sa politique. Cette volonté de publicité de son mandat et de ses actes est le pendant de l'autonomie dont elle est nantie et qui se traduit par la notion de transparence. La mise en œuvre de cet aspect est prévue en partie par le Traité de Maastricht (article 109 B¹), qui stipule qu'il incombe à la BCE de présenter un rapport annuel de politique monétaire aux instances européennes. Par ailleurs, l'organe d'émission de l'Euroland a pris l'initiative de communiquer régulièrement au sujet de son activité, ainsi que de publier de nombreux documents et statistiques monétaires.

Les grands axes choisis par les responsables de la BCE sont donc conformes à ce qui est généralement attendu d'un organe indépendant, même si, pour l'heure, certaines options reflètent le degré d'incertitude avec lequel les dirigeants monétaires doivent composer.

1.1.3 *Relation aux marchés financiers*

Comme la partie précédente l'a mis en exergue, l'instauration du SMI en changes flexibles et la libéralisation générale des marchés a eu pour conséquence d'amener les agents financiers à jouer un rôle nettement plus actif dans la transmission et l'appréciation de la politique monétaire. L'indépendance des banques centrales semble actuellement constituer un élément important pour correspondre aux attentes des opérateurs en leur offrant un environnement approprié. En ce qui concerne la BCE, l'appréciation des marchés est d'autant plus importante que ce sont précisément ces intervenants qui ont dû commencer à traiter avec l'euro dès le début de phase III. Le mode d'introduction de ce dernier n'est pour l'instant effectif qu'au niveau scriptural, mais cela n'a pas empêché les grandes places boursières de l'Euroland de transcrire déjà une bonne part de leurs cotations dans la nouvelle unité de compte, la pression de la concurrence intra-européenne entre marchés les engageant à utiliser ce nouveau dénominateur commun (Kauffmann, 1999, 97-99). En optant pour l'établissement de la BCE dans une capitale économique et boursière

¹ Correspond à l'article 113 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 86-87).

européenne – Francfort –, le signal était clair: l'euro veut succéder au deutsche mark, sans être sous l'emprise des autorités politiques mais en se tenant à l'écoute des marchés.

Cependant, à l'instar de ce qui est valable dans la relation à la sphère politique, il ne suffit pas de gestes symboliques et d'un statut indépendant pour que les agents financiers octroient leur confiance à la nouvelle unité de compte; les moyens mis en œuvre et l'autonomie effective pèsent de tout leur poids dans cette relation réciproque.

Plusieurs éléments contribuent à crédibiliser l'euro auprès de ces utilisateurs. En premier lieu, la méthode de substitution monétaire retenue au cours de la phase III a tiré les leçons des crises du SME de 1992 et 1993, lorsque les marchés avaient fait éclater l'accord de change¹, dont la solidité n'était pas assurée à leurs yeux. Dans le cas de l'Euroland, il a été décidé de fixer irrémédiablement les cours de change nationaux face à l'euro – non plus de façon bilatérale – et de laisser la nouvelle unité de compte flotter face aux autres devises du SMI. En ce sens, la voie choisie est plus en conformité avec l'environnement monétaire actuel et ne constitue pas un espace à part (Mussa et al., 2000, 21).

Deuxièmement, l'objectif principal et primordial de stabilité des prix assure un but précis à la politique monétaire et se soumet à la règle de Tinbergen. En outre, la volonté de maintenir l'IPCH dans une fourchette basse plaide en faveur d'un environnement favorable aux opérations financières, ce qui constitue aussi une incitation à utiliser l'euro.

En dernier lieu, les instruments dont la BCE a décidé de disposer – mais qui sont mis en œuvre de façon décentralisée par les BCN – sont conformes aux pratiques du marché. Il s'agit dans l'ensemble d'outils classiques (opérations d'open market, facilités permanentes, contreparties et actifs éligibles), qui ne constituent pas des entraves au fonctionnement de la sphère financière. Seul l'outil des réserves obligatoires² présente un caractère plus contraignant, vu qu'il autorise la BCE³, par l'entremise du Conseil des gouverneurs, à imposer aux établissements de crédit de constituer des dépôts auprès d'elle ou des BCN, et cela dans le but de régler au mieux la politique monétaire. Ces réserves peuvent être rémunérées, le taux appliqué pouvant aller actuellement jusqu'à deux pour-cent. Néanmoins, malgré sa nature autoritaire, ce moyen est couramment utilisé par de nombreux organes monétaires et ne constitue pas une disposition choquante à l'encontre de la sphère financière. Enfin, pour garantir à la politique monétaire son efficacité, il faut encore que l'économie puisse s'appuyer sur des systèmes des paiements et de règlements qui soient appropriés⁴. Cet aspect lié à la bonne circulation de l'euro a d'autant plus préoccupé la BCE que la monnaie émise l'est d'abord à titre partiel. Deux mécanismes ont été mis en place. Il s'agit de TARGET⁵, implanté de façon décentralisée au niveau des BCN, afin de permettre l'intégration du marché monétaire en euros et de faciliter les paiements dans la zone. L'autre dispositif clé pour une transmission efficace de la stratégie de la BCE est celui qui a trait au règlement des titres, qui doit être aussi rapide que sûr, autant pour les agents que pour l'organe d'émission; en effet, à l'instar de ses homologues, l'institut de l'Eurosystème transmet en partie ses impulsions par des opérations d'open market, conformes aux procédures des marchés (Dévoluy, 2000, 68-91; European Central Bank, November 1999, 42-43; Lefebvre, 1998, 242).

¹ Cf. chapitre 6.

² Cf. 1^{re} partie, chapitre 2 pour une explication de cet instrument.

³ Cf. article 19 du protocole no 18 sur les statuts du SEBC et de la BCE (Union européenne, 1997).

⁴ Cf. 1^{re} partie, chapitre 2.

⁵ Il s'agit de l'acronyme de Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, soit le système européen de transfert express automatisé à règlement brut en temps réel (Dévoluy, 2000, 87).

Les dispositions prises par la BCE et touchant le secteur financier sont donc en conformité avec les attentes spécifiques de ce domaine et les pratiques qui ont cours dans d'autres pays industrialisés. Le détachement affirmé de la conduite de la politique monétaire européenne face aux autorités étatiques et européennes contribue évidemment aussi à favoriser une gestion monétaire à la dimension de l'Euroland et non une activité de banque centrale qui soit le fruit d'un compromis entre intérêts nationaux. De plus, le souci de communication que manifeste la BCE est censé offrir un cadre prévisible et transparent aux opérateurs.

A la vue des trois critères retenus pour analyser la pertinence de l'indépendance de la BCE dans la pratique, le concept statutaire choisi et sa mise en application sont cohérents. Cependant, d'autres facettes ayant trait à l'autonomie dans le cadre de l'Euroland sont plus problématiques.

1.2 *Faiblesses de la formule*

Aussi valides que paraissent, à première vue, les caractéristiques institutionnelles de la BCE, certains points n'en font néanmoins pas un organe d'émission à l'abri de toute ingérence et de défaillances. Les critères d'analyse qui soulignaient la cohérence du concept institutionnel dans le point précédent trouvent ici leur revers, plus particulièrement sous trois angles.

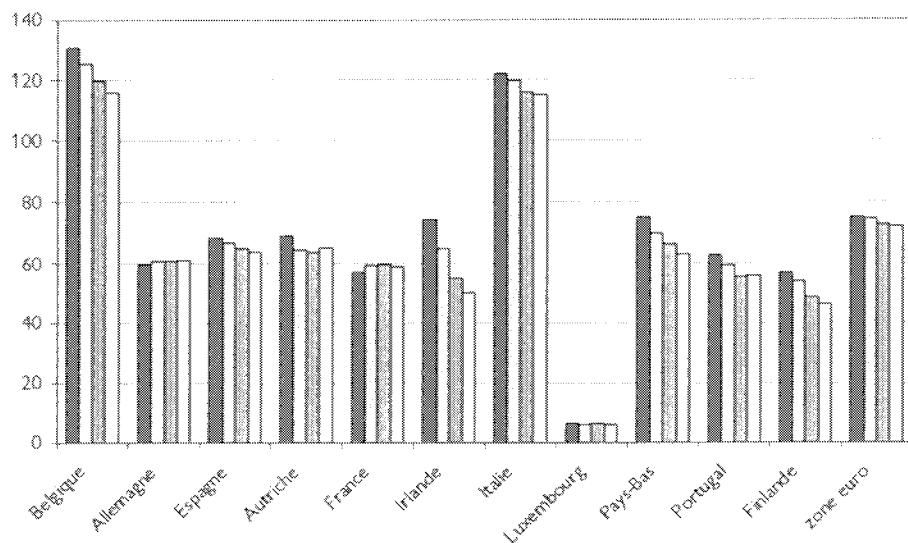
1.2.1 *Ecueils politiques*

Si l'autonomie des instituts d'émission s'inscrit en premier lieu face à la sphère politique et que, dans ce contexte, celle dont peut se targuer la BCE est solidement ancrée et adaptée à la situation particulière qui est la sienne, un certain nombre de faiblesses risquent pourtant de lui porter ombrage et d'affaiblir les bénéfices qu'elle devrait retirer de son état. Deux niveaux différents et complémentaires doivent être pris en compte pour cerner les problèmes posés par son rapport aux autorités gouvernementales: d'une part, sur le plan supranational et, d'autre part, dans sa relation aux pays membres.

a) A l'échelon de l'UE

Alors que tout semble, a priori, avoir été mis en œuvre pour assurer à la BCE des conditions cadre aussi propices que possibles, la réalisation de certaines des mesures d'accompagnement de la politique monétaire est décevante. A ce titre, la portée réelle du pacte de stabilité et de croissance est sans doute l'élément le plus inquiétant. Les pays IN, qui se sont pourtant engagés à respecter leurs obligations de plafonnement de la dette et du déficit publics, ne s'y tiennent qu'à moitié dans les faits (cf. graphiques 13 et 14).

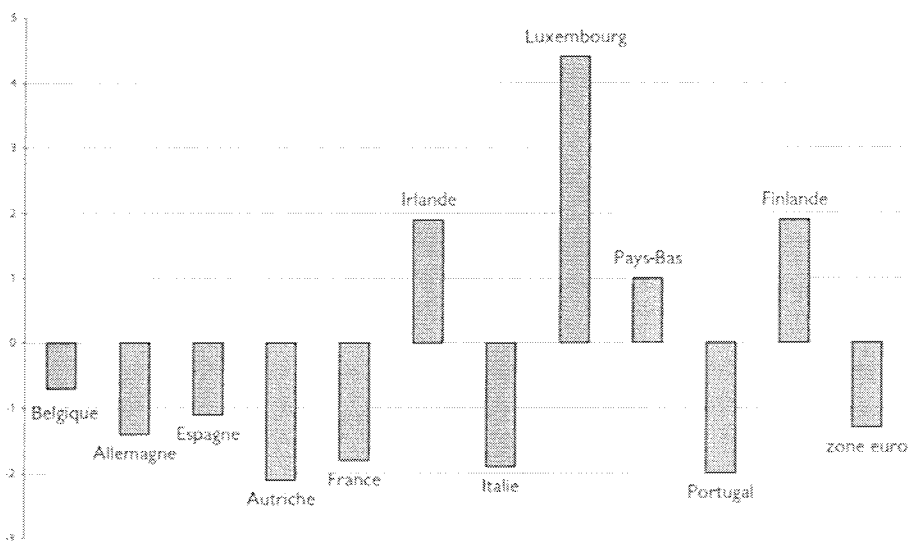
Graphique 13 Dette nationale brute en pourcentage du PIB, 1996 à 1999, Euro 11



Sources

European Central Bank, Monthly Bulletin, February 2001, 45*; Eurostat, février 2001

Graphique 14 Déficit budgétaire en pourcentage du PIB, 1999, Euro 11



Source

Eurostat, février 2001

En matière de déficit budgétaire, les résultats sont satisfaisants, puisqu'aucun Etat n'atteint le seuil critique des trois pour-cent. Il en va tout autrement de la dette publique (graphique 13), dont les niveaux ramenés au PIB dépassent souvent la cote des soixante pour-cent. Cela n'est pas, en soi, catastrophique s'il est fait référence aux cas des fédérations, où la conduite d'une politique monétaire unique s'accommode de niveaux disparates d'endettement public des Etats individuels. Néanmoins, dans le cas d'espèce de la BCE, la situation n'est pas - encore - comparable. En effet, la monnaie unique est toujours en phase d'introduction et sa circulation complète n'est pas une réalité acquise complètement. Pour se donner les moyens de substituer l'euro aux unités nationales, un climat de confiance à l'égard de la BCE est nécessaire et, dans les conditions actuelles, il est difficile pour elle de mener une politique qui ne tienne pas compte des situations budgétaires individuelles. Cet état de fait se reporte évidemment sur son indépendance et sa crédibilité, mises à contribution par l'absence de réaction des pays membres face à ce problème. Les sanctions prévues dans le pacte de stabilité et de croissance n'ont pour l'heure jamais été appliquées à l'encontre des contrevenants. Le soutien qu'étaient censés apporter de la sorte les Etats à la lutte contre l'inflation est lettre morte, ce qui est un point négatif pour la validité de l'autonomie de la BCE. Cette retenue tire en partie son origine de la possibilité, prévue par le pacte, d'infliger une pénalité aux membres ne respectant pas les niveaux retenus. Cette mesure constitue un acte de nature diplomatique, hautement politique. Les représentants nationaux hésitent à mettre en œuvre de telles contraintes, étant donné qu'ils pourraient peut-être, à l'avenir, se retrouver à la place du fauteur de troubles. En outre, l'emploi des moyens les plus contraignants, à savoir le versement - remboursable ou non - d'une amende, risquerait même d'aggraver le déséquilibre de la nation déficitaire. Ces éléments expliquent que les onze - respectivement les douze - s'abstiennent d'intervenir et d'exiger les mises à niveau nécessaires (de Grauwe, 1999, 183; Fourçans, 1999, 11-12; Canganio, Mottu, 1999, 57-58; Lehmann, 2000, 311).

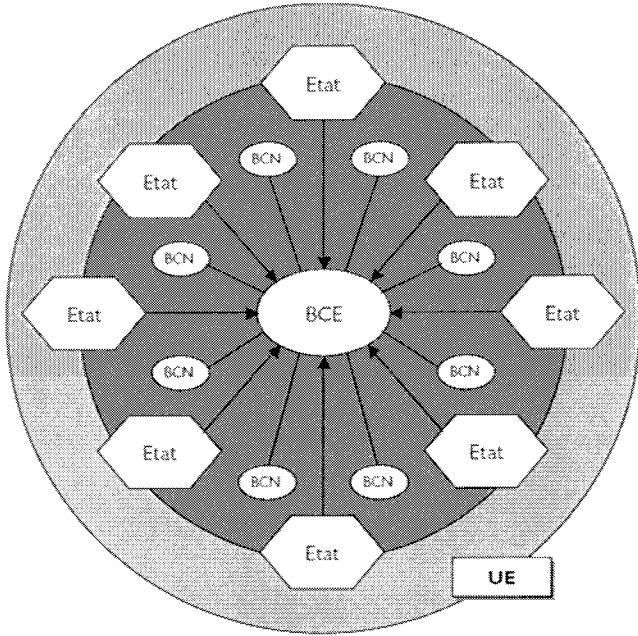
Une autre difficulté tient à la structure fédéraliste dont est empreinte la BCE, qui s'accommode mal, à l'heure actuelle, de la solution intergouvernementale adoptée par l'UE (cf. figure 10). Dans ce contexte, la banque centrale de l'Euroland peine à asseoir sa légitimité, étant donné le nombre d'interlocuteurs nationaux - douze en 2001- qu'elle retrouve en face d'elle.

Une manifestation de cette inconsistance entre le niveau organisationnel du SEBC et celui des représentants nationaux a eu lieu lors de la nomination du Président de la BCE. A l'instar des cinq autres membres du Directoire de la banque centrale, le numéro un monétaire est choisi par les gouvernements des pays membres, IN en l'occurrence. L'élection du néerlandais Wim Duisenberg a été pour le moins mouvementée, devant faire l'objet d'un compromis pour être concrétisée. En effet, il a été convenu que, à la moitié de son mandat, soit après quatre années, le banquier central devrait céder la place au candidat français, Jean-Claude Trichet¹, soit juste au moment où l'euro entrera pleinement en fonction. Hormis les risques plutôt relatifs que cela représente en termes de continuité pour la politique monétaire, étant donné que la mission de la BCE est clairement arrêtée, cet épisode n'a pas, d'entrée de jeu, concouru à bâtir une réputation supranationale et sans faille à la BCE. En effet, les limites du concept d'indépendance dans l'Euroland ont été de la sorte clairement mises en évidence. Du reste, au cours de l'année 2000, lorsque l'euro

¹ Jean-Claude Trichet se trouvant depuis le courant de l'année 2000 au milieu d'un imbroglio politico-financier, il est à craindre que sa nomination annoncée en 1998 ne se concrétise pas en 2002. Cela pourrait déboucher soit sur le maintien de M. Duisenberg, soit sur une nouvelle élection. Cette dernière éventualité, au moment de la mise en circulation physique de l'euro, porterait également préjudice à la santé de la monnaie européenne. Néanmoins, même si le fauteuil de Wim Duisenberg est revendiqué, rien n'oblige légalement ce dernier à céder sa place (Ricard, 2000, 22).

enregistrait des records à la baisse face au dollar, Wim Duisenberg se retrouva sous les tirs des autorités nationales, qui ne tinrent pas un discours unique, mais firent part de leurs attentes spécifiques face à l'unité de compte commune. En revanche et jusqu'à maintenant, le Président de l'organe d'émission n'a jamais formulé de critiques à l'encontre de l'un ou l'autre Etat, mais s'en est tenu à des remarques d'ordre général, relatives notamment à la question des finances publiques. De leur côté, les gouverneurs des BCN ont fait bloc derrière leur Président, correspondant en ce sens au comportement attendu d'une autorité monétaire indépendante et crédible (The Economist, 31st October 1998, 91; Neue Zürcher Zeitung, 20. Oktober 2000; Prudhomme, 2000, 22; Ricard, 2000, 22).

Figure 10 Fédéralisme monétaire et correspondants politiques nationaux
(représentation schématique)



Source Elaboration personnelle, 2001

Enfin, une des grandes difficultés que doit surmonter la BCE est qu'elle ne constitue pas encore une institution clairement profilée. Son introduction récente entraîne une acceptation timide de la part des hommes politiques nationaux, qui n'y retrouvent pas la ligne claire de la Bundesbank, à laquelle ils étaient habitués lorsqu'elle gérât de facto le SME, et qui ne disposent plus de banques centrales consacrées à la réalisation d'objectifs spécifiques à leur espace. En l'occurrence, face à la monnaie unique, le comportement de la classe politique peut se comprendre si l'on tient compte du fait qu'elle doit répondre à l'intérieur de ses frontières respectives d'une évolution monétaire qui lui échappe.

b) Au niveau des pays IN

Au sein des pays membres de l'Euroland, la BCE fait l'objet d'un certain nombre de réticences. En premier lieu, la forme actuelle du SEBC entretient une certaine ambiguïté quant au pouvoir effectif de la BCE. En effet, les BCN - qui sont nanties d'une partie de l'histoire économique de leur Etat - sont toujours en place, étant donné qu'elles sont chargées de transmettre la politique monétaire dans leur sphère nationale. L'identification à l'organe central, au sein duquel les gouverneurs des douze participants siègent pourtant, est encore faible, ce qui pèse sur la crédibilité de l'institut d'émission européen. En outre, le fait que des résultats monétaires de portée nationale sont toujours présentés renforce ce sentiment de différenciation par rapport à Francfort et donne la part belle aux réflexes "nationalistes". Les autorités politiques des Etats membres continuent à s'orienter d'après les performances de chacun des territoires, au détriment d'une approche globale de l'activité monétaire. En revanche, les représentants des BCN font preuve, jusqu'à présent, d'une ligne de conduite en accord avec ce qui est attendu de leur part au sein de l'Eurosystème: ils en défendent l'évolution et semblent avoir intégré l'Euroland comme nouvel espace monétaire. Ce comportement leur vient d'autant plus facilement qu'ils décident, au sein du Conseil des gouverneurs, des grandes lignes de la politique de la zone, au contraire des représentants politiques des Etats, confrontés aux attentes d'un électorat national.

Deuxièmement, la méthode de répartition des bénéfices réalisés par l'Eurosystème et ventilés aux pays IN ne fait pas l'unanimité. Tous les membres de l'UE ont dû souscrire au capital de la nouvelle entité¹ et, dans le cas des douze, lui céder une part de leurs réserves de change. En revanche, en cas de pertes ou de bénéfices réalisés par l'Eurosystème, seules les BCN entrent en ligne de compte pour assumer les mali ou se partager les bénéfices, étant donné que le revenu monétaire pris en compte découle directement des opérations menées par la BCE et les organes IN pour gérer la zone. La clé de répartition retenue dans la constitution du capital de la BCE est utilisée pour transférer en retour la part qui revient aux instituts nationaux, qui l'affectent ensuite selon les procédures nationales individuelles. Or, les deux critères de contribution financière en faveur de l'institut faïtier sont déterminés par la population et le PNB des pays, vu qu'il est admis qu'il existe un lien étroit entre, d'une part, la base monétaire - donc en grande partie les espèces en circulation - et, d'autre part, le nombre d'habitants ainsi que leur niveau de vie. Cependant, l'étendue de la base n'est pas identique dans toutes les économies concernées. Celles dont les espèces sont très utilisées à la fois par les résidents ainsi qu'hors du territoire - comme cela est le cas pour l'Allemagne ou l'Autriche, dont les monnaies stables étaient et sont toujours recherchées par les ressortissants non communautaires des pays d'Europe centrale et orientale - y perdent en comparaison avec des nations dont la monnaie physique n'est pas aussi prisée et où les moyens scripturaux sont plus utilisés (France, Italie ou Portugal notamment). Etant donné que, avant d'être attribués, les fonds sont centralisés auprès de la BCE puis redistribués, il a été prévu de tenter d'éviter des variations brutales du revenu du seigneurage (article 32, protocole no 18 sur les statuts du SEBC et de la BCE). Néanmoins, certains Etats sont pénalisés en fin de compte en matière budgétaire, ce qui ne va pas sans poser des problèmes d'acceptation de la BCE et de l'indépendance des instituts d'émission IN (European Central Bank, 2001C; The Economist, November 16th 1996A, 99; Papadia, Santini, 1999, 106-107). Ce sujet de discord paneuropéen devrait se trouver atténué par la réalisation complète de l'euro, qui règlera au moins la question des répercussions de sa demande hors des frontières de l'UE.

¹ Cf. chapitre 6.

Une autre difficulté rencontrée actuellement au sein des pays IN tient à la perception de l'euro qu'en ont les citoyens. Pour les raisons développées dans la première partie, les espèces nationales en circulation outrepassent souvent leurs fonctions d'unités de compte et de moyens financiers, pour être investies d'une nature symbolique forte, en laquelle les agents placent une confiance de longue date, étayée par un usage continu sur plusieurs décennies. L'euro n'a encore aucune légitimité à leurs yeux et la nouvelle nomenclature à utiliser, ainsi que le changement drastique d'échelle des prix que son emploi réel impliquera dans la plupart des cas ne feront pas de la période de substitution un événement anodin. Ce passage changera en profondeur de nombreuses habitudes et fera disparaître des unités bien ancrées dans la vie quotidienne des individus. Du reste, plus l'année 2002 approche, plus les sondages relatifs à l'appréciation de la nouvelle monnaie de l'Euroland se détériorent. Evidemment, si des couches de populations particulières se félicitent de son avènement pour des raisons d'efficacité économique accrue, les citoyens dans leur ensemble s'en défient toujours davantage (Mayoukou, 2000, 387; Krimm, 2000). Les performances de l'euro en termes de taux de change, face auxquelles de nombreux individus se réfèrent pour juger de la vigueur d'une monnaie et qui ont provoqué de nombreuses polémiques au sein de l'UE, n'ont certes pas contribué à enthousiasmer les populations au sujet de l'arrivée prochaine de la nouvelle monnaie. Les gouvernements nationaux concernés par cette substitution ainsi que l'UE mettent pourtant en œuvre de nombreuses mesures censées faciliter la transition et l'adoption de l'euro, mais il manque toujours une confiance minimale. Face à cette situation, la BCE pourrait prendre certaines mesures qui contribueraient sans doute à asseoir plus solidement sa position.

1.2.2 *Problèmes liés à la transparence et à la crédibilité*

Plusieurs aspects propres à la concrétisation de la politique monétaire ou au suivi des performances de la BCE présentent des failles qui nuisent à son indépendance.

En premier lieu, une certaine opacité entoure actuellement les travaux de ses organes. L'institution de Francfort refuse que soient publiés les procès-verbaux de ses séances, ainsi que les votes des gouverneurs nationaux. La raison avancée est certes compréhensible, vu que, de la sorte, la banque centrale de l'Euroland veut éviter que les gouverneurs représentant les Etats IN ne soient soumis à des pressions politiques et assurer que la gestion de la zone reste clairement collégiale et apolitique. Or, en principe, ses homologues qui se targuent d'être autonomes diffusent largement leurs prises de décision, dans le but de transmettre aussi clairement que possible leur stratégie et obtenir de la sorte un soutien étendu. Même si l'entreprise que conduit la BCE est risquée et pleine d'inconnues, moins de confidentialité en ferait sans doute un partenaire plus prévisible, qui pourrait de la sorte mieux bâtir sa crédibilité. En transmettant au moins les décisions prises par l'ensemble du collège, sans entrer dans le détail des positions individuelles, l'institution de Francfort aurait entre les mains un instrument officiel de grande portée et empêcherait de laisser la pression se focaliser sur le seul Président, qui, pour le moment, personnifie l'institution. L'Eurobanque communique pour le reste assez largement, mais, là encore, la manière de transmettre les informations n'est pas toujours bien perçue par les média et les marchés financiers, qui ont encore des difficultés à interpréter correctement certaines de ses actions ponctuelles (The Economist, October 31st 1998, 91, September 25th 1999, special survey, 36, January 6th 2001, 61; Baltensperger, 2000, 63-64).

Un autre reproche fréquemment formulé à l'encontre de la BCE est de ne pas publier d'objectif d'inflation précis, mais de s'en tenir à sa fourchette de stabilité des prix, soit un IPCH harmonisé qui ne dépasse pas deux pour-cent. L'argument avancé par l'organe

d'émission est que cette bande ne constitue pas un objectif explicite, mais fait partie d'une stratégie monétaire globale. La publication de prévisions de renchérissement pourrait suggérer que l'un ou l'autre pilier est prépondérant et entraîner une certaine confusion au niveau des buts visés. Néanmoins, la méthode actuellement choisie laisse planer le doute sur les intentions de la BCE, qui n'est de facto pas obligée de respecter la bande arrêtée pour l'IPCH ou le taux de croissance de M3, mais face auxquels elle oriente une politique encore mal définie (Baltensperger, 2000, 65). Cette stratégie mixte recèle du reste en elle-même un potentiel de confusion sur les intentions des autorités monétaires.

Même si, après deux années de fonctionnement, l'environnement avec lequel l'institut d'émission doit composer est encore mal connu au niveau économique et délicat de par sa structure politique, une affirmation de ses objectifs à moyen terme servirait sans doute à asseoir son rôle. Cela se justifierait d'autant plus que, jusqu'à maintenant, les résultats en matière d'IPCH n'ont pas été si mauvais et que la BCE doit être en mesure de mieux maîtriser l'évolution de la zone. Ce manque de prévisibilité est encore plus regrettable si l'on considère que la BCE n'endosse aucune responsabilité légale en cas de non réalisation de sa mission. Evidemment, cette dernière n'étant pas déterminée précisément, des sanctions à son encontre pourraient difficilement être prises. Pourtant, au vu de l'autonomie accordée, il est curieux que le législateur ne l'ait pas rendue plus garante de ses actes, au moins à moyen terme (Dyson, Featherstone, 1999, 786).

A nouveau, les difficultés inhérentes au fait de vouloir unifier d'abord par la monnaie avant de le faire par les structures politiques amènent des inconnues pour l'organe d'émission, qui se retrouve dans un rôle plus exigeant que celui qui est généralement attribué aux autorités monétaires. Néanmoins, en matière d'application des directives de politique monétaire, les BCN peuvent être poursuivies légalement si elles ne se conforment pas aux décisions prises à Francfort (protocole no 18 sur les statuts du SEBC, article 35), ce qui rend "l'impunité" accordée à la BCE plus contestable.

Bien qu'il semble légitime de confisquer la monnaie aux hommes politiques pour permettre l'édification de l'euro, le manque d'engagement actuel de la BCE par rapport à ses prises de décision et à ses actions diminue d'autant sa crédibilité face à la sphère politique et n'aide pas les ressortissants des pays membres à s'identifier à elle. Par extension, la confiance monétaire de ces derniers ne lui est pas acquise. Le cas de l'Eurosystème constitue même un précédent, puisque, face à un organe d'émission aussi indépendant, aucun autre gouvernement n'accorderait autant de liberté opérationnelle et ne le dispenserait de responsabilité en retour¹.

Les défauts d'implication et de transparence qui affectent la BCE, hormis le fait qu'ils entachent sa réputation, risquent de lui faire endosser des situations qui ne sont pas de son ressort, comme, par exemple, une éventuelle aggravation du chômage au sein de la zone. Avec la consolidation de l'Euroland, lorsque la monnaie sera effective, il faudra veiller à régler ce genre de manquements aux devoirs d'une banque centrale indépendante et carrément revoir ses statuts.

¹ Cf. 1^{re} partie, chapitre 2.

1.2.3 La méprise de la dimension financière

Contrairement à la plupart des banques centrales indépendantes, la BCE n'a pas été investie du rôle de prêteur en dernier ressort, pas plus que chargée du contrôle prudentiel¹. Dans le cadre décentralisé des opérations de l'Eurosystème, les BCN ou des organismes nationaux spécifiques assument en l'occurrence ces fonctions. Or, en cas de crise financière et étant donné le caractère intégré de la zone grâce à l'euro - qui a déjà augmenté la profondeur des marchés européens et va continuer à le faire - les perturbations ne se limiteront pas au(x) pays concerné(s), mais se propageront vraisemblablement à l'ensemble de l'Euroland (Banque des règlements internationaux, 1997, 182). En outre, l'intégration de la sphère financière que va entraîner l'accomplissement de l'UEM se traduira sans doute par des fusions bancaires. Dès lors, il sera d'autant plus difficile pour les instituts responsables d'évaluer les écueils potentiels rencontrés par des établissements sis dans leur territoire de compétence, mais actifs sur le plan continental. Les perturbations de ce type ayant tendance à prendre une forme contagieuse, quelles seraient les conséquences si plusieurs Etats se trouvaient simultanément confrontés à une vague d'illiquidité et que leurs procédures d'interventions ne leur permettaient pas d'intervenir de façon coordonnée? L'absence d'attribution centralisée des fonctions d'ordre prudentiel et de prêteur ultime est porteuse d'une menace pour la bonne marche de la politique monétaire unifiée et la stabilité des prix, qu'une perturbation de cette nature ébranlerait². A ce niveau, le Traité de Maastricht peut mettre en péril l'avenir de la nouvelle monnaie, d'autant plus que, au moment de l'édification des unions monétaires, les menaces de troubles financiers sont connues pour être les plus tangibles. Jusqu'à présent, aucun événement de ce type n'a eu lieu; cependant, l'euro n'est pas encore introduit totalement et ses effets sont loin d'être pleinement ressentis.

Néanmoins, la BCE n'a pas été laissée sans aucune attribution au niveau financier. Elle devrait exercer un droit de regard au cas où une BCN devrait renflouer un établissement, étant donné que, d'une part, cela influencerait sur la conduite de la politique monétaire du territoire concerné et que, d'autre part, en cas de besoin de moyens accrus, l'institut du pays devrait demander à l'organe supranational de lui avancer des fonds (Baltensperger, 2000, 71; Dévoluy, 2000, 107; *The Economist*, October 31st 1998, 92).

Plusieurs raisons justifient pourtant la solution actuellement choisie. En premier lieu, les établissements qui pourraient provoquer de tels troubles sont soumis aux législations des Etats dans lesquels ils sont établis, ce qui explique que l'assistance soit décidée par les organes compétents du pays en question. Dans ce contexte, la BCE est chargée de réunir et diffuser les informations ayant trait au contrôle prudentiel, ainsi que de formuler des conseils dans ce domaine, mais le Traité ne stipule pas formellement qu'elle soit compétente en matière de prêt de dernier ressort. Là aussi, son rôle éventuel est consultatif, sur demande des Etats membres, de la Commission ou de l'Ecofin (Dévoluy, 2000, 108-109; Papadia, Santini, 1999, 50-53). Bien que le débat au sujet de la responsabilisation ou non de la banque centrale au niveau de la surveillance bancaire fasse toujours couler beaucoup d'encre, le fait de priver la BCE de moyens efficaces d'intervention en cas d'illiquidité financière comporte un potentiel de déstabilisation pour l'Euroland. Deuxièmement, la volonté d'éviter l'émergence de l'aléa moral³ aura pesé dans le choix de ne pas confier cette mission à la BCE. Cependant, il faut aussi admettre que, malgré l'acquis communautaire et la

¹ En principe, au moins l'une de ces deux fonctions se trouve assumée par la banque centrale, cf. chapitre 1^{er}.

² Cf. 1^{ère} partie, chapitre 2.

³ Cf. 1^{ère} partie, chapitre 2.

mise en place de la monnaie unique, de nombreuses différences de législations demeurent entre les Etats, d'où des appréciations tout de même différentes des menaces éventuelles.

Malgré cette relative désorganisation, l'institution de Francfort s'est tout de même vu attribuer la responsabilité de "promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement" (article 105 du Traité¹), et cela au titre de ses missions fondamentales. Il y a lieu de croire que si, en raison des motifs développés ci-dessus, elle ne parvenait pas à honorer cette fonction, sa capacité à gérer de façon autonome l'Eurosystème ne manquerait pas d'être discutée au niveau politique.

Comme dans le cas d'autres banques centrales réputées indépendantes, il apparaît que la marge de manœuvre allouée à la BCE n'est pas totale et que, même si elle a été élaborée pour correspondre au mieux à l'environnement très particulier qui est le sien, elle n'échappe pas à une certaine intrusion de la sphère politique, au détriment d'un fonctionnement supérieur. Le caractère récent de cet organe l'expose évidemment à certaines maladies de jeunesse. Néanmoins, l'ampleur de sa mission est telle qu'il faudra dans les meilleurs délais remédier à certaines failles qui pourraient faire capoter le projet de l'euro et mettre à mal un des plus grands succès de l'UE, son volet monétaire. Par ailleurs, points forts et défaillances de l'autonomie se ressentent aussi au niveau extérieur. Ils influencent directement la considération de l'euro et de son émetteur et ne peuvent pas non plus être négligés.

Par. 2 Interactions avec l'environnement extérieur de la zone euro

Comme cela a été présenté dans la partie précédente, le statut d'une banque centrale est également important pour établir la relation entre monnaies et contribuer à l'obtention d'un certain climat avec les marchés financiers. Dans le cas de la BCE, les rapports extérieurs ne se limitent pas au SMI, mais doivent en outre composer avec des éléments internes au SEBC, quoique détachés du champ d'action de l'organe monétaire.

C'est de la dualité de ce lien externe qu'il faut tenir compte lorsqu'il s'agit de déterminer les répercussions de l'environnement international sur la BCE, ainsi que son ascendant propre sur ce cadre extraterritorial.

2.1 Effets sur l'indépendance des rapports de la BCE avec le reste du SEBC

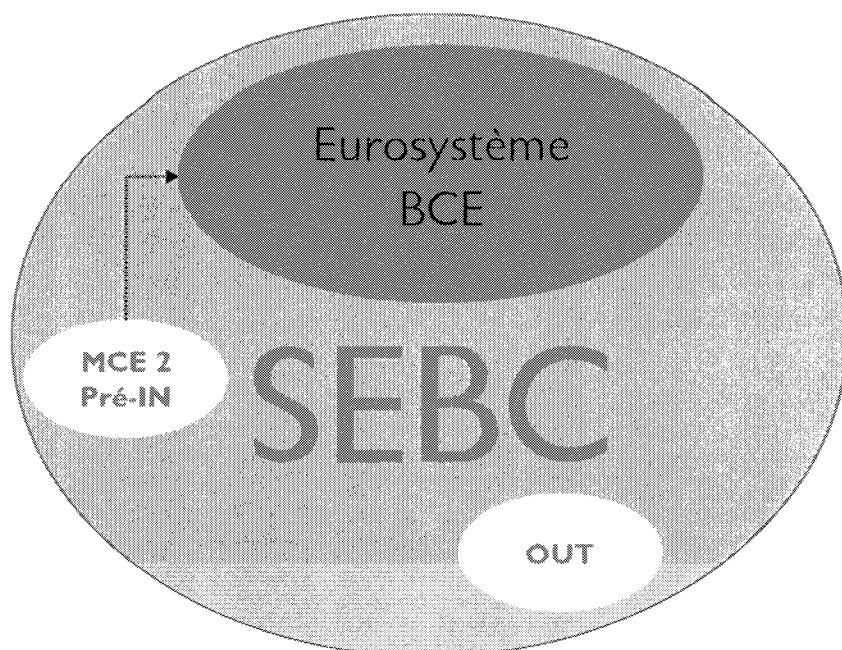
Comme présenté précédemment, certains membres de l'UE ont préféré, pour l'heure, renoncer à l'introduction de l'euro, mais font néanmoins partie du SEBC². Vu leur situation particulière, il est plus opportun de traiter de leur influence sur le statut de la BCE en termes d'effets extérieurs qu'au niveau des interactions internes présentées précédemment. Deux cas de figure se distinguent et méritent une analyse séparée. Schématiquement

¹ Correspond à l'article 105 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 82).

² Cf. chapitre 6. Dans ce paragraphe, les relations qui unissent la France et le Portugal à certains territoires d'outre-mer et qui constituent des zones monétaires (respectivement espaces CFA et Escudo) ne seront pas prises en compte, étant donné que, selon la décision de l'UE à ce sujet, ces accords sont du ressort des pays membres concernés. Leur maintien est autorisé, à condition qu'ils ne perturbent pas la gestion monétaire de la zone euro (Union européenne, 10 mars 2001B).

(cf. figure 11), le SEBC est pour l'heure constitué par un noyau dur et une zone périphérique, auxquels se joint un troisième groupement ni tout à fait rattaché ni complètement détaché.

Figure 11 La composition hétérogène du SEBC



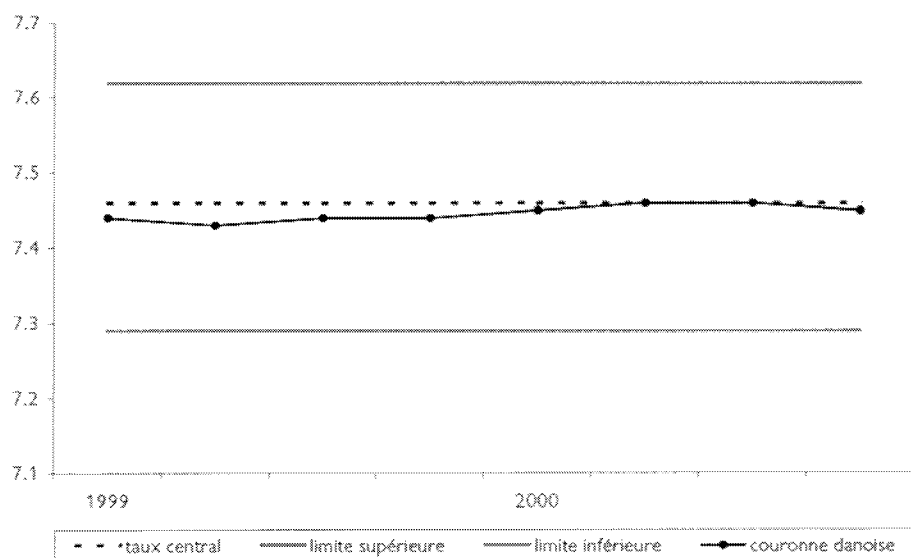
Source : élaboration personnelle, 2001

2.1.1 Le cas pré-IN

Jusqu'à la fin de l'année 2000, la Grèce et le Danemark avaient le statut de pré-IN. Le premier étant devenu membre à part entière de l'Eurosystème, seul l'Etat danois se trouve actuellement dans l'anti-chambre de l'euro. Comme cela a été mis en exergue dans le chapitre précédent, l'appartenance au MCE 2 exige de la banque centrale danoise que la couronne respecte une marge de fluctuation donnée par rapport à l'euro. Au lieu des quinze pour-cent de variation à la hausse ou à la baisse qu'exige la participation à ce mécanisme, le Danemark a conservé la marge étroite qui servait de référence lors de la période de convergence. Néanmoins, la législation ayant trait à son institut d'émission n'a pas connu les adaptations entreprises par les IN pour être qualifiés. Cet état de fait est sans conséquence particulière pour le maintien du lien qui unit la BCE et le pré-IN, étant donné que, en cas de déviation par rapport à la monnaie unique, c'est à ce dernier que revient la responsabilité de prendre les mesures qui s'imposent pour respecter la marge de fluctuation. Depuis le lancement de l'euro, la couronne danoise est restée proche de son cours central. Elle a fermement maintenu son objectif de taux de change (European central bank, March 2001, 61*; Danmarks Nationalbank, January 2001) et cela malgré la baisse quasi continue

dont a été affectée l'unité de compte de l'Eurosystème (cf. graphique 15). Le Danemark continue, en fait, dans la voie qu'il suivait déjà lors du SME¹.

Graphique 15 Evolution du cours de la couronne danoise pour un euro et marges étroites, 1999-2000



Sources

European Central Bank, Monthly Bulletin, March 2000, 49*, March 2001, 62*; Danmarks Nationalbank, January 2001

Au niveau de l'indépendance de la BCE et des BCN, cette situation appelle deux remarques. D'une part, elle ne porte pas préjudice à la marge de manœuvre octroyée aux banques centrales membres de l'Eurosystème. En effet, en cas de déviation de la couronne par rapport à son cours central, la BCE peut lui venir en aide, si elle le désire, et dans la mesure où l'intervention ne perturberait pas son objectif premier de stabilité des prix. Evidemment, lors d'un dérapage danois problématique pour le respect des critères du MCE 2, l'attitude qu'aura à son encontre la BCE sera attentivement suivie, car, d'autre part, cet espace annexe à l'Euroland est censé servir de sas d'approche aux membres futurs² de l'UE. Les candidats retenus devraient la rejoindre au cours de la prochaine décennie et, à terme, ils intégreraient aussi la zone monétaire. Dans ce contexte, il y a un risque que la situation danoise s'éternise: elle constituerait un Euroland de deuxième catégorie, procurant des avantages suffisants pour que ses adhérents ne veuillent se résoudre à assimiler complètement l'euro et négocient au coup par coup des statuts exceptionnels, ce qui serait dommageable pour la monnaie unique et, par conséquent, pour la crédibilité de la BCE. En outre, lorsque des pays économiquement moins robustes que le Danemark rejoindront le MCE 2, il y a fort à parier que la BCE devra, au moins dans un premier temps, coopérer

¹ Cf. chapitre 6, pour les détails relatifs à la participation danoise au SEBC et les raisons qui l'ont fait renoncer à l'Eurosystème.

² Pour l'heure, les pays candidats sont la Bulgarie, Chypre, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovénie (Problèmes économiques, 28 juin 2000, 23).

plus activement qu'actuellement pour les aider à maintenir leurs cours. Cela pourrait se ressentir sur la stabilité de l'euro et donc porter préjudice aux résultats de la politique monétaire unique, critère essentiel pour la validité du statut d'indépendance. Cette réserve quant au rôle probablement amplifié de la BCE dans le cadre du MCE 2 tient au fait que le fonctionnement du mécanisme parallèle doit être considéré comme crédible, selon la décision du Conseil européen à ce propos. Bien sûr, les Etats qui sont actuellement sur les rangs devront converger suffisamment et consentir de nombreuses adaptations de leur législation, notamment monétaire, pour rejoindre l'Union et être en conformité avec les attentes du SEBC (Union européenne, 10 mars 2001A; Problèmes économiques, 28 juin 2000, 24-25). Néanmoins, le cas danois et l'existence du MCE 2 appellent une réflexion sur l'adaptation, à l'avenir, des missions de la BCE, qui se retrouvera sans doute avec un objectif supplémentaire à gérer - celui du mécanisme de change périphérique - et, par conséquent, un risque supplémentaire pour le maintien de son statut actuel, si les diverses missions confiées deviennent incompatibles.

2.1.2 Les pays OUT

A la différence du Danemark, la Suède et le Royaume-Uni ont choisi de se tenir complètement à l'écart de l'Euroland et cela en raison de l'Europhobie assez largement répandue au sein de leurs populations. Par conséquent, leurs monnaies flottent librement par rapport à l'euro (Gaudard, 1999B, 5-6), ne respectant même pas la large marge de plus ou moins quinze pour-cent du MCE 2. Néanmoins, à l'instar du cas danois qui est pourtant différent, leurs banques centrales sont membres du SEBC et ont dû participer au financement du capital de la BCE, certes dans une moindre mesure que les IN, puisqu'elles n'ont souscrit que cinq pour-cent du montant qui leur aurait été demandé en cas d'adhésion à l'Euroland.

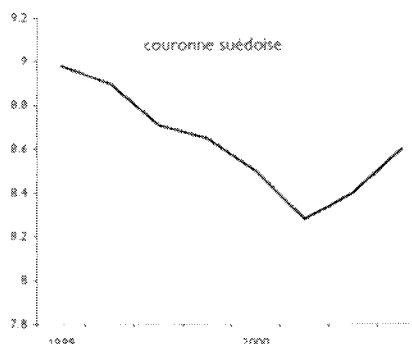
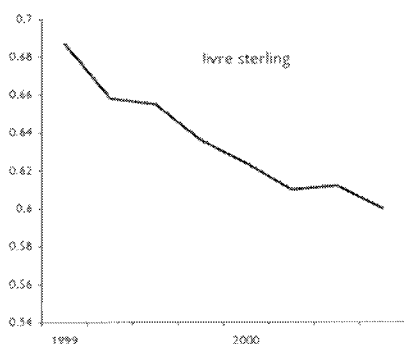
Dans les situations suédoise et britannique, il n'y a aucune obligation pour leurs instituts d'émission de mener une politique de change qui ne perturbe pas le développement de l'euro. La Suède constitue une exception très particulière: bien qu'à l'écart de l'Eurosystème et du SME bis, elle n'est pas non plus exemptée de participer, à terme, à la monnaie unique. Pourtant, à l'heure actuelle, si elle répond aux critères de convergence en matière d'inflation et de déficit budgétaire, elle n'est pas en dessous des soixante pour-cent du PIB requis pour la dette publique. En matière de taux de change, la situation est encore plus claire: les autorités monétaires suédoises laissent fluctuer fortement la couronne, qui, depuis le lancement de l'euro, s'est retrouvée nettement au dessus de son niveau d'équilibre hypothétique (cf. graphique 16). La banque nationale a, d'entente avec son gouvernement, choisi de s'en tenir fermement à son objectif de stabilité des prix à la consommation de deux pour-cent (Banque centrale européenne, 2000, 5-6, 40-57), donnant par là même la préférence à sa cible explicite d'inflation au niveau national plutôt qu'à une prochaine intégration de l'UEM.

Concernant la Grande-Bretagne, il s'agit d'un out plus univoque, dans le sens, où, pour l'heure, elle n'est même pas pressentie comme future adhérente à la zone. Par conséquent, il n'y a aucune obligation pour la banque d'Angleterre de se conformer aux directives touchant les BCN, ni en matière statutaire ni du point de vue de la conduite de sa politique monétaire (Banque centrale européenne, 2000, 67).

Ces positions particulières font émerger une zone grise dans la direction de l'UEM, qui était censée compter tous les membres de l'UE. Cela contraint actuellement les ministres responsables à se réunir de façon informelle au sein de l'Euro 12, alors que les décisions légales afférentes à l'Euroland doivent être votées par les quinze, ce qui complique

passablement le développement de la zone. Dans ce contexte, l'attitude de la Grande-Bretagne est particulièrement importante, vu qu'elle abrite un des principaux marchés financiers européens. Fidèle à sa politique de cavalier seul au sein de l'Union, ce pays a, par exemple, exercé son droit de blocage, lorsqu'il s'agissait de réformer ce secteur économique (Dyson, Heatherstone, 1999, 565, 575). Conscient des lacunes en matière de contrôle prudentiel, l'Euro 12 aimerait, entre autres, mettre en place une autorité paneuropéenne de régulation des marchés boursiers. Il va de soi que l'intégration des places nationales constitue un point essentiel pour l'avenir de l'Eurosystème et que la désorganisation qui y règne fait peser un risque sur l'euro¹. Pourtant, le Royaume-Uni ne veut, pour l'heure, pas entendre parler d'une solution supranationale, mais donne toujours la préférence à une meilleure coordination (The Economist, July 22nd 2000). Plus encore que la Suède, l'exemption anglaise pose donc un problème de taille à la gestion monétaire commune, étant donné que, même hors de l'Euroland, les autorités britanniques peuvent en influencer le développement et interfèrent avec la notion même d'indépendance de la BCE, puisque, de fait, elles contribuent à la mettre en question, si ce n'est en péril. Si les futurs membres de l'UE devaient se tenir eux aussi à l'écart de l'euro, cela ne ferait qu'aggraver la situation et risquerait même de paralyser le volet monétaire. Toutefois, ce cas de figure semble peu probable, car, pour les Etats sur les rangs, l'adoption de l'euro constituerait, d'une part, un avantage économique et, d'autre part, ils ne sont pas comparables à l'Angleterre, voire à la Suède, sur le plan de la puissance économique et financière, ce qui devrait exclure qu'ils se tiennent à l'écart de l'UEM.

Graphique 16 Evolution de la livre sterling et de la couronne suédoise pour un euro, 1999-2000



Sources

European Central Bank, Monthly Bulletin, March 2000, 49*, March 2001, 62*

Les OUT du type suédois ou anglais demeureront probablement des cas isolés. Nonobstant, ils n'en exercent pas moins une influence négative sur la crédibilité de l'Eurosystème et donc de la BCE. Ces pays, bien qu'ils ne profitent pas des avantages économiques escomptés de l'introduction de la monnaie unique, notamment en termes de disparition des fluctuations de change et des coûts de conversion, tirent néanmoins bénéfice de l'unification monétaire des autres membres de l'UE. Les transactions qu'ils passent avec leurs partenaires de l'UE sont

¹ Cf. paragraphe précédent.

réalisées dans une seule devise. Certes, si leurs unités de compte respectives devaient fortement et durablement diverger par rapport à la monnaie unique, ce qui est le cas actuellement (cf. graphique 16), cela pourrait porter préjudice à leurs performances, étant donné l'importance des échanges intra-européens et leur position, dans certains cas, de price-taker par rapport à l'euro (Gaudard, 1999B, 15).

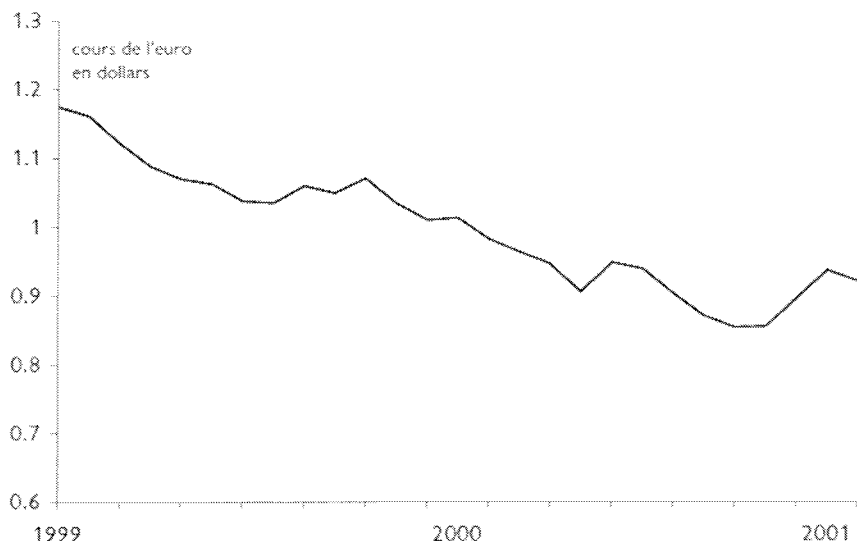
Cependant, en admettant que, à terme, un certain niveau d'équilibre s'établisse entre les monnaies OUT et l'euro et que, de la sorte, leur maintien à la périphérie n'occasionne pas d'inconvénient majeur, ils représenteraient une preuve que la monnaie unique n'est pas une nécessité. Outre le fait que cela amoindrirait l'image de l'UE et freinerait encore le processus d'unification politique de l'ensemble, cela porterait préjudice à la BCE dans la réalisation de sa mission, qui paraîtrait de la sorte beaucoup moins incontournable. De surcroît, vu les relations pour l'heure assez tendues qui ont cours entre l'organe monétaire et les autorités politiques des nations IN, cela se ressentirait aussi au niveau de l'Euroland et pourrait provoquer des tentations de sortie de l'UEM - que ce soit en phase III ou lors de l'étape finale (Barthe, 2000, 242). Cependant, les Etats qui seraient attirés par de telles manœuvres savent qu'une solution du type SME n'est pas viable dans l'environnement actuel. Dès lors, renoncer à l'Eurosystème équivaudrait à retourner au flottement, ce qui entraînerait sans doute plus de coûts que de bénéfices pour les membres de l'UE, à moins, évidemment, que la nouvelle unité de compte ne soit vraiment pas satisfaisante pour ceux qui y ont souscrit. Il est aussi beaucoup attendu de l'euro au niveau international, contexte dans lequel il n'est pas non plus possible d'omettre les répercussions de la latitude d'action de la BCE et de son aménagement pratique.

2.2 *La BCE et le système monétaire international*

A première vue, étant donné l'objectif statutaire dont a été investi l'institut d'émission de l'Euroland, il semble qu'analyser sa situation au sein du SMI présente peu d'intérêt pour jauger de son indépendance. Néanmoins, la BCE ne peut ignorer l'évolution du cours de l'euro. En cas de fluctuations importantes du taux de change, notamment à la baisse, son niveau peut également influencer - via le processus de l'inflation importée - la stabilité des prix au sein de la zone dont elle a le contrôle. Force est de constater que, depuis le 1^{er} janvier 1999, un tel développement a lieu, ainsi que l'illustre le graphique 17.

L'euro n'a pas fléchi que face au dollar, mais par rapport à toutes les devises internationales, parmi lesquelles la livre (cf. graphique 16) et le franc suisse, pourtant fortement imbriqués économiquement à l'Eurosystème. Si le graphique 17 se limite au développement enregistré par rapport au dollar, c'est que ce dernier est la monnaie clé du SMI, ce qui permet de rendre compte de la baisse globale de l'euro au cours de ses deux premières années d'existence. La cotation extérieure de la monnaie retranscrit l'appréciation générale qu'en ont les agents, qui communiquent par le jeu de l'offre et de la demande leurs avis sur sa qualité. Dans le cas d'espèce, le jugement a été sévère et, pour l'heure, univoque.

Graphique 17 Evolution mensuelle du cours de l'euro exprimé en dollar, janvier 1999 – février 2001



Sources : European Central Bank, Monthly Bulletin, December 2000, 60*, March 2001, 60*; Khaber et al., 2000, 15

La valeur extérieure initiale de l'euro, fixée à 1,1747 dollar au moment de son lancement, avait peut-être le mérite de correspondre aux attentes de l'UE et de ses membres, qui voulaient une devise forte, encore davantage que ne l'était le deutsche mark. Les intervenants sur les marchés jugèrent d'entrée ce niveau surfait par rapport à la situation macroéconomique des onze, respectivement des douze, ainsi qu'en regard de la vigueur de l'économie américaine (Khaber et al., 2000, 15-17). Qui plus est, l'ampleur de la transformation monétaire en cours dans l'Euroland ne peut appeler d'entrée un soutien inconditionnel, et il est naturel qu'un certain scepticisme l'entoure tant que les espèces fiduciaires ne seront pas introduites. De surcroît, les questions soulevées par le statut de l'organe d'émission et les tensions générées à l'intérieur de l'Eurosystème par la conduite de la politique monétaire ont aussi compté dans cette évolution et n'ont pas contribué à rassurer les agents.

Cette décrue de la nouvelle unité de compte a provoqué une certaine déception au sein des autorités de la zone, puis a donné lieu à des commentaires discordants de la part des gouvernements nationaux. Néanmoins, jusqu'à un certain point, la BCE s'en est tenue à sa seule mission de stabilité des prix. Elle dut pourtant se décider à appuyer sa monnaie quand le niveau de cette dernière risquait de provoquer une hausse des prix intérieurs. C'est ainsi qu'elle intervint de façon concertée avec ses correspondantes américaine, japonaise, anglaise¹ et canadienne, lorsque la valeur d'échange de l'euro atteignit 84,8 cents, le 22 septembre 2000. Une deuxième opération de soutien, orchestrée cette fois par la seule

¹ La participation de la Banque d'Angleterre à l'opération de soutien en faveur de la monnaie unique n'a pas manqué de donner lieu à certains commentaires cyniques à l'encontre de l'euro et de la nécessité de son introduction.

BCE, eut lieu au début novembre (Vallana, 2000; Pasqua, 2000, 19; European Central Bank, October 2000, 31, Press Releases, 22nd September 2000, 3rd November 2000). Même si le cours s'est légèrement repris, il est bien éloigné de son niveau initial, tout comme de la barre psychologique que représente la parité avec le dollar.

Cette faiblesse de la monnaie unique ne peut être imputée qu'à la seule banque centrale, mais tient à un ensemble de considérations, économiques ou non. Il ne faut cependant pas négliger la part de responsabilité due aux insuffisances de l'indépendance au niveau interne, qui tendent aussi à discréditer l'euro. En outre, au niveau de la validité de l'autonomie appréhendée sous l'angle extérieur, deux lacunes essentielles, symptomatiques des défaillances relevées à l'intérieur de la zone, mériteraient aussi une correction.

2.2.1 Les domaines de compétence

En l'état actuel des choses, il existe une certaine incohérence dans les prérogatives monétaires extérieures accordées à la BCE et celles qui sont du ressort politique.

En matière de régime et d'accords spécifiques de change, le Conseil de l'Union est qualifié pour en décider, après consultation de la BCE (article 109¹). Cela est conforme à ce qui se passe généralement dans les économies s'appuyant sur un institut d'émission indépendant². En revanche, en matière d'interventions de change, la banque de l'Euroland est, pour l'heure, seule responsable pour juger de leur opportunité. Pour les institutions monétaires hors euro, ce type d'action est décrété par les autorités, plus généralement par le Ministre des Finances, tandis que les organes d'émission exécutent la tâche en y engageant leurs réserves (Lastra, 1999, 214). Cette particularité opérationnelle s'explique par la nature du cadre politique européen actuel, qui rend impossible la désignation d'un représentant politique qui soit qualifié pour prendre pareille décision. En outre, cette séparation inhabituelle des compétences peut engendrer des conflits, rien ne contraignant actuellement la BCE à respecter les directives prises par l'Ecofin en matière d'accords de change, si elle estime que les recommandations qu'il émet peuvent menacer l'objectif de stabilité des prix. Face à ce potentiel de crise, l'Ecofin a décidé, lors du Sommet européen du Luxembourg, de ne donner des orientations générales sur les taux de change que lors de circonstances exceptionnelles (The Economist, May 13th 2000, 85; Khader et al., 2000, 18; Dévoluy, 2000, 96-97). Cette imprécision des attributions externes a la même origine que celle qui prévaut en matière de dessein économique commun à l'UE et qui affaiblit le développement de l'Eurosystème, en le privant d'un leader politique bien défini.

Ce contexte génère une autre pierre d'achoppement. En effet, lors de telles manœuvres, la BCE engage les réserves qui lui ont été confiées par les BCN et, étant donné que le taux de réussite de telles opérations est actuellement très faible - d'autant moins lorsque la liberté de manœuvre de la banque centrale ne semble pas solidement établie³ -, une telle prérogative pourrait contribuer à contester le statut de l'institut de Francfort en lui faisant porter toutes les conséquences en cas d'échec d'une telle manœuvre. Cela s'est du reste produit lors des deux tentatives pour relever l'euro faites dans la seconde partie de l'année 2000 et qui ont porté de bien maigres fruits.

¹ Correspond à l'article 111 de la version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne (Union européenne, 1997, 85).

² Cf. chapitre 6, par. 2 et 2^{ème} partie.

³ Cf. 2^{ème} partie, chapitre 2.

L'enchevêtrement des compétences au niveau international ne contribue donc pas à asseoir solidement l'euro sur les marchés. Cet état de fait est encore aggravé par une représentation internationale de l'euro qui n'est pas univoque, mais qui se fait par des truchements fort divers.

2.2.2 *La représentation internationale*

Bien que participant à l'UE, les pays concernés ont conservé leur identité nationale. Cette constatation vaut également pour les membres de l'Euroland, quoique dans une moindre mesure. Ils demeurent certes des entités souveraines distinctes, mais le cadre formé par le droit monétaire de l'Eurosystème limite davantage certaines de leurs prérogatives d'Etat individuel que cela n'est le cas des pré-IN ou des OUT, qui peuvent connaître certaines réserves, moins contraignantes que les IN. Ces derniers sont liés par la politique monétaire unique et ils doivent, dans certaines situations, s'efforcer de parler d'une même voix. Dans le cadre intérieur de l'Euroland, cela entraîne déjà certaines complications, comme cela a été présenté dans le paragraphe précédent. Au niveau des relations monétaires extérieures, la situation est encore plus complexe et conduit à deux types d'arrangements.

En premier lieu, les adhérents à l'Eurosystème peuvent conserver leur statut de membre individuel auprès d'organismes qui ne touchent pas directement à la formulation de la politique monétaire. Tel est le cas pour leur appartenance au FMI. Néanmoins, dans le courant de 2002, il est vraisemblable que les nations européennes IN ne disposeront plus de leur propre monnaie. Dès lors, l'institution de Bretton Woods a dû concéder un statut d'observateur à la représentation extérieure de la zone, composée de membres de la BCE et de la Commission européenne. Cette reconsidération des conditions de représentativité de la zone ne sont pas anodines, étant donné que le franc français et le deutsche mark constituent des monnaies sur lesquelles se définit, entre autres, le DTS. La douzième révision de ses quotas, qui devrait s'engager en 2003, donnera l'occasion au FMI de prendre en compte le nouvel ensemble et de décider de l'intégrer entièrement dans le calcul de son unité de compte, ce qui devrait porter l'euro à constituer trente-deux pour-cent de la valeur du DTS. Pour pouvoir traiter directement avec la BCE, il faudra encore qu'elle ait un pendant politique clair qui siège au Conseil d'administration. Faute de quoi, le Fonds devra continuer à passer par les Etats individuels IN, selon les exigences liées à son fonctionnement (Barthe, 2000, 251; Lastra, 199, 215). En outre, les représentants politiques de l'UE devront prendre garde au fait que la livre, qui détermine aussi en partie le DTS, n'est pas IN mais pourtant membre du SEBC, ce qui pourrait conduire à des incohérences dans les lignes de conduite et les positions adoptées dans l'enceinte du FMI d'une part et au sein de la zone d'autre part.

Deuxièmement, en ce qui concerne le G7, il a fallu aller plus avant lors des discussions relatives aux politiques macroéconomiques et de change. Jusqu'à fin 1998, la France, l'Italie et l'Allemagne parlaient chacune d'une voix distincte, bien qu'elles aient été chapeautées par un représentant de l'UE, issu de la Commission européenne. Depuis le lancement de l'euro, le G7-Finances a vu le nombre de ses participants diminuer à cinq, la zone euro s'y exprimant d'une voix. Cependant, la représentation monétaire européenne est variable et peut prendre deux formes. Elle est bicéphale, lorsque le Président de la BCE est accompagné du Président du Conseil de l'euro, pour autant que ce dernier soit issu de l'une des trois nations européennes qui siégeaient jusque-là aux G7-Finances. Si tel n'est pas le cas, le Président de l'Euro 12 - qui change tous les six mois - est accompagné par un ministre en provenance d'un des trois anciens participants individuels - qui accomplissent cette mission à tour de rôle pour une année -, ainsi que par le numéro un de la BCE (Barthe, 2000, 251).

Parallèlement, la Grande-Bretagne a conservé sa place à part entière, statut de OUT oblige. Par ailleurs, lors des réunions des Chefs d'Etat du G7, tous continuent à siéger comme avant l'introduction de l'Euro, le Président de la Commission assistant aux séances, selon la règle instituée après Maastricht.

Pour une monnaie encore au stade scriptural, l'euro joue déjà un rôle important dans l'économie mondiale, tant par son influence sur les performances économiques générales qui découlent de son taux de change que par ses fonctions de réserve, qui vont encore s'accroître lors de sa complète introduction (Lefebvre, 1998, 326; *The Economist*, 7th October 2000, 155). Malgré ces faits, aucune solution n'a pour l'instant été trouvée pour l'asseoir plus solidement face au reste du SMI: sa gestion ainsi que sa représentation internationales font toujours l'objet de compromis politico-monnaïres mouvants et peu fiables, dont les termes mêmes sont porteurs de conflits.

Dans de telles conditions, il est difficile pour la BCE de consolider son statut et de renvoyer une image qui inspire confiance. Sa crédibilité à l'extérieur se ressent du fait des dissensions dont elle est l'objet à l'intérieur de la zone, tant au niveau du SEBC - avec lequel elle a dû mettre en place un *modus vivendi* à deux niveaux - qu'à celui même de l'Eurosystème. Outre la diminution des frais de transactions internes et externes, un dessein important de l'édification de l'Euroland est de faire de l'euro une monnaie de premier ordre sur le plan international, ce qui, en augmentant sa liquidité, devrait la rendre moins volatile (De Grauwe, 1999, 33). Vu les problèmes déjà considérables que la BCE rencontre dans ses relations avec les membres de l'UE qui ne dépendent pas de son autorité et les incohérences qui découlent de sa situation dans le SMI, l'avenir de l'euro n'est pas encore assuré. Il faudrait déjà prendre en considération les faiblesses qui caractérisent le statut de l'organe faïtier au niveau interne et y apporter les corrections qui s'imposent pour augmenter sa crédibilité. La refonte institutionnelle de l'UE devrait permettre d'éclaircir l'écheveau des compétences supranationales et étatiques, ainsi que de doter la BCE d'un *alter ego* politique, qui, de par ses qualités d'interlocuteur unique, l'amènerait à produire une gestion monétaire plus efficace et mieux perçue dans l'Euroland. Ce recadrage des activités serait ensuite aisé à transposer hors de la zone et donnerait plus de chance à la monnaie unique de correspondre à ce qu'on en attend.

L'illustration de la notion d'indépendance offerte par le cas de la BCE a permis de se rendre compte que, en l'absence d'un contexte politique clair et univoque, la plus autonome des banques centrales se trouve tout aussi limitée qu'une homologue moins préservée légalement. Les provisions entourant sa marge de manœuvre sont très vastes, mais ne seront pleinement effectives que lorsque la fusion des niveaux national et supranational sera réalisée dans plusieurs domaines, à commencer par une simplification des relations entre organe faïtier et BCN, ainsi qu'une reconsidération des pouvoirs de décision politique.

Il est pour l'heure assez naturel que les Etats individuels aient du mal à renoncer à leurs réflexes nationaux. L'introduction fiduciaire de l'euro - pour autant qu'elle réussisse - devrait permettre d'améliorer la situation de la BCE en accentuant sa crédibilité. Cependant, le contexte général dans lequel elle œuvre, à un moment charnière de la construction monétaire, n'est pas idéal. En ce sens, l'indépendance dont sont investis les organes

monétaires est bien pensée et affiche une cohérence par rapport à l'ensemble dans lequel elle s'exprime. Cependant, la médaille comporte aussi son revers et certaines des faiblesses dont leur statut est empreint pourraient compliquer la tâche de la BCE et de ses subordonnées dans l'accomplissement de leurs missions. Qui plus est, vu le caractère très délicat de sa mission actuelle, l'institution de Francfort court de nombreux risques d'échecs, prix à payer pour la stratégie européenne, qui consiste à mettre la monnaie avant la politique.

De par sa marge de manœuvre et le peu de comptes qu'elle doit rendre, la BCE pourrait même devenir une sorte de bouc émissaire à l'échelle de l'Union, coupable de maux dépassant ses compétences. Cela conduit à dire que, pour que la banque centrale puisse mener une politique efficace et donc que l'euro soit une bonne monnaie, il faudra bien se résoudre à remédier aux carences de nature institutionnelle de l'UE ou alors laisser complètement la bride sur le cou de la BCE. Cette dernière éventualité ne serait évidemment envisageable que si l'euro est une réussite. Néanmoins, dans ce cas-là également, l'indépendance en ferait une institution trop puissante, d'autant plus que, à l'instar de n'importe quelle banque d'émission, les personnes qui la gouvernent n'ont aucune légitimité démocratique eu égard aux citoyens concernés en premier chef.

Aussi bien pensée soit-elle, la BCE ne peut remédier aux failles qui sont du ressort des autorités gouvernementales et, afin d'assurer sa crédibilité et éclaircir son cadre d'activités, il faudrait lui donner un pendant politique. Evidemment, cela serait contraire à l'esprit du Traité de Maastricht concernant l'autonomie de la BCE, qui veut qu'elle soit totalement libre de l'influence d'Etats ou de représentants européens (Padoa-Schioppa, 2000; Schmidt, 1995, 15). Cependant, il vaudrait mieux pour l'avenir monétaire européen que la marge de manœuvre de l'organe faïtier soit définie précisément par rapport à une contrepartie connue que laissée en l'état, sous l'emprise d'autorités floues et sous le feu de critiques auxquelles elle sert souvent d'exutoire.

Conclusion

Au début du XXI^{ème} siècle, l'indépendance des banques centrales apparaît comme un élément incontournable du fonctionnement des économies industrialisées. Sa substance dépasse les considérations internes en faveur desquelles elle a d'abord été introduite - principalement afin de maîtriser l'inflation -, pour s'inscrire dans le contexte global au sein duquel évoluent les nations avancées. La prise en compte des dimensions relatives au régime de change et financières finit de conforter son utilité dans l'environnement en place. La nécessité de ce statut ne l'unifie cependant pas: il est impossible de donner une définition standardisée de sa teneur, ni de le faire correspondre à un schéma unique d'application. Il est davantage retranscrit par un "faisceau d'indices" que normalisé. Dans tous les cas d'espèce analysés, l'indépendance conserve des particularités nationales, fonctions de l'histoire et de l'organisation des Etats où elle s'exprime.

Malgré le caractère indispensable de l'autonomie monétaire sur lequel aboutit ce travail, ce statut suscite toujours des controverses. Deux camps d'adversaires de l'indépendance se détachent aujourd'hui, représentatifs de conceptions antagonistes de l'économie. Le premier voit dans cette marge de manœuvre accrue une preuve supplémentaire du mouvement néolibéral et de son corollaire, la privatisation du domaine public. Pourtant, la propagation de l'autonomie dans le monde développé n'est pas un signe supplémentaire du recul de la sphère publique par rapport au domaine privé. Elle a précédé le phénomène de dénationalisation particulièrement patent depuis une décennie et obéit à une logique hors marché de maximisation du bien collectif. Qui plus est, les organes monétaires ne sont pas au-dessus des lois et ne constituent pas une force gouvernementale parallèle. Les autorités nationales les maîtrisent toujours et, malgré l'augmentation de la latitude d'action des banques, elles ne les ont pas laissé s'imposer comme un contre-pouvoir économique. L'indépendance ne peut exister qu'en regard d'un gouvernement, relation qui est au cœur de sa raison d'être. Du reste, les instituts d'émission sont toujours privés de fondement démocratique, donc incapables de concurrencer l'Etat dans ses attributs. S'ils devaient, à l'avenir, être constitués par des membres élus par les citoyens, ils tomberaient de facto dans les mêmes travers partisans qui affligent les dirigeants politiques et leur indépendance n'aurait plus de sens.

L'autre grand courant qui conteste l'autonomie n'hésite pas à la considérer comme inutile, étant donné que les fonctions des banques centrales sont désuètes et qu'il faut passer à l'étape suivante, celle de leur démantèlement pur et simple. En effet, d'après cette conception, les développements financiers et techniques priveraient de fait les organes nationaux du contrôle de la monnaie centrale, émise essentiellement par les banques commerciales au travers d'opérations scripturales. Nonobstant, face à la globalisation financière, le statut hors marché des institutions monétaires s'avère toujours nécessaire pour désamorcer les crises et aménager un environnement aussi stable que possible en cas de perturbations, à l'abri d'objectifs dictés par la seule profitabilité.

Même si ces deux cas de figure présentent des positions extrêmes, il faudra peut-être s'attendre à ce que, à l'avenir et suivant le modèle européen, le nombre de banques centrales en activité diminue. Les groupements régionaux d'Etats, formule qui connaît un engouement nouveau depuis les années 1990, y trouveraient peut-être - à l'instar de l'UE - plus systématiquement leur compte si les disparités de change et des conditions monétaires s'atténuaient, voire disparaissaient entre les membres. En revanche, rien n'indique encore que les nations sont disposées à se fondre en entités supranationales. Au vu de telles perspectives et pour autant que la volonté politique soit réelle, l'autonomie monétaire

jouera à l'avenir un rôle plus décisif encore, comme illustré par le cas de l'Eurosystème. Même les économies qui auraient décidé de se tenir à l'écart de la régionalisation devront faire face à un contexte monétaire extérieur d'autant plus puissant que moins hétérogène. Cela nécessitera pour leur politique monétaire de disposer de moyens adéquats, pour lesquels l'autonomie est parfaitement adaptée.

Sauf événement de force majeure, comme le serait une guerre, les banques centrales vont sans doute conserver une marge de manœuvre élevée face à leur gouvernement et, par ricochet, à l'égard de l'économie en général. Tant que la notion d'Etat nation sera tangible et cohérente - même au sein d'un regroupement de pays - l'indépendance constituera la meilleure formule pour assurer une gestion monétaire efficace, au service de la société dans son ensemble.

Annexe I: L'indépendance organique, exemples appliqués

	Federal Reserve System	Deutsche Bundesbank*	Banque de France*	Bank of England	Banque nationale suisse	Reserve Bank of New Zealand
1	Nomination du Président ou du Gouverneur	Par le Président des USA, confirmé par le Sénat	Par le gouvernement	Par la Couronne	Par le gouvernement	Par le gouvernement
a	Durée du mandat	4 ans	8 ans	5 ans	6 ans	5 ans
b	Mandat renouvelable	oui	oui	oui	oui	oui
2	Membres du Conseil de direction	Par le Président des USA, confirmé par le Sénat	Conseil des Ministres	Par la Couronne	Par le gouvernement	Conseil de direction, sur proposition du Gouverneur
a	Durée du mandat	14 ans	6 ans	4 ans	6 ans	5 ans
b	Mandat renouvelable	non	oui	oui	oui	oui
3	Propriété de la banque centrale	Privée (banques membres du Système de Réserve fédérale)	Étatique	Étatique	Privée, dont 63% détenus par les cantons, 37% par des tiers	Étatique

* concernant la Bundesbank et la Banque de France, il a été tenu compte de leurs statuts avant qu'elles n'intègrent le SEBC, soit de leur situation avant le 1er janvier 1999

Sources: Federal Reserve Bank of San Francisco, <http://www.frb.sf.org/system/fedsystem/>, 1998; Capie, Goodhart, Schnadt, 1994, pp. 56-58; Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/>; Deutsche Bundesbank, <http://www.bundesbank.de/en/presse>, janvier 1998; Banque de France, <http://www.banque-france.fr>, 1998; Reserve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz>, janvier 1998; Eijffinger, van Keulen, 1997 (95), p. 338; Petit, 1992, p. 26; Louis, 1989, p. 168; Recueil systématique du droit fédéral, Loi sur la Banque nationale suisse, 1996, p. 81; Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994, p. 4; Luchterhand, 1994, num. 6, 17/340; Reserve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz/briefing/>, 1996

Annexe 2: L'indépendance opérationnelle, exemples appliqués

	Federal Reserve System	Deutsche Bundesbank*	Banque de France*	Bank of England	Banque nationale suisse	Reserve Bank of New Zealand
1 But assigné (unique ou multiples)	multiples	unique	unique	multiples	multiples	unique
a Stabilité monétaire énoncée	oui	oui	oui	oui	non	oui
b Objectif chiffré d'inflation (target)	non	non	non	oui	non	oui
2 Source de déterminants du but assigné	But fixé par la loi	But fixé par la loi	But fixé par la loi	But fixé par la loi	But fixé par la loi	But fixé par la loi
3 Responsabilité des résultats de politique monétaire	N'incombe pas à la banque centrale	N'incombe pas à la banque centrale	N'incombe pas à la banque centrale	N'incombe pas à la banque centrale	N'incombe pas à la banque centrale	Le Gouverneur est personnellement responsable
4 Liberté complète d'utilisation des instruments	non	non	non	non	non	non
5 Instruments sous contrainte**	oui	oui	oui	oui	oui	oui
6 Indépendance face au gouvernement clairement spécifiée dans la loi	non	oui	oui	non	non	oui

* concernant la Bundesbank et la Banque de France, il a été tenu compte de leurs statuts avant qu'elles n'intègrent le SEBC, soit de leur situation avant le 1^{er} janvier 1999

** en cas de nécessité, toutes les banques centrales considérées peuvent voir les instruments dont elles disposent être manipulés par les gouvernements dont elles dépendent

Sources: Federal Reserve Bank of San Francisco, <http://www.frb.org/system/fedsystem/>; Recueil systématique du droit fédéral, Loi sur la Banque nationale du 23 décembre 1953; Banque nationale suisse, Bulletin trimestriel, décembre 1999, 9; Banque de France, <http://www.banque-france.fr>, 1998; Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994, pp. 71-77; Deutsche Bundesbank, http://www.bundesbank.de/en/presse_janvier_1998; Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/>; Reserve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz>, January 1998; Eijffinger, van Keulen, 1997 (95), p. 338; Neumann, von Hagen, 1993, pp. 301-303; Gesetz über die Deutsche Bundesbank, 26 Juli 1957; Jaffré, 1996, p. 256; Banque des Règlements internationaux, 1997, p. 166; Carpentier, 1995, loi num. 93-980

Annexe 3: L'indépendance de la banque centrale par rapport aux besoins de financement public et face au système financier, exemples appliqués

	Federal Reserve System	Deutsche Bundesbank*	Banque de France*	Bank of England	Banque nationale suisse	Reserve Bank of New Zealand
1 Emprunt de l'Etat	oui	à court terme et montant très limité	non autorisé en principe	oui	non, mais est libre d'acquiescer des tirés émis par l'Etat	oui
2 Acquisition forcée de titres publics	oui	non autorisée	non autorisée	oui	non	oui
3 Rôle dans la surveillance du système bancaire	oui	oui	oui	oui	oui	oui
4 Rôle spécifique de prêteur en dernier ressort	oui	oui	non	non	non	oui
5 Devoir pour les banques de renseigner la BC (statistiques à fournir)	oui	oui	oui	oui	oui	oui

* concernant la Bundesbank et la Banque de France, il a été tenu compte de leurs statuts avant qu'elles n'intègrent le SEBC, soit de leur situation avant le 1er janvier 1999

Sources: Jaffré, 1996, pp. 236-238; Neumann, von Hagen, 1993, p. 302; Deutsche Bundesbank, <http://www.bundesbank.de/en/presse>, janvier 1998; Banque des Règlements internationaux, 1997, p. 166; Reserve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz>, novembre 1997, p. 48, janvier 1998; Recueil systématique du droit fédéral, Loi sur la Banque nationale du 23 décembre 1953; Banque nationale suisse, 1998, p. 93; Carpenter, 1995, loi num. 93-980; Halsbury's Laws of England, vol. 3(1), 1989, par.8; Cukierman, 1992, pp. 375-376, 405-411; Reserve Bank of New Zealand Act 1989, Auckland, 1989; Eijffinger, van Keulen, 1997 (95), p. 338; Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994, pp. 71-75; Reserve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz/briefing/>, 1996; Loi fédérale des 8 novembre 1934 et 1er février 1993 sur les banques et les caisses d'épargne; Bank of England, 1997, pp. 40-41; Gesetz über die Deutsche Bundesbank, vom 26. Juli 1957, § 18; Banque de France, <http://www.banque-france.fr/publi/catalog/>; Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk>, January and May 1998

Bibliographie

A

Aftalion Albert, Monnaie, prix et change, expériences récentes et théorie, Sirey, Paris, 1940

Aftalion Florin, Poncet Patrice, Le monétarisme, PUF, Paris, 1981

Aglietta Michel, "L'indépendance des banques centrales: leçons pour la banque centrale européenne", in *Revue d'économie financière*, no 22, automne 1992, 37-56

Aglietta Michel (coord.), Cinquante ans après Bretton Woods, CEPII, Economica, Paris, 1994

Aglietta Michel (dir.), Souveraineté, légitimité de la monnaie, Paris, 1995

Aglietta Michel, Deusy-Fournier Pierre, "Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire", in Aglietta Michel (coord.), Cinquante ans après Bretton Woods, CEPII, Economica, Paris, 1994, 71-106

Aglietta Michel, Deusy-Fournier Pierre, "Les principes d'organisation des systèmes monétaires internationaux", in *Problèmes économiques*, no 2415-2416, 15-22 mars 1995, 34-39

Akyüz Yilmaz, "Taming International Finance", in Michie Jonathan, Grieve Smith John (ed.), *Managing the Global Economy*, Oxford University Press, New York, 1995, 55-90

Aldcroft Derek, Oliver Michael, *Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century*, Cheltenham, 1998

Alesina Alberto, "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies" (1989), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 117-160

Alesina Alberto, Roubini Nouriel, "Political Cycles in OECD Economies", in *Review of Economic Studies*, vol. 59, 1992, 663-688

Alesina Alberto, Summers Lawrence H., "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, no 2, 1993, 151-162

Angermueller Hans H., "Evolution of Banking Strategies and Services", in Mikdashi Zuhayr (ed.), *International Banking, Innovations and New Policies*, MacMillan, London, 1988, 25-43

Apel Emmanuel, *European Monetary Integration, 1958-2002*, Routledge, London, 1998

Arestis Philip and Sawyer Malcolm C., *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Northampton, 1998

Artis Mike, "Lessons of Exchange Rate Targeting", in Michie Jonathan, Grieve Smith John (ed.), *Managing the Global Economy*, Oxford University Press, New York, 1995, 252-267

Aubin Christian, "Indépendance de la Banque centrale: l'argument du conservatisme reconsidéré", in *Revue d'économie politique*, no 105 (3), mai-juin 1995, 435-456

Artus Patrick, "Quelques questions à se poser sur les problèmes institutionnels de l'Europe", in *Le Temps*, 15 janvier 2001

B

Baltensperger Ernst (dir.), *La Suisse et les Institutions de Bretton Woods*, Berne, 1991

Baltensperger Ernst, "La Banque centrale européenne et sa politique monétaire", in BNS, Bulletin trimestriel, 1, mars 2000, 48-73

Bain Keith, Arestis Philip, Howells Peter, "Central Banks, Governments and Markets: an Examination of Central Bank Independence and Power", in *Economies et Sociétés*, série Monnaie et production, no 10, 2-3/1996, 229-246

Banco de Espana, "Basic Legislation", May 1998, www.bde.es

Banco de Portugal, "Brief History", May 1998, www.bpportugal.pt

Bank of England, Banking Act Report, London, 1997

Bank of England, "About the Bank", January 1998, www.bankofengland.co.uk

Bank of England, "The Bank of England", Fact Sheet, London, August 1998

Bank of England, "Monetary Policy in the United Kingdom", Fact Sheet, London, March 1999

Bank of Finland, "Monetary Policy", August 1998, www.bof.fi/

Bank of Greece, "The Bank of Greece", January 2001, www.bankofgreece.gr

Banque centrale du Luxembourg, Rapport annuel 1998, Luxembourg, 1999

Banque centrale européenne, Bulletin mensuel de la BCE, Francfort, avril 1999

Banque centrale européenne, Rapport sur la convergence 2000, Francfort, mai 2000

Banque de France, "La Banque de France", janvier 1998, www.banque-france.fr

Banque des règlements internationaux, 62^{ème} rapport annuel, 1^{er} avril 1991 - 31 mars 1992, Bâle, 15 juin 1992

Banque des règlements internationaux, 63rd Annual Report, 1st April 1992 - 31st March 1993, Basel, 1993

Banque des règlements internationaux, Implications for central banks of the development of electronic money, Bâle, octobre 1996

Banque des règlements internationaux, 67^{ème} rapport annuel, 1^{er} avril 1996 - 31 mars 1997, Bâle, 9 juin 1997

Banque des règlements internationaux, 69^{ème} rapport annuel, 1^{er} avril 1998 - 31 mars 1999, Bâle, 9 juin 1999

Banque des règlements internationaux, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 1995 et 1998

Banque mondiale, Rapport sur le développement dans le monde 1997: l'Etat dans un monde en mutation, Washington D. C., 1997

Banque nationale suisse, Bulletin mensuel de statistiques économiques, diverses années

Banque nationale suisse, Bulletin trimestriel, diverses années

Banque nationale suisse, Monnaie et conjoncture, Bulletin trimestriel, diverses années

Banque nationale suisse, Rapport de gestion, Berne, diverses années

Banque nationale suisse, 75^e anniversaire Banque nationale suisse, Lausanne, 1982

Banque nationale suisse, "Révision de la statistique monétaire", in *Monnaie et conjoncture*, no 1, mars 1995, 70-75

Banque nationale suisse, Bulletin mensuel de statistiques bancaires, vol. 2, Stäfa, février 1998

Banuri Tariq and Schor Juliet (ed.), Financial Openess and National Autonomy, Clarendon Press, Oxford, 1992

Baverez Nicolas, "Archaïque et autiste, la BCE n'est pas crédible", in Le Monde, 1^{er} mars 2001, 1, 21

Barro Robert J., Gordon David B., "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", in Journal of Monetary Economics, vol. 12, 1983, 101-121

Barthe Marie-Annick, Economie de l'Union européenne, Economica, Paris, 2000

Bassoni Marc, Beitone Alain, Monnaie, théories et politiques, Dalloz, Paris, 1994

Beitone Alain, Bassoni Marc, Problèmes monétaires internationaux, Paris, 1994

Belke Ansgar, "Theorien des Politischen Konjunkturzyklus", in Wisu-Kompakt, 11/1993, 919-922

Bernholz Peter, "The Bundesbank and the Process of European Monetary Integration", in Deutsche Bundesbank (ed.), Fifty years of the Deutsche Mark, Central Bank and the Currency in Germany since 1948, Oxford University Press, New York, 1999, 731-789

Berthold Norbert, Fehn Rainer, "Verursachen Wahlen einen Politischen Konjunkturzyklus ?", in WiSt Heft 4, April 1994, 166-175

Bertrand Geneviève, La prise de décision dans l'Union européenne, La Documentation française, Paris, 1998

Blinder Alan S., Central Banking in Theory and Practice, The MIT Press, Cambridge, 1998

Board of Governors of the Federal Reserve System, The Federal Reserve System Purposes & Functions, Washington D. C., 1994

de Boissieu Christian, Monnaie et économie: chronique de politique monétaire Etats-Unis – France, Economica, Paris, 1998

Bordo Michael D., "The Gold Standard: The Traditional Approach", in Bordo Michael D., Schwartz Anna J., A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931, Chicago, 1984, 23-119

Bordo Michael D., "The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview", in Bordo Michael D., Eichengreen Barry (ed.), A Retrospective on the Bretton Woods System, Chicago, 1993, 3-98

Bordo Michael D., Schwartz Anna J., A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931, Chicago, 1984

Bordo Michael D., Eichengreen Barry (ed.), A Retrospective on the Bretton Woods System, Chicago, 1993

Boudant Joël, Gounelle Max, Les grandes dates de l'Europe communautaire, Larousse, Paris, 1989

Boyer Robert, "State and market: a new engagement for the twenty-first century?", in Boyer Robert, Drache Daniel (ed.), States against markets: the limits of globalization, Routledge, London, 1996, 84-114

Boyer Robert, Drache Daniel (ed.), States against markets: the limits of globalization, Routledge, London, 1996

Burdekin Richard, Langdana Farrokh, Budget deficits and economic performance, Routledge, London, 1992

Burdekin Richard, Laney Leroy O., "Is fiscal policy-making constrained by an independent central bank ?", in Burdekin Richard, Langdana Farrokh, Budget deficits and economic performance, Routledge, London, 1992, 119-127

van Buren Cleveland Harold, "How the Dollar Standard Died" (1971/1972), in Eichengreen Barry (ed.), Monetary Regime Transformations, Edward Elgar Publishing Ltd, Hants, 1992, 439-444

C

Cangiano Marco, Mottu Eric, "L'intégration économique peut amener à créer une autorité budgétaire centrale", in FMI Bulletin, 1^{er} mars 1999, 57-59

Capie Forrest, Goodhart Charles, Fischer Stanley, Schnadt Norbert, The Future of Central Banking, Cambridge University Press, Cambridge, 1994

Capie Forrest, Goodhart Charles, Schnadt Norbert, "The development of central banking", in Capie Forrest, Goodhart Charles, Fischer Stanley, Schnadt Norbert, The Future of Central Banking, Cambridge University Press, Cambridge, 1994, 1-231

Carpentier A., Répertoire des codes et lois, droit public et droit privé, vol.II, Textes législatifs et réglementaires 1992 et 1993, Loi num. 93-980 relative au statut de la Banque de France, 4 août 1993, Paris, 1995

Cartapanis André, "L'hétérogénéité des anticipations dans les modèles de change", in Economie Appliquée, tome XLIX, 1996, no 3, 173-205

Champ Bruce, Freeman Scott, Modeling Monetary Economies, New York, 1994

Charpin Jean-Michel, Nguyen Kim, "L'indépendance des banques centrales", in Problèmes économiques, no 2331, 23 juin 1993, 1-6

Chorney Harold, "Debts, deficits and full employment", in Boyer Robert, Drache Daniel (editors), States against markets: the limits of globalization, Routledge, London, 1996, 357-379

Chrystal Alec K., Monetarism, vol. II, col. Schools of Thought in Economics 11, Aldershot, 1990

Colliard Claude-Albert, Institutions des relations internationales, Dalloz, Paris, 1990

Commission de l'économie et des redevances du Conseil des Etats, "Réserves d'or excédentaires de la BNS: préserver le capital et le répartir de façon équilibrée et équitable", communiqué de presse, Berne, février 2001

Commission européenne, L'Europe et son budget: à quoi sert votre argent?, Bruxelles, 1996

Commission européenne, Compendium de la législation communautaire - organisation du SEBC, mai 1998, europa.eu.int/euro

Conjoncture-Paribas, "Qualité des monnaies: une évaluation des services rendus aux utilisateurs (1971-1993)", in Problèmes économiques, no 2417, 29 mars 1995, 16-20

Corden Warner Max, "The logic of the international monetary non-system", in Machlup et al. (eds), Reflections on a troubled world economy: Essays in honor of Herbert Giersch, St. Martins Press, London

Cottarelli Carlo, Limiting Central Bank Credit to the Government, Theory and Practice, IMF Occasional Paper, no 110, Washington D. C., December 1993

Cottarelli Carlo, Giannini Curzio, *Credibility Without Rules ? Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era*, IMF Occasional Paper, no 154, Washington D. C., December 1997

Crawford Malcolm, *One Money for Europe ? The Economics and Politics of Maastricht*, London, 1994

Cukierman Alex, *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, The MIT Press, Cambridge (Massachusetts), London, England, 1992

Cukierman Alex, "Central Bank Independence, Political Influence and Macroeconomic Performance: a Survey of Recent Developments" (1993), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central Banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 281-301

Cukierman Alex, Kalaitzidakis Pantelis, Summers Lawrence H., Webb Steven B., "Central bank independence, growth, investment, and real rates" (1993), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central Banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 416-461

D

Dafflon Bernard, Rossi Sergio, *Public Accounting Fudges Towards EMU: A First Empirical Survey and Some Public Choice Considerations*, Working Paper no 298, ISES, Université de Fribourg, December 1997

Dalziel Paul, Lattimore Ralph, *The New Zealand Macroeconomy: a Briefing on the Reforms*, Oxford University Press, Melbourne, 1996

Dam Kenneth, *The Rules of the Game*, Chicago, 1982

Danish Government, Danmarks Nationalbank, Press release from the Danish Government and Danmarks Nationalbank, 28th September 2000

Danmarks Nationalbank, ERM II, www.nationalbanken.dk/nb/nb.nsf, January 2001

De Grauwe Paul, *International Money: Postwar Trends and Theories*, Oxford University Press, Oxford, 1996

De Grauwe Paul, *La monnaie internationale, théories et perspectives*, De Boeck Université, Bruxelles, 1999A

De Grauwe Paul, *Economie de l'intégration monétaire*, De Boeck Université, Bruxelles, 1999B

De Haan Jakob, Sturm Jan Egbert, "The Case for Central Bank Independence" (1992), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 349-371

Dehem Roger, *De l'étalon-sterling à l'étalon-dollar*, Paris, 1972

Delas Jean-Pierre, *Les relations monétaires internationales*, Paris, 1994

De Montbrial Thierry (dir.), *Ramsès 1992*, Dunod, Paris, 1991

De Montbrial Thierry (dir.), *Ramsès 1993*, Dunod, Paris, 1992

De Montbrial Thierry et Jacquet Pierre (dir.), *Ramsès 1997*, Dunod, Paris, 1996

Département fédéral des Finances, "Le Conseil fédéral recommande le rejet de l'initiative sur l'or déposée par l'UDC", communiqué de presse, Berne, février 2001

Derron Jacques, *L'inflation importée, théories et essai d'application au cas de la Suisse*, Fribourg, 1981

Desquilbet Jean-Baptiste, Villieu Patrick, "La théorie du *policy-mix*: un bilan critique", in *Revue d'économie financière*, no 45, janvier 1998, 31-62

Deutsche Bundesbank, "Die Deutsche Bundesbank", <http://www.bundesbank.de/en/presse>, janvier 1998

Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark, Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, Oxford University Press, New York, 1999

Dévoluy Michel, *La Banque centrale européenne*, Presses universitaires de France, Paris, 2000

Diatkine Sylvie, *Institutions et mécanismes monétaires*, coll. *Cursus*, Armand Colin, Paris, 1992

Diatkine Sylvie, *Institutions et mécanismes monétaires*, 2^{ème} édition, coll. *Cursus*, Armand Colin, Paris, 1996

Diatkine Sylvie, *Théories et politiques monétaires*, coll. *Cursus*, Armand Colin, Paris, 1995

Dominguez Kathryn M., Frankel Jeffrey A., *Does Foreign Exchange Intervention Work?*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1993

Doutriaux Yves, Lequesne Christian, *Les institutions de l'Union européenne*, La Documentation française, Paris, 1998

Dyson Kenneth, Featherstone Kevin, *The Road to Maastricht, Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, New York, 1999

Dubois Monique, "Die bisherigen Beziehungen der Schweiz zum IWF und ihre Ueberprüfung", in Baltensperger E. (dir.), *La Suisse et les Institutions de Bretton Woods*, Berne, 1991, 69-72

E

The Economist, "Fear of finance", a survey of the world economy, September 19th 1992

The Economist, "Target practice", April 22nd 1995, 90

The Economist, "Is inflation dead?", September 28th 1996, 39-40

The Economist, "Monetary-policy mysteries", September 28th 1996, 102

The Economist, "Profit-sharing: Europe's central banks", November 16th 1996A, 99

The Economist, "Money, murder and mystery", November 16th 1996B, 99

The Economist, "Never mind those Ms", January 27th 1997, 78

The Economist, "We are all fine-tuners now", May 17th 1997, 87-88

The Economist, "On the trail of the mutant inflation monster", October 4th 1997, 89-90

The Economist, "Capital goes global", October 25th 1997, 99-100

The Economist, "A monetary tug-of-war", February 21st 1998, 85-86

The Economist, "World Trade: fifty years on", May 16th 1998, 20

The Economist, "Goldilocks gets confused", July 25th 1998A, 47-48

The Economist, "Britain's next recession", July 25th 1998B, 19

The Economist, "The shrinking Canadian dollar", August 15th 1998, 61-62

The Economist, "The World Economy: on the edge", September 5th 1998, 17-19

The Economist, "Euro brief: eleven into one may go", October 17th 1998, 89-90

- The Economist**, "Euro brief: Euro Towers or Fawltly Towers?", October 31st 1998, 91-92
- The Economist**, "Off target", November 28th 1998, 98
- The Economist**, "Dropping anchor", in "A Survey of the World Economy", September 25th 1999, 26-30
- The Economist**, "Coming in from the cold", in "A Survey of the World Economy", September 25th 1999, 35-39
- The Economist**, "An endangered species", in "A Survey of the World Economy", September 25th 1999, 40-42
- The Economist**, "Monopoly power over money", November 20th 1999, 115-116
- The Economist**, "Who needs money?", January 22nd 2000, 86
- The Economist**, "Rescuing the euro", May 13th 2000, 85
- The Economist**, "The outsider", July 22nd 2000
- The Economist**, "Through fire and troubled waters", September 2nd 2000, 80
- The Economist**, "Europe's economies: stumbling yet again?", September 16th 2000, 91-94
- The Economist**, "Wim's whim", October 21st 2000, 22-24
- The Economist**, "The terrible twos begin", January 6th 2001, 61-64
- Eichengreen Barry** (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York, 1985
- Eichengreen Barry** (ed.), *Monetary Regime Transformations*, Edward Elgar Publishing Ltd, Hants, 1992
- Eichengreen Barry**, "International Monetary Instability Between the Wars: Structural Flaws or Misguided Policies ?" (1990), in Eichengreen Barry (ed.), *Monetary Regime Transformations*, Edward Elgar Publishing Ltd, Hants, 1992, 355-400
- Eichengreen Barry**, *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, The Brookings Institution, Washington D. C., 1994
- Eichengreen Barry**, *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System*, Princeton, 1996
- Eichengreen Barry, Kenen Peter B.**, "L'organisation de l'économie internationale depuis Bretton Woods: un panorama", in Aglietta Michel (coord.), *Cinquante ans après Bretton Woods*, CEPII, Economica, Paris, 1994A, 11-54
- Eichengreen Barry, Kenen Peter B.**, "Managing the World Economy under the Bretton Woods System: An Overview", in Kenen Peter, *Managing the World Economy, Fifty Years after Bretton Woods*, Washington D. C., 1994B, 3-57
- Eijffinger Sylvester C. W.**, *Independent Central Banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997
- Eijffinger Sylvester, Schaling Eric**, "Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries" (1993), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central Banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 259-280
- Eijffinger Sylvester, van Keulen Martijn**, "Central Bank Independence in Another Eleven Countries" (1995), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central Banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 302-346
- Epstein Gerald**, "International Capital Mobility and the Scope for National Economic Management", in Boyer Robert, Drache Daniel (ed.), *States against markets: the limits of globalization*, Routledge, London, 1996, 211-224

Erber Georg, Hagemann Harald, "Credibility: measurement and impacts. Central bank experience and Euro-perspectives", in Arestis Ph. and Sawyer M. C., *The Political Economy of Central Banking*, Edwar Elgar, Northampton, 1998, 101-121

European Central Bank, "Overview of the Preparatory Work Undertaken by the EMI", www.ecb.int/about/, 1998

European Central Bank, "The ECB announces joint intervention in the exchange markets", ECB Press Release, Frankfurt, 22nd September 2000

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, November 1999

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, December 1999

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, March 2000

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, August 2000

European Central Bank, "The ECB announces joint intervention in the exchange markets", ECB Press Release, Frankfurt, 22nd September 2000

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, October 2000

European Central Bank, "The ECB confirms intervention in the exchange markets", ECB Press Release, 3rd November 2000

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, December 2000

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, January 2001

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, February 2001

European Central Bank, Monthly Bulletin, Francfort, March 2001

European Central Bank, "Protocol on the Statute of the European Monetary Institute", www.ecb.int/emi/about/, 2001A

European Central Bank, "Constitution of the ESCB; History – three stages towards EMU", www.ecb.int/about/emu.htm, 2001B

European Central Bank, "Capital subscription to the European Central Bank", www.ecb.int/about/capital.htm, 2001C

European Monetary Institute, "The European Monetary Institute", Frankfurt am Main, 1997

European Union, "Protocol (no 18) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank", Office des publications officielles des Communautés européennes, Luxembourg, 1997

European Union, "Joint communiqué on the determination of the irrevocable conversion rates for the Euro", 2nd May 1998, www.ecb.int/emi/

Eurostat, "Statistiques de l'Union économique et monétaire (zone euro) et de l'Union européenne", www.europa.eu.int/eurostat, février 2001

F

Fasel Sylvie, "La cohérence de la politique monétaire face à l'évolution des marchés financiers: le cas de la Banque nationale suisse", in Fasel S., Middelthun H., Nerdrum L., *Les dimensions et enjeux des nouveaux marchés financiers*, working papers no 274, Université de Fribourg, juin 1996, 1-19

Federal Reserve Bank of San Francisco, "Central Banking", January 1998, www.frbsf.org/system/fedsystem/

Fischer Stanley, "Macroeconomic policy", in Feldstein (ed.), *International economic cooperation*, University of Chicago Press, Chicago, 1988

Fischer Stanley, "Modern central banking", in Capie Forrest, Goodhart Charles, Fischer Stanley, Schnadt Norbert, *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge, 1994, 262-308

Fischer Andreas M., Zurlinden Mathias, "Gelpolitik mit formellen Inflationszielen: eine Übersicht", in Banque nationale suisse, *Monnaie et conjoncture*, no 1, mars 1994, 65-76

Fischer Andreas M., Zurlinden Mathias, "Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung", in Banque nationale suisse, *Monnaie et conjoncture*, no 4, décembre 1997, 325-337

Fleming J. Marcus, "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates", in *International Monetary Fund, Staff Papers*, 12, 1967, 369-380

FMI, *Annual Report*, Washington D. C., 1960

FMI, "FMI Bulletin, Supplément consacré au FMI", septembre 1994

FMI, "World Economic Outlook", Washington D. C., 1996

FMI, "Les interventions des banques centrales doivent-elles être transparentes ou occultes", in *FMI Bulletin*, 24 août 1998, 261-262

FMI, "Les réactions des marchés boursiers aux événements économiques sont fonction de la conjoncture", in *FMI Bulletin*, 24 août 1998, 263-265

FMI, "Les interventions ont eu des effets modérés, mais persistants sur le taux yen-dollar", in *FMI Bulletin*, 7 août 2000, 254-255

Fontana Marcello, *Produzione internazionale e regionalizzazione continentale degli scambi*, thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques et sociales, Université de Fribourg, 1998

Ford A. G., "Notes on the working of the gold standard before 1914" (1960), in Eichengreen Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York, 1985, 141-165

Fortemps Jean-François, "Les Banques centrales abandonnent-elles le monétarisme ?", in *Problèmes économiques*, no 2371, 13 avril 1994, 1-7

Fourçans André, "Quelle politique budgétaire pour la zone euro?", in *Problèmes économiques*, no 2604, 17 février 1999, 11-16

Fratianni Michele U., Salvatore Dominick (ed.), *Monetary Policy in Developed Economies*, North-Holland, New York, 1993

Friedman Milton, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, 1959

Friedman Milton, "The Role of Monetary Policy", in *the American Economic Review*, vol. 58, 1968, 1-17

Friedman Milton, "The Eurodollar market: some first principles" (1969), in von Prochnow Herbert (ed.), *The Eurodollar Market*, Chicago, 1970, 272-293

von Furstenberg George (ed.), *International Money and Credit*, Washington D. C., 1983

G

G8 Research Group, University of Toronto, 30th August 2000,
www.library.utoronto.ca/g7

Garber Peter, "The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System", in Bordo Michael D., Eichengreen Barry (ed.), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, Chicago, 1993, 461-485

Gaudard Gaston, *Les bases des relations économiques internationales et la Suisse dans l'économie mondiale*, CRESUF, Fribourg, 1997

Gaudard Gaston, *Réseaux, cadres et inégalités des relations économiques extérieures; les données pour la Suisse en l'an 2000*, CRESUF, Fribourg, 1999A

Gaudard Gaston, *L'euro et les pays out*, CRESUF, Fribourg, 1999B

Gesetz über die Deutsche Bundesbank, 26. Juli 1957, www.heim2.tu-clausthal.de/GESETZ/dbbg

Giavazzi Francesco, Micossi Stefano, Miller Marcus, *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge, 1988

Gide Charles, Rist Charles, *Histoire des doctrines économiques*, tome 2, Sirey, Paris, 1959

Gilbert Milton, "The gold-dollar system: conditions of equilibrium and the price of gold" (1968), in Eichengreen Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York, 1985, 229-249

Gilbert Milton, McClam Warren, "Regulations and policies relating to the Eurocurrency market", in von Prochnow Herbert (ed.), *The Eurodollar Market*, Chicago, 1970, 348-411

Goldstein Morris, Isard Peter, Masson Paul R., Taylor Mark P., *Policy Issues in the Evolving International Monetary System*, International Monetary Fund, Washington D. C., June 1992

Goodhart Charles, *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge (Massachusetts), London, 1990

Goodhart Charles, "Entretien avec Charles Goodhart", in *Revue d'économie financière*, no 22, automne 1992, 31-35

Goodhart Charles, "The Conduct of Monetary Policy" (1989A), in Goodhart Charles, *The Central Bank and The Financial System*, Chatam, 1995, 93-141

Goodhart Charles, "What Do Central Banks Do ?" (1989B), in Goodhart Charles, *The Central Bank and The Financial System*, Chatam, 1995, 205-215

Goodhart Charles, "Alternative Monetary Standards" (1992A), in Goodhart Charles, *The Central Bank and The Financial System*, Chatam, 1995, 72-92

Goodhart Charles, "The Objectives for, and Conduct of, Monetary Policy in the 1990s" (1992B), in Goodhart Charles, *The Central Bank and The Financial System*, Chatam, 1995, 217-235

Goodhart Charles, "Central Bank Independence" (1994), in Goodhart Charles, *The Central Bank and The Financial System*, Chatam, 1995, 60-71

Goodhart Charles, *The Central Bank and The Financial System*, Chatam, 1995

Goodman John B., *Monetary Sovereignty: the Politics of Central Banking in Western Europe*, Cornell University Press, London, 1992

Gordon Robert J., *Macroeconomics*, 4th edition, Scott, Foresman and Co, Boston, 1987

Grilli Vittorio, Masciandaro Donato, Tabellini Guido, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", in *Economic Policy*, no 13, 1991, 341-392

Group of Thirty, *The Role of Dollar as an International Currency*, New York, 1983

H

Haberler Gottfried, "Prosperity and Depression: some Comments", in *The Economic Journal*, June 1938, 322-333

Halsbury's Laws of England, vol. 3(1), 1989

Hamon Dominique, Keller Ivan Serge, *Fondements et étapes de la construction européenne*, PUF, Paris, 1997

Hamouda Omar, Rowley Robin, Wolf Bernard (ed.), *The Future of the International Monetary System: Change, Coordination or Instability ?*, Edward Elgar Publishing Ltd, Aldershot, 1989

Harris Laurence, "International Financial Markets and National Transmission Mechanisms", in Michie Jonathan, Grieve Smith John (ed.), *Managing the Global Economy*, Oxford University Press, New York, 1995, 199-212

Hawtrey Ralph G., "The Gold Standard from 1717 to 1914" (1939), in Eichengreen Barry (ed.), *Monetary Regime Transformations*, Edward Elgar Publishing Ltd, Aldershot, 1992, 1-30

Helleiner Eric, "Post-globalisation: Is the financial liberalization trend likely to be reversed?", in Boyer Robert, Drache Daniel (ed.), *States against markets: the limits of globalization*, Routledge, London, 1996, 193-210

Henning Randall, "Pourquoi l'intégration monétaire européenne", in *Problèmes économiques*, no. 2597, 30 décembre 1998, 5-14

Herschtel Marie-Luise, *L'économie de l'Union européenne*, Coursus, Armand Collin, Paris, 1997

Heuser Uwe Jean, Schumacher Oliver, "La fin de l'inflation ?", in *Problèmes économiques*, no 2565-2566, 22-29 avril 1998, 40-41

Hibbs Douglas A., "Political parties and macroeconomic policy", in *American Political Science Review* 71, 1977, 1467-1487

Hooyman Catharina J., "The Use of Foreign Exchange Swaps by Central Banks", in *IMF Staff Papers*, vol. 41, no 1, March 1994, 149-162

Humphreys Norman K., *Historical Dictionary of the International Monetary Fund*, London, 1993

I

Icard André, "Les interventions de change ont-elles une influence sur l'évolution de la masse monétaire?", in *Problèmes économiques*, no 2347, 27 octobre 1993, 23-24

Institut monétaire européen, *Rapport sur la convergence*, Francfort, mars 1998

International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook*, Washington D. C., August 1991

International Monetary Fund, "IMF Survey Supplement on the Fund 1998 – IMF Chronology", www.imf.org, July 1999

International Monetary Fund, "Articles of Agreement", www.imf.org, August 1999

International Monetary Fund, "IMF Chronology", www.imf.org, December 2000

Isard Peter, *Exchange rate economics*, Cambridge University Press, Cambridge, 1995

Isenberg Dorene, "The political economy of monetary policy: the effect of globalization and financial integration in the EU", in Arestis Ph. and Sawyer M. C., *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Northampton, 1998, 136-156

J

Jaffré Philippe, *Monnaie et politique monétaire*, Economica, Paris, 1996

James Harold, *International Monetary Co-operation Since Bretton Woods*, International Monetary Fund, Washington D. C. and Oxford University Press, Oxford, New York, 1996

Jeanneney Jean-Marcel, "De Bretton Woods à la Jamaïque: contestations françaises", in Aglietta Michel (coord.), *Cinquante ans après Bretton Woods*, CEPII, Economica, Paris, 1994, 55-70

Jeanneney Jean-Marcel, Barbier-Jeanneney Elizabeth, *Les économies occidentales du XIX^e siècle à nos jours*, Tome 1, Paris, 1985

Jeitziner Bruno, *Elections and Monetary Policy: Is There a Political Monetary Cycle for Switzerland?*, Seminar für Wirtschafts- und Sozialpolitik der Universität Freiburg, Freiburg, 1996

Johnson Harry G., "The International Monetary Crisis of 1971" (1972), in Eichengreen Barry (ed.), *Monetary Regime Transformations*, Edward Elgar Publishing Ltd, Hants, 1992, 426-438

Jones Robert A., *The Politics and Economics of the European Union*, Edward Elgar Publishing limited, Cheltenham, 1996

K

Kahn Richard, "The League's Enquiry into the Trade Cycle", in *The Economic Journal*, December 1937, 670-679

Kaufman Henry, "Quelle réglementation pour les marchés financiers", in *Problèmes économiques*, no 2347, 27 octobre 1993, 11-16

Kauffmann Pascal, *L'euro*, Dunod, Paris, 1999

Kenen Peter, "The Role of Dollar as an International Currency", in *The Group of Thirty, The Role of Dollar as an International Currency*, New York, 1983A, 3-31

Kenen Peter, "Use of the SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance", in von Furstenberg George (ed.), *International Money and Credit*, Washington D. C., 1983B, 327-360

Kenen Peter, "Exchange Rate Management: What Role for Intervention?", in *American Economic Review*, no 77/II, May 1987, 194-199

Kenen Peter, *Managing the World Economy, Fifty Years after Bretton Woods*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1994A

Kenen Peter, *Exchange Rates and the Monetary System*, Edward Elgar Publishing Ltd, Aldershot, 1994B

Kenen Peter, *Economic and Monetary Union in Europe, Moving beyond Maastricht*, Cambridge University Press, Cambridge, 1995

Keynes John Maynard, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1942

Khaber Régis, Parisot Christian, Mourier Jean-Louis, "Pourquoi l'euro est-il faible par rapport au dollar?", in *Problèmes économiques*, no 2671, 28 juin 2000, 15-19

Kindleberger Charles P., *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History*, George Allen & Unwin, London, 1986A

Kindleberger Charles P., *Histoire financière de l'Europe occidentale*, Economica, Paris, 1986B

Kindleberger Charles P., *La Grande Crise Mondiale, 1929-1939*, Economica, Paris, 1988A

Kindleberger Charles P., *The International Economic Order*, London, 1988B

Köhler Horst, "Le FMI doit axer ses activités sur la surveillance et la prévention des crises", in *FMI Bulletin*, 16 octobre 2000, 303-305

Krimm Roland, "Les Quinze appellent à la mobilisation pour préparer l'avènement de l'euro", in *Le Temps*, 10 septembre 2000

Krugman Paul, "Don't Worry About Deflation", in *Fortune*, February 2 1998, www.pathfinder.com/fortune/1998/

Krugman Paul, Obstfeld Paul, *Economie internationale*, Bruxelles, 1995

L

Lamfalussy Alexandre, "Le rôle des banques centrales prend une dimension nouvelle", in *FMI Bulletin*, 3 octobre 1994, 303-304

Lane Timothy D., Griffiths Mark, Prati Alessandro, "Les objectifs d'inflation rendent-ils la politique monétaire plus crédible ?", in *Finances et Développement*, décembre 1995, 20-23

Lastra Maria Rosa, "The Division of Responsibilities between the European Central Bank and the National Central Banks within the European System of Central Banks", in Louis Jean-Victor, Bronkhorst Hajo (dir.), *L'euro et l'intégration européenne*, P.I.E.-Peter Lang, Bruxelles, 1999, 199-2116

Lavigne Anne, Villieu Patrick, "La politique monétaire: nouveaux enjeux, nouveaux débats ?", in *Revue d'économie politique*, no 106 (4), juillet-août 1996, 491-570

Lefebvre Francis (ed.), *L'euro: juridique, comptable, fiscal, social, stratégie, systèmes d'information, organisation, migration*, Levallois, 1998

Lehmann Manuela, "Le Pacte de stabilité et de croissance: une analyse critique", in Lehmann Paul-Jacques, Monnier Lionel (coord.), *Politiques économiques et construction communautaire, le choc européen*, L'Harmattan, Paris, 2000, 297-311

Lehmann Paul-Jacques, Monnier Lionel (coord.), *Politiques économiques et construction communautaire, le choc européen*, L'Harmattan, Paris, 2000

Leijonhufvud Axel, "Three Items for the Macroeconomic Agenda", in *Kyklos*, vol. 51, fasc. 2, 1998, 197-218

Lelart Michel, *Le système monétaire international*, La Découverte, Paris, 1993

Lelart Michel, *La construction monétaire européenne*, Dunod, Paris, 1994

L'Huillier Jacques, *Le système monétaire international, aspects économiques*, Armand Colin, Paris, 1971

L'Huillier Jacques, "La monnaie unique: reculer pour mieux sauter ou pour ne pas sauter" (1996), in L'Huillier Jacques, *Du krach de 1987 au quitte ou double de l'euro*, la finance ne doit pas quitter des yeux l'économie, Montreux, 1998, 287-303

L'Huillier Jacques, "Une Banque centrale peut feindre d'ignorer, mais non ignorer la conjoncture" (1997), in L'Huillier Jacques, *Du krach de 1987 au quitte ou double de l'euro*, la finance ne doit pas quitter des yeux l'économie, Montreux, 1998, 239-247

L'Huillier Jacques, *Du krach de 1987 au quitte ou double de l'euro*, la finance ne doit pas quitter des yeux l'économie, Montreux, 1998

Llewellyn David T., Presley John R., "The Role of Hegemonic Arrangements in the Evolution of the International Monetary System", in Reis Jaime (ed.), *International Monetary Systems in Historical Perspective*, MacMillan, London, 1995, 259-281

Lombra Raymond E., "The Conduct of U.S. Monetary Policy", in Fratianni Michele U., Salvatore Dominick (ed.), *Monetary Policy in Developed Economies*, North-Holland, New York, 1993, 245-296

Louis Jean-Victor (prés.), *Vers un système européen de banques centrales*, Etudes européennes, Bruxelles, 1989

Louis Jean-Victor, Bronkhorst Hajo (dir.), *L'euro et l'intégration européenne*, P.I.E.-Peter Lang, Bruxelles, 1999

Luchterhand, *Ergänzbare Lexikon des Rechts*, num. 6, 17/340, Berlin, 1994

Lusser Markus, "Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Schweizerischen Nationalbank", in *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la BNS, 1/92, Zurich, 1992, 63-72

M

McDonald Donogh, "Il faut tenir compte du prix des actifs pour formuler la politique monétaire", in *FMI Bulletin*, 30 octobre 2000, 346-347

Mackintosh M., Brown V., Costello N., Dawson G., Thompson G. and Trigg A., *Economics and changing economies*, International Thomson Business Press, London, 1996

Macmillan Committee on Finance and Industry, Report, (1931), in Eichengreen Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York, 1985, 185-199

Marchal Jean, *Le système monétaire international*, Cujas, 1975

Marshall Alfred, *Money Credit and Commerce* (1923), Ovestone Press, Bristol, 1997

Marston Richard C., "Interest Differentials under Bretton Woods and the Post-Bretton Woods Float: The Effects of Capital Controls and Exchange Risk", in Bordo Michael D., Eichengreen Barry (ed.), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, Chicago, 1993, 515-545

Mayoukou Célestin, "Réputation de la Banque centrale européenne et confiance des usagers dans l'euro", in Lehmann Paul-Jacques, Monnier Lionel (coord.), *Politiques économiques et construction communautaire, le choc européen*, L'Harmattan, Paris, 2000, 367-393

Meltzer Allan, "U.S. policy in the Bretton Woods era", in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, num. 73 (May/June), 1991, 54-83

Meuwly Danielle, *La convertibilité du rouble*, Institut des Sciences économiques et sociales, Fribourg, 1993

Meyer Hans, La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année, in BNS, Bulletin trimestriel, no 1, 2000, 3846

Michie Jonathan, Grieve Smith John (ed.), Managing the Global Economy, Oxford University Press, New York, 1995

Mikdashy Zuhayr (ed.), International Banking, Innovations and New Policies, MacMillan, London, 1988

Mikesell Raymond F., Foreign Exchange in the Postwar World, New York, 1954

Minutes of the Federal Open Market Committee, Washington D. C., 1964

Modigliani Franco, "The Monetarist Controversy or, Should We Forsake Stabilization Policies ?", in the American Economic Review, vol. 67, no 2, March 1977, 1-19

de Montbrial Thierry et Jacquet Pierre (dir.), Ramses 1995, Dunod, Paris, 1994

de Montbrial Thierry et Jacquet Pierre (dir.), Ramses 1996, Dunod, Paris, 1995

Mundell Robert, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates", IMF Staff Papers, vol. 9, 1962, 70-79

Mundell Robert, "International Economics", New York, MacMillan, 1967

Mussa Michael, Goldstein Morris, Clark Peter B., Mathieson Donald J., Bayoumi Tamin, "Improving the International Monetary System", International Monetary Fund, Occasional Paper, 116, December 1994

Mussa Michael, Masson Paul, Swoboda Alexander, Jadresic Esteban, Mauro Paolo, Berg Andy, Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy, advance copy, International Monetary Fund, Washington D. C., April 2000

N

Neue Zürcher Zeitung, "Duisenberg macht das Spiel nicht mit", 20. Oktober 2000

Neumann Manfred J. M., von Hagen Jürgen, "Germany", in Fratianni Michele U., Salvatore Dominick (ed.), Monetary Policy in Developed Economies, Westport, 1993, 299-334

Nicot Bernadette, "La monnaie unique, fondements et évolution", Ellipses, Paris, 1998

Nordhaus William, "The Political Business Cycle", in Review of Economic Studies, vol. 42, 1975, 169-190

Nurkse Ragnar, "The gold exchange standard" (1944), in Eichengreen Barry (ed.), The Gold Standard in Theory and History, Methuen, New Methuen, New York, 1985, 201-225

O

Obstfeld Maurice, "The Adjustment Mechanism", in Bordo Michael D., Eichengreen Barry (ed.), A Retrospective on the Bretton Woods System, Chicago, 1993, 201-268

OCDE, www.oecdwash.org/PRESS/PRESRELS/, juillet 1998

OCDE, Principaux indicateurs économiques, Paris, novembre 1972, septembre 1975, octobre 1977

OCDE, Statistiques rétrospectives, 1960-1980, Paris, 1982

OCDE, Statistiques rétrospectives, 1960-1993, Paris, 1995

OECE, Europe and the World Economy, onzième revue économique annuelle, Paris, 1960

Office fédéral de la statistique, www.statistik.admin.ch/stat_int/, mars 2001

Officer Lawrence and Willet Thomas (ed.), *The International Monetary System: Problems and Proposals*, Englewood Cliffs, 1967

Olszak Norbert, *Histoire des unions monétaires*, PUF, Paris, 1996

P

Padoa-Schioppa Tommaso, "The European Monetary System: A Long-Term View", in Giavazzi F. and al., *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge, 1988

Padoa-Schioppa Tommaso, "Tommaso Padoa-Schioppa (BCE) plaide pour un pendant politique à la BCE", in Agefi, 1^{er} février 2000

Padoa-Schioppa Tommaso, Saccomanni Fabrizio, "Managing a Market-Led Global Financial System", in Kenen Peter B., *Managing the World Economy, Fifty Years after Bretton Woods*, Washington D. C., 1994, 235-268

Panic Milivoje, "European Monetary Union, Lessons from the Classical Gold Standard", New York, 1992

Panic Milivoje, "The Bretton Woods System: Concept and Practice", in Michie Jonathan, Grieve Smith John (ed.), *Managing the Global Economy*, Oxford University Press, New York, 1995, 37-54

Papadia Francesco, Santini Carlo, *La Banque centrale européenne*, Banque éditeur, Paris, 1999

Pasqua Charles, "L'euro survit, le franc doit vivre", in *Le Monde*, 21 octobre 2000, 19

Patat Jean-Pierre, "Quelques remarques sur la question de l'indépendance de la banque centrale", in *Revue d'économie financière*, no 22, automne 1992, 5-12

Patat Jean-Pierre, Bozzi Jacques, "Les politiques monétaires au cours du cycle économique", in *Revue d'économie financière*, no 26, automne 1993, 51-64

Perrot Luc, "Joutes politiques et nouveau rouble laissent les Russes perplexes", in *Journal de Genève et Gazette de Lausanne*, 31 décembre 1997, 7

Petit Jean-Pierre, "Contenu et critères de l'indépendance des banques centrales", in *Revue d'économie financière*, no 22, automne 1992, 19-29

Phelps Edmond, "Phillips Curve, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", in *Economica*, vol. 34, 1967, 254-281

Piettre André, *Histoire de la pensée économique et analyse des théories contemporaines*, Dalloz, Paris, 1970

Plihon Dominique, "L'action des banques centrales face aux risques d'instabilité", in *Problèmes économiques*, no 2331, 23 juin 1993, 17-22

Posen Adam S., "Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix For Politics" (1993), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central Banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 505-529

Pringle Robert, "Financial Markets versus Governments", in Banuri and Schor (ed.), *Financial Openness and National Autonomy*, Clarendon Press, Oxford, 1992, 89-109

Problèmes économiques, "L'intégration monétaire des pays candidats", no 2671, 28 juin 2000, 23-26

Prudhomme Cécile, "Le conseil des gouverneurs de la BCE fait bloc derrière son président", in *Le Monde*, 21 octobre 2000, 22

von Prochnow Herbert (ed.), *The Eurodollar Market*, Chicago, 1970, 348-411

R

Raymond Robert, "Les banques centrales nationales dans le Système Européen de Banques Centrales", in *Revue d'économie financière*, no 36, printemps 1996, 135-149

Recueil systématique du droit fédéral, Loi sur la Banque nationale du 23 décembre 1953, Livre 9, volume 4, 951.11

Reis Jaime (ed.), *International Monetary Systems in Historical Perspective*, MacMillan, London, 1995

Reserve Bank of Australia, About the RBA: Monetary Policy, November 1999, www.rba.gov.au/about/

Reserve Bank of New Zealand, Briefing on the Reserve Bank of New Zealand, October 1996, www.rbnz.govt.nz/briefing/

Reserve Bank of New Zealand, The Role of the Reserve Bank of New Zealand in Supervising the Financial System, November 1997, www.rbnz.govt.nz

Reserve Bank of New Zealand, "Monetary Policy Statement", December 1997, www.rbnz.govt.nz

Rey Jean-Jacques, Périlleux Vincent, "La politique monétaire du SEBC", in *Revue d'économie financière*, no 36, printemps 1996, 123-134

Ricard Philippe, "Le sursis de Wim Duisenberg", in *Le Monde*, 21 octobre 2000, 22

Roosa Robert, *The Dollar and World Liquidity*, New York, 1967

Rossi Sergio, Modalités d'institution et de fonctionnement d'une banque centrale supranationale, le cas de la Banque Centrale européenne, Peter Lang, Berne, 1997

Roth Jean-Pierre, "Kontinuität und Umbruch: Die Schweizerische Geldpolitik und ihr Umfeld", conférence tenue à l'occasion du Forum économique de la Haute école zurichoise de Winterthur, le 20 janvier 2000

Rousseau Henri-Paul, L'intégration politique est-elle nécessaire à l'intégration monétaire?, Faculté des sciences sociales, cahier 7807. Université Laval, Québec, Canada, septembre 1978

Rueff Jacques, "Un danger pour l'Occident: le Gold Exchange Standard", in *Le Monde*, 27, 28-29 juin 1961

Rueff Jacques, "Increase the price of gold", in Officer Lawrence and Willet Thomas (ed.), *The International Monetary System: Problems and Proposals*, Englewood Cliffs, 1967, 179-190

Rueff Jacques, Hirsch Fred, *The Role and Rule of Gold: An Argument*, in Princeton Essays in International Finance, num. 47, Princeton, June 1965

S

Sabourin Louis, *Organismes économiques internationaux*, La documentation Française, Paris, 1994

Scammell W. M., "The working of the gold standard" (1965), in Eichengreen Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New Methuen, New York, 1985, 103-119

Schmidt Helmut, "Monnaie unique, l'unique objet de mes peurs", in *Courrier international*, no 257, 5-11 octobre 1995, 14-15

Schmitt Bernard, *L'écu et les souverainetés nationales en Europe*, Dunod, Paris, 1990

Schwartz Anna J., "The Postwar Institutional Evolution of the International Monetary System" (1983), in Schwartz Anna J., *Money in Historical Perspective*, Chicago, 1987, 333-363

Schwartz Anna J., "Alternative Monetary Regimes : The Gold Standard" (1986A), in Schwartz Anna J., *Money in Historical Perspective*, Chicago, 1987, 364-390

Schwartz Anna J., "Lessons of the Gold Standard Era and the Bretton Woods System for the Prospects of an International Monetary System Constitution" (1986B), in Schwartz Anna J., *Money in Historical Perspective*, Chicago, 1987, 391-406

Schwartz Anna J., *Money in Historical Perspective*, Chicago, 1987

Smit J. C., "The pre-war gold standard", in *Proceedings of Academy of Political Science*, no 13, April 1934, 53-61

Société des Nations, *L'expérience monétaire internationale*, Genève, 1944

Solomon Robert, "The International Monetary System in the 1970's", in *Business Economics*, num. 1, January 1970

Solomon Robert, *Le système monétaire international*, Paris, 1979

Solomon Robert, "International monetary reform: the future is not what it used to be !", in Hamouda et al., *The Future of International Monetary System*, Aldershot, 1989, 10-16

Spindler Jacques, "Macro-économie et finances publiques: un panorama de la pensée économique depuis Keynes", in *Problèmes économiques*, no 2506, 5 février 1997, 1-10

Sveriges Riksbank, "Exchange rate policy", www.riksbank.se, August 1998

Sveriges Riksbank, *The Euro in the Swedish Financial Sector – Situation Report 5*, Stockholm, March 2000

Sveriges Riksbank, "Background to the new laws", www.riksbank.com/, January 2001

Swoboda Alexander, "Exchange Rate Regimes and European-U.S. Policy Interdependence", in *International Monetary Fund, Staff Papers*, vol. 30, March 1983, Washington D. C., 75-102

T

Théret Bruno, "Souveraineté et légitimité de la monnaie. Monnaie et impôt", in Aglietta Michel (dir.), *Souveraineté, légitimité de la monnaie*, Paris, 1995, 71-81

Thomsen Jens, Bilstoft Karsten, Ulriksen Thuesen Jesper, "The Euro and the New Perspectives", in *Danmarks Nationalbank, Monetary review*, www.nationalbanken.dk/nb, Copenhagen, 1st Quarter 1999

Thoris Gérard, *Analyse économique des systèmes*, Armand Colin, Paris, 1997

Tiraspolsky Anita, "URSS: le chaos", in de Montbrial Thierry (dir.), *Ramsès 1992*, Paris, 1991, 244-271

Tobin James, "The Monetarist Counter-Revolution Today - an Appraisal", in *The Economic Journal*, no 91, March 1981, 29-42

Triffin Robert, *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, 1960

Triffin Robert, "The myth and realities of the so-called gold standard" (1968), in Eichengreen Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New Methuen, New York, 1985, 121-140

Tschopp Peter, "Thomas von Ungern ou le réveille-matin de la Banque nationale suisse", in *Revue économique et sociale*, no 3, Lausanne, septembre 1997

U

von Ungern-Sternberg Thomas, *Bases de décision pour une nouvelle loi sur la banque nationale*, DEEP, cahiers de recherches économiques, no 9709, Université de Lausanne, septembre 1997

Union européenne, Version consolidée du Traité instituant la Communauté européenne, Office des publications officielles des Communautés européennes, Luxembourg, 1997

Union européenne, "European Union participation in G8 summits", www.europa.eu.int/comm/external_relations, 30th August 2000

Union européenne, "Union économique et monétaire, critères de convergence", www.europa.eu.int/scadplus/leg/, 12 janvier 2001

Union européenne, "Les institutions de l'Union européenne", europa.eu.int/inst-fr.htm, 9 février 2001

Union européenne, "Union économique et monétaire, nouveau mécanisme de change", www.europa.eu.int/scadplus/leg/, 10 mars 2001A

Union européenne, "Union économique et monétaire, accords sur les questions de taux de change", www.europa.eu.int/scadplus/leg/, 10 mars 2001B

Union européenne, "Union économique et monétaire, stratégie de l'information sur l'euro", www.europa.eu.int/scadplus/leg/, 19 mars 2001

US Treasury Department, "Treasury Bulletin", Washington D. C., diverses années

V

Vallana André, "La chute de la monnaie unique provoque un débat en Allemagne", in *Le Temps*, 5 septembre 2000

Vanthoor Wim, *European Monetary Union since 1848: a Political and Historical Analysis*, Cheltenham, 1996

Villa Pierre, "L'organisation de la politique économique dans un cadre stratégique", in *Revue d'économie politique*, no 106 (6), novembre-décembre 1996, 981-1016

W

Walsh Carl E., "Optimal Contracts for Central Bankers" (1995), in Eijffinger Sylvester C. W., *Independent Central Banks and Economic Performances*, Edward Elgar Publishing Ltd, Glos, 1997, 96-113

Williamson John, Henning Randall, "Managing the Monetary System", in Kenen Peter, *Managing the World Economy. Fifty Years after Bretton Woods*, Washington D. C., 1994, 83-116

Z

Zanetti Attilio, "Chômage structurel et inflation en Suisse", in BNS, Bulletin trimestriel, no 2, juin 1998, 44-56

Zarka Jean-Claude, L'essentiel des institutions de l'Union européenne, Gualino, Paris, 2000

Zevin Robert, "Are World Financial Markets More Open ? If So, Why and With What Effects ?", in Banuri T. and Schor J. (ed.), Financial Openness and National Autonomy, Clarendon Press, Oxford, 1992, 43-83

