

*Faculté des Sciences Economiques, des Sciences de
Gestion et des Sciences Commerciales.*

Mémoire de Magister en analyse économique et
développement.

Thème :

*La crédibilité et l'indépendance des banques centrales :
d'Algérie, du Maroc et de Tunisie.*

Préparé et soutenu par :
Hamza FEKIR

Sous la direction de :
M. Bachir BOULENOUAR

Jury :

Président : M. Habib BENBAYER, *Professeur – Université d'Oran.*

Rapporteur : M. Bachir BOULENOUAR, *Maître de conférences – U.d'Oran.*

Examineur : M. Abdelhamid FEKIH, *Maître de conférences – U. d'Oran.*

Examineur : M. Belkheir MAAMAR, *Maître de conférences – U. d'Oran.*

Examineur : M. Nacer MEBARKI, *Maître de conférences – U. d'Oran.*

Remerciements :

Je remercie tout d'abord, Dieu tout puissant de m'avoir donné le courage et la patience pour réaliser cette étude.

Je remercie les membres du jury pour avoir accepté d'examiner ce mémoire.

Je souhaite également exprimer ma reconnaissance à M. Bachir BOULENOUAR pour la confiance qu'il m'a accordée en dirigeant ce mémoire. Je le remercie pour son suivi permanent, ses conseils judicieux, surtout ses grandes qualités humaines et le soutien qu'il m'a constamment apporté en me faisant profiter de ses compétences et de son enthousiasme.

Enfin, je ne pourrais finir ces remerciements sans penser à ma famille, et à mes amis dont l'affection, l'amour, le soutien et l'encouragement constants m'ont été d'un grand réconfort et ont contribué à l'aboutissement de ce travail.

Hamza FEKIR.

M. Hamza FEKIR.

Magister en Analyse économique et développement.

Année universitaire : 2007/2008.

Résumé :

Le thème : La crédibilité et l'indépendance des banques centrales : d'Algérie, du Maroc et de Tunisie.

Intérêt du sujet :

Les années quatre-vingt ont vu une profonde mutation des systèmes financiers partout dans le monde, que l'on peut rapidement caractériser par un double mouvement de déréglementation et de libéralisation, ainsi qu'un changement substantiel du mode de fonctionnement et du cadre institutionnel des banques centrales.

Ces changements ont été conçus pour faciliter la réalisation des objectifs de la politique monétaire. Une évolution remarquable s'est produite vers une forte indépendance, transparence et responsabilité des banques centrales. Cette évolution récente du cadre monétaire et financier a été fortement influencée par la perception du rôle joué par la crédibilité. Les auteurs d'un grand nombre de publications économiques soutiennent que si la politique monétaire est crédible, cela favorisera la réalisation de l'objectif de faible inflation sans que la société n'ait à la payer en termes d'emploi. La crédibilité procure donc des avantages certains aux banques centrales, surtout celles des pays en transition, et c'est la raison pour laquelle nous nous sommes intéressés à ce sujet.

Problématique :

De par l'intérêt grandissant suscité par le sujet de la crédibilité des banques centrales, notre problématique est cernée autour des questions suivantes :

Pourquoi la crédibilité des banques centrales est-elle une question importante ? Et surtout, comment une banque centrale construit-elle sa crédibilité ?

Une problématique de recherche nécessite tout naturellement une ou plusieurs hypothèse(s). Dans ce sens, nous avons établi les hypothèses suivantes :

Hypothèse fondamentale :

Nous pensons que la banque centrale doit être indépendante et responsable. L'indépendance est la condition sine qua non, qui garantit la continuité de la politique monétaire, afin de réaliser la stabilité des prix, et de rendre la banque centrale crédible.

Hypothèses complémentaires :

Nous pensons aussi que la banque centrale doit suivre une politique monétaire transparente¹, et doit adopter une règle monétaire contingente afin de concilier : flexibilité pour faire face aux chocs qui frappent l'économie, et crédibilité afin de supprimer l'incohérence temporelle liée à la politique discrétionnaire.

Notre mémoire est scindé en trois chapitres :

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la crédibilité de la banque centrale.

Ce chapitre est subdivisé en deux sections. La première est intitulée: banques centrales, métiers, évolutions, et contraintes. Il s'agit d'une section introductive au cours de laquelle, nous avons essayé de présenter: les missions, les objectifs, les stratégies choisies ainsi que les instruments mis à la disposition des banques centrales.

La deuxième section est consacrée à l'étude de la problématique de la crédibilité des banques centrales. Nous avons essayé de définir cette notion, et d'expliquer son importance pour les banques centrales. Ensuite, nous avons mis l'accent sur les différents modèles qui sont à la base de cette crédibilité : Kydland et Prescott (1977), Barro et Gordon (1983), Rogoff (1985), Walsh (1995) et Svensson (1997). Et enfin, nous nous sommes intéressés à la question de la

¹ La contrepartie à l'indépendance des banques centrales est également concrétisée par une contrainte de transparence. On dira qu'une information est transparente si elle réunit des conditions de clarté, d'accessibilité et d'honnêteté. Lorsque la banque agit avec un haut degré de transparence, elle renforce sa crédibilité et sert de guide efficace aux anticipations des agents.

mesure de la crédibilité des banques centrales.

Chapitre 2 : Comment promouvoir la crédibilité de la banque centrale ?

Le deuxième chapitre de notre travail de recherche est divisé en trois sections :

Section 1 : L'indépendance des banques centrales.

Section 2 : La transparence de la politique monétaire.

Section 3 : La règle monétaire adéquate (la règle contingente).

Ce chapitre est consacré donc, aux solutions que nous proposons au problème de manque de crédibilité. Nous estimons qu'en règle générale, que les banques centrales doivent être : indépendantes et responsables, ainsi qu'elles doivent mener une politique transparente et adopter une règle monétaire permettant de concilier crédibilité et flexibilité.

Chapitre 3 : Etude de la crédibilité et de l'indépendance des banques centrales : d'Algérie, du Maroc et de Tunisie.

Dans ce dernier chapitre, nous avons essayé d'étudier le cas des trois banques centrales d'Afrique du Nord, en l'occurrence d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, au regard des différents critères de crédibilité qui sont étudiés en deuxième chapitre. En faisant référence au cadre institutionnel des ces trois banques centrales, nous avons analysé les relations entre les gouvernements et les banques centrales dans les pays du Maghreb ; afin de mettre en évidence la liberté d'action des autorités monétaires au regard de leurs performances économiques surtout en matière d'inflation.

Nos résultats empiriques confirment ceux des études précédentes. En particulier, ils établissent la liaison négative entre l'inflation et le degré d'indépendance, surtout pour les banques centrales marocaine et tunisienne, et mettent en évidence l'influence de l'orientation de la politique du gouvernement sur l'autonomie des décisions monétaires. Au total, la banque d'Algérie apparaît moins indépendante que celle du Maroc et de Tunisie. Ce qui explique le manque de crédibilité reprochée à la banque d'Algérie ainsi qu'à celle du Maroc.

INTRODUCTION GENERALE

Introduction :

Au cours de ces dernières années, la crédibilité des banques centrales a fait l'objet de plusieurs recherches, les études théoriques et empiriques dans ce domaine sont abondantes. La crédibilité peut se définir comme la capacité d'influencer les anticipations, elle correspond à la conviction des agents privés que la banque centrale atteindra ses objectifs. Elle permet d'atteindre l'objectif fixé à moindres coûts, autrement dit, la stabilité des prix sera assurée avec le taux d'intérêt le plus bas possible.

La plupart des économistes qui se sont penchés sur la question de la crédibilité de la banque centrale mentionnent qu'elle présente deux avantages principaux. Ils sont de deux ordres : une inflation basse, condition d'une bonne compétitivité-prix, et des taux d'intérêt bas, c'est-à-dire des conditions de financement avantageuses pour les agents économiques. La crédibilité autorise une réduction du niveau d'inflation, sans que la société n'ait à la "payer" par une plus grande variabilité de l'activité et de l'emploi.

La crédibilité procure donc, des avantages importants à la banque centrale, surtout lorsque cette dernière, cherche à convaincre le public de sa détermination à stabiliser les prix, sa tâche s'en trouve grandement facilitée.

Dans cette perspective, la crédibilité apparaît comme un concept central, le socle solide sur lequel aujourd'hui la réussite d'une politique monétaire peut et doit être assise, un élément essentiel du nouvel 'Etat d'art' pour les banques centrales¹.

Une politique monétaire qui est considérée par les agents économiques comme étant crédible conduit ces derniers à faire l'essentiel du travail de stabilisation en lieu et place du banquier central. La crédibilité provient de la détermination apparente des autorités et de la réputation acquise par ces dernières, une réputation qui peut résulter du cadre institutionnel de la banque centrale « indépendance, transparence et responsabilité » et de la personnalité des dirigeants et de leur tendance à ne pas surprendre les marchés financiers.

¹ J-C Trichet, « La crédibilité, concept théorique majeur de la politique monétaire », le Monde, 04 Juillet 2004.

De par l'intérêt grandissant suscité par le sujet de la crédibilité des banques centrales, notre problématique est cernée autour des questions suivantes :

Pourquoi la crédibilité des banques centrales est-elle une question importante ? Et surtout, comment une banque centrale construit-elle sa crédibilité ?

Une problématique de recherche nécessite tout naturellement une ou plusieurs hypothèse(s). Dans ce sens, nous avons établi les hypothèses suivantes :

Hypothèse fondamentale :

Nous pensons que la banque centrale doit être indépendante et responsable. L'indépendance est la condition sine qua non, qui garantit la continuité de la politique monétaire, afin de réaliser la stabilité des prix, et de rendre la banque centrale crédible.

Hypothèses complémentaires :

Nous pensons aussi que la banque centrale doit suivre une politique monétaire transparente², et doit adopter une règle monétaire contingente afin de concilier : flexibilité pour faire face aux chocs qui frappent l'économie, et crédibilité afin de supprimer l'incohérence temporelle liée à la politique discrétionnaire.

Pour répondre à ces questions, notre travail de recherche a été scindé en trois chapitres :

Dans le premier sont traitées les différentes analyses et théories qui fondent la notion de la crédibilité. L'origine de ces analyses théoriques de la littérature sur l'indépendance et la crédibilité est la mise en évidence par Kydland et Prescott (1977) du problème de l'incohérence temporelle et la volonté de résoudre ce problème en particulier dans le cas de la politique monétaire. Si la solution de Kydland-Prescott qui consiste à adopter une politique

² La contrepartie à l'indépendance des banques centrales est également concrétisée par une contrainte de transparence. On dira qu'une information est transparente si elle réunit des conditions de clarté, d'accessibilité et d'honnêteté. Lorsque la banque agit avec un haut degré de transparence, elle renforce sa crédibilité et sert de guide efficace aux anticipations des agents.

fondée sur une règle est pertinente sous des hypothèses très restrictives, cette solution montre très vite ses limites lorsque l'économie est soumise à des chocs d'offre.

Face à ces limites, plusieurs solutions alternatives ont été proposées pour permettre au gouvernement de soutenir un taux d'inflation bas dans le cas où il ne peut pas s'engager. La première consiste à prendre en compte le phénomène de réputation qui peut exister et permet de raffiner la description de l'économie (Barro et Gordon, 1983). La seconde peut se résumer à une délégation de la part du gouvernement de la conduite de la politique monétaire à la banque centrale, plus crédible, soit parce qu'elle accorde une importance plus forte à la lutte contre l'inflation (Rogoff, 1985), soit parce qu'elle est liée par un contrat incitatif (Walsh, 1995). Et enfin, la solution proposée par Svensson (1997), qui consiste dans le ciblage d'inflation.

Le deuxième chapitre de notre travail de recherche est consacré aux solutions que nous proposons au problème de manque de crédibilité. Nous estimons qu'en règle générale, que les banques centrales doivent être : indépendantes et responsables, ainsi qu'elles doivent mener une politique transparente et adopter une règle monétaire permettant de concilier crédibilité et flexibilité.

Donc, ce chapitre est scindé en trois sections. Dans la première est traité le phénomène de l'indépendance de la banque centrale et la responsabilité de cette dernière. Ensuite, nous mettrons l'accent sur la transparence de la politique monétaire et son apport en termes de crédibilité à la banque centrale. Et enfin, la question de la règle monétaire que la banque centrale doit suivre, fera l'objet de notre dernière section.

Dans le dernier chapitre, nous essayerons d'étudier le cas des trois banques centrales d'Afrique du Nord, en l'occurrence d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, au regard des différents critères de crédibilité qui sont étudiés en deuxième chapitre. En faisant référence au cadre institutionnel des ces trois banques centrales, nous analyserons les relations entre les gouvernements et les banques centrales dans les pays du Maghreb ; afin de mettre en évidence la liberté d'action des autorités monétaires au regard de leurs performances économiques surtout en matière d'inflation.

CHAPITRE I :

Les fondements théoriques de la crédibilité de la banque centrale.

Introduction :

Les années quatre-vingt ont vu une profonde mutation des systèmes financiers partout dans le monde, que l'on peut rapidement caractériser par un double mouvement de déréglementation et de libéralisation, ainsi qu'un changement substantiel du mode de fonctionnement et du cadre institutionnel des banques centrales.

Ces changements ont été conçus pour faciliter la réalisation des objectifs de la politique monétaire. Une évolution remarquable s'est produite vers une forte indépendance, transparence et responsabilité des banques centrales.

Cette évolution récente du cadre monétaire et financier a été fortement influencée par la perception du rôle joué par la crédibilité. Les auteurs d'un grand nombre de publications économiques soutiennent que si la politique monétaire est crédible³, cela favorisera la réalisation de l'objectif de faible inflation. Les coûts associés à la réduction de l'inflation par rapport aux niveaux inacceptables observés dans le passé et à son maintien à de bas niveaux s'en trouveront réduits. Ainsi, une banque centrale qui est crédible parvient plus facilement à réaliser ses objectifs ; ce qui justifie que la plupart des changements apportés au cadre de mise en œuvre de la politique par la banque centrale dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix visaient un accroissement de la crédibilité de la politique menée.

Au cours de ces dernières années, cette notion de crédibilité a fait couler beaucoup d'encre dans les revues spécialisées, et elle a acquis une très grande importance aux yeux des banquiers centraux.

C'est la raison pour laquelle l'objet de ce chapitre est de traiter principalement les fondements théoriques de la notion de la crédibilité. Pour atteindre cet objectif, notre travail a été scindé en deux sections :

Dans une première section introductive sont présentés, les métiers des banques centrales et de leur évolution. On étudiera tout d'abord, l'importance de la stabilité des prix pour ces

³ Une politique monétaire est crédible si les agents économiques estiment que les décideurs sont tout à fait déterminés à réaliser la stabilité des prix et ont les moyens d'y parvenir.

institutions ; nous passons ensuite en revue les diverses stratégies que les banques centrales ont suivies, notamment, l'établissement des cibles pour, le taux de change, la masse monétaire et l'inflation. Et enfin, nous présenterons les différents instruments utilisés par les banques centrales pour atteindre leurs objectifs.

Dans la deuxième section, nous essayerons de donner une définition plus complète de la crédibilité en nous appuyant sur les travaux de recherches des différents auteurs ; nous indiquerons ensuite les raisons qui incitent les banques centrales à être crédibles et, enfin, nous intéresserons au développement des différentes théories qui fondent la notion de la crédibilité, où nous mettrons l'accent d'une part, sur le problème de l'incohérence temporelle mentionné pour la première fois, par Kydland et Prescott (1977) et, d'autre part, sur l'analyse des différents modèles proposés par : Barro et Gordon (1983), Rogoff (1985), Walsh (1995) et Svensson (1997).

SECTION 1 :

Banque centrale, métiers, évolutions et contraintes.

Introduction :

La place qu'occupent les banques centrales dans l'économie s'est construite progressivement tout au long du vingtième siècle. Elles remplissent aujourd'hui, des fonctions multiples : émetteur de billet, prêteur en dernier ressort, régulation du marché monétaire et responsable de la politique monétaire.

Toutefois, le mode de fonctionnement de ces banques centrales a été modifié considérablement au cours de ces dernières années. Les pressions en ce sens émanaient des différentes sources : d'un côté, l'évolution de la théorie économique a eu une influence croissante dans le domaine de la politique monétaire et la façon de mettre celle-ci en œuvre. D'autres pressions, plus fortes celles-là, en faveur du changement sont venues des bouleversements économiques et financiers et du progrès technologique ou ce qu'on appelle aussi le nouvel environnement. Ainsi que l'expérience même des banques centrales et le désir des grands organismes publics de disposer d'une information plus abondante ont été également un facteur influençant le mode de fonctionnement de ces institutions.

D'autres faits marquants ont marqué ces dernières années principalement sur le plan institutionnel, la création de la Banque Centrale Européenne (BCE), une nouvelle banque internationale, ainsi que les changements profonds qui ont modifié considérablement le mode de fonctionnement de plusieurs banques centrales des pays industrialisés (Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Riksbank de suède).

La présente section a pour objet la présentation des métiers des banques centrales et de leur évolution. On examinera l'importance de la stabilité des prix pour ces institutions, puis on passera en revue les diverses stratégies que les banques centrales ont suivies, notamment, l'établissement des cibles pour le taux de change, la masse monétaire et l'inflation, on présentera également les différents instruments utilisés par les banques centrales pour atteindre leurs objectifs.

Une présentation générale des banques centrales :

Aujourd'hui, pratiquement tous les pays du monde ont une banque centrale. Elles exercent les mêmes grandes fonctions. Mais il y a entre ces institutions des différences importantes qui résultent de l'histoire monétaire et politique de chaque pays. En particulier, leurs degrés d'autonomie, de transparence et de responsabilité sont variables. A partir des années quatre-vingt, on a constaté un mouvement très net en faveur de ce nouvel cadre institutionnel de banque centrale.

1- Les missions d'une banque centrale :

Selon certains économistes, l'expression de « banque centrale »⁴ a été utilisée pour la première fois par l'économiste français Léon Aucher. La plupart des définitions données de l'expression de la banque centrale sont basées sur les fonctions de cette institution. Pour Denise Flouzat, « la banque centrale se définit comme l'institution qui se situe au centre des systèmes de paiement pour garantir les règlements et contrôler l'expansion de la masse monétaire. C'est l'institution considérée comme apte à préserver la confiance dans la monnaie du pays »⁵. Pour Michel Albert, « une banque centrale est l'autorité publique chargée : (a)- de contrôler le financement de l'économie en assurant l'émission des billets de banque et en octroyant des crédits aux banques commerciales dans le cadre de la politique monétaire, (b)- de surveiller et gérer les systèmes de paiement liés en particulier à la compensation des chèques et des virements interbancaires, (c)- et, dans certains pays, de surveiller la solidité du système bancaire et financier »⁶. A partir de ces deux définitions, on peut dire que la banque centrale assure trois fonctions principales : définition et mise en œuvre de la politique monétaire ; surveillance et gestion du système de paiement ; et réglementation et surveillance du système bancaire. Toutefois, on note qu'il s'agit d'une définition fonctionnelle de la banque centrale, qui n'est ni précise, ni immuable, car tout au long de leur histoire, les banques centrales ont vu leurs fonctions évoluer en relation avec les transformations des systèmes financiers⁷.

4 Selon Pierre Tabatoni cité par Michel Albert, « Les banques centrales », communication présentée au colloque, quel avenir pour les entreprises publiques, organisé par l'Académie des sciences morales et politiques.

5 Denise Flouzat Osmont d'Aurilly, « Le concept de banque centrale », Bulletin de la Banque de France, n°70, Octobre 1999.

6 Michel Albert, idem.

7 T.Padoa-Schioppa, « Les banques centrales, les systèmes de paiement et le marché unique », Banca d'Italia, Economic Bulletin (février 1991)

Les missions des banques centrales ont donc été modifiées considérablement à travers le temps. Au début du vingtième siècle, les banques centrales se limitaient à l'émission de monnaie et à assurer l'octroi de concours par la voie d'escompte aux établissements de crédit ainsi qu'une clientèle privée à l'instar des banques commerciales. Ensuite, dans les années soixante-dix, les responsables des banques centrales ont été influencés par l'évolution de la théorie économique dans le domaine de la politique monétaire et la façon de la mettre en œuvre, et au début des années quatre-vingt, la fonction de surveillance bancaire a pris une importance particulière. Dix ans plus tard, la plupart des banquiers centraux soulignent l'importance de leur responsabilité à l'égard du fonctionnement et de la supervision du système des paiements.

Après avoir présenté brièvement l'évolution des missions des banques centrales à travers le temps, on essaiera maintenant, d'étudier les objectifs qu'une banque centrale peut réaliser.

2- Les objectifs de la banque centrale :

L'objectif que la banque centrale doit réaliser peut être unique sous la forme de la stabilité des prix, comme il a été prescrit par la loi dans le cas de la Banque Fédérale d'Allemagne (1957), la Banque de France (1993), ou par le biais d'un Traité le cas de la BCE (Traité de Maastricht, article 105). En plus de cet objectif de stabilité des prix, les banques centrales peuvent aussi viser le plein emploi et la modération des taux d'intérêt à long terme, comme dans le cas de la Fédérale Réserve des Etats-Unis⁸.

2-1 L'objectif de stabilité des prix :

Pour conduire leurs stratégies, les banquiers centraux se sont longtemps appuyés sur la théorie keynésienne, mais la montée en puissance de l'inflation dans les années soixante-dix les a engagés dans une stratégie de recentrage vers l'objectif final de stabilité des prix. Le succès obtenu dans la lutte contre l'inflation n'a pas atténué leur vigilance à son égard. Le mouvement de désinflation, impulsé aux Etats-Unis au début des années quatre-vingt, s'est généralisé à l'ensemble des pays industrialisés, assurant au concept de stabilité des prix le statut d'objectif principal explicite ou implicite de la stratégie monétaire.

⁸ Federal Reserve ACT amendé par la loi sur le plein emploi et croissance équilibrée de 1978.

En conséquence, un consensus de plus en plus large s'est dégagé sur l'objectif de la stabilité des prix, se basant sur l'expérience et l'évolution de la théorie économique qui ont renforcé l'idée qu'il n'y a pas d'arbitrage entre inflation et chômage à long terme du fait de la verticalité de la courbe de Phillips d'une part, et les possibles effets déstabilisants de la politique monétaire active, à cause des retards temporels long et variables de l'action monétaire d'autre part⁹.

De plus, il existe aussi de nombreux arguments d'ordre économique et social qui font ressortir les avantages de la stabilité des prix pour favoriser une forte croissance économique réelle et d'emploi, parmi ces derniers, on peut noter :

- La stabilité des prix améliore la transparence du mécanisme des prix relatifs, évitant aussi les distorsions et contribuant à assurer une répartition efficace des ressources réelles, à la fois dans le temps et en termes d'affectation, ce qui permet d'accroître le potentiel productif de l'économie ;
- La stabilité des prix permet aussi d'ancrer les anticipations des agents à l'objectif annoncé et d'assurer des conditions de financement favorables à l'économie, du fait qu'elle réduit au minimum la prime correspondant à la compensation du risque d'érosion par l'inflation incorporée aux taux d'intérêt à long terme, ce qui favorise l'investissement et la croissance ;
- Une fois l'objectif de la stabilité des prix est atteint, il offre l'avantage d'éviter la redistribution arbitraire de la richesse et des revenus, en évitant l'inflation, on gagne la paix sociale, car la hausse des prix peut générer des conflits entre les groupes sociaux, chacun cherchant à s'assurer que son revenu augmentera avec le niveau général des prix.

Donc, l'observation et l'expérience indiquent très nettement que les avantages de la stabilité des prix pour l'économie sont très importants. De plus, assurer la stabilité des prix dépasse les objectifs économiques et sociaux visés par les autorités. Michel Albert¹⁰ disait que le rôle de la banque centrale dans la stabilité des prix n'est pas uniquement technique ou économique. Selon cet auteur « Il y a une nouvelle éthique mondiale qui se fonde sur la stabilité des prix et

⁹ Cette idée sera développée dans la prochaine section ' la problématique de la crédibilité des banques centrales'.

¹⁰ Michel Albert, « Les banques centrales », communication présentée au colloque, quel avenir pour les entreprises publiques, organisé par l'Académie des sciences morales et politiques.

se diffuse par l'intermédiaire des banques centrales puisque la stabilité des prix constitue un objectif essentiel pour toutes banques centrales. La portée éthique de leur rôle à cet égard, peut être résumée comme suit : la monnaie est la garantie des échanges. Tout échange est un contrat, une promesse qui doit être tenue. La stabilité monétaire est nécessaire pour que cette promesse se réalise sans que l'inflation altère les rapports entre créanciers et débiteurs »

2-2 L'objectif de la stabilité financière :

Si la responsabilité des stratégies monétaires est la mission essentielle des banques centrales, elles doivent assurer aussi celle de veiller à la stabilité financière, nécessaire au bon fonctionnement de leurs interventions monétaires.

La stabilité financière est un concept relativement nouveau. Lié à la mondialisation, il n'est pas aussi facile à définir que la stabilité des prix, car il ne se résume pas à un objectif chiffré. Pour Garry J.Schinasi¹¹, « la stabilité financière est la capacité du système à :1- Faciliter une répartition des capitaux au sein de l'économie entre les différents secteurs et dans le temps, ainsi que de fixer le prix des risques économiques et financiers et de les répartir, 2- Faciliter le déroulement efficace des autres processus économiques, tels que l'accumulation de richesse et la croissance économique, qui sont à la source de la prospérité sociale, et 3- remplir les fonctions essentielles en réagissant aux chocs extérieurs ou à l'accumulation progressive de déséquilibres par le jeu de mécanismes autocorrecteurs ».

Donc, on peut dire que la stabilité financière recouvre une notion multidimensionnelle qu'on pourrait exprimer comme une situation dans laquelle le fonctionnement des différentes composantes du système financier et surtout leurs relations réciproques s'effectuent de manière saine et sans mouvements brutaux.

Et de ce fait, le rôle de la banque centrale est très important afin de garantir un système financier stable où les crises sont évitées¹². La stabilité financière se trouve renforcée par celle des taux d'intérêt. En effet, les variations des taux d'intérêt créent une grande incertitude pour les institutions financières, pour les entreprises et les ménages. Un mouvement de hausse des taux non anticipé, peut être à l'origine de pertes importantes sur leurs portefeuilles constitués

¹¹ Garry J.Schinasi, (2004), « Les banques centrales doivent-elles veiller à la stabilité des marchés financiers ? », Bulletin du FMI, volume 33, n° 2, février 2004.

¹² Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a été créée à la suite de la crise financière de 1907 pour assurer la stabilité financière.

par des obligations à long terme et des garanties hypothécaires, des pertes qui peuvent parfois être suffisantes pour les amener à la faillite.

Donc, les banques centrales doivent jouer un rôle important afin d'assurer la stabilité financière, pour Jean-Pierre Patat¹³, « le rôle des banques centrales dans la stabilité financière est légitime, exercer une responsabilité en matière de stabilité monétaire et en soi, favorable à la stabilité financière ¹⁴(hypothèse de Schwartz). Ces institutions ont aussi une responsabilité essentielle, qui s'exprime par des moyens variés dans deux domaines primordiaux pour la stabilité financière : la régulation et le contrôle bancaire d'une part, la sécurité des moyens de paiement d'autre part.»

Les banques centrales se retrouvent ainsi impliquées dans la surveillance du système bancaire. Elles sont associées à la réglementation des institutions financières, mais leur surveillance s'opère selon des modalités qui diffèrent d'un pays à l'autre. Située au cœur du système des paiements, la banque centrale semble pouvoir revendiquer le contrôle des établissements de crédit.

2-3 L'objectif de stabilisation conjoncturelle :

Le thème selon lequel « la politique monétaire peut-elle ou non jouer un rôle stabilisateur ? » est au cœur des débats entre économistes depuis très longtemps, tant en ce qui concerne la théorie que la mise en œuvre de la politique monétaire. Les opinions à ce sujet continuent de diverger, c'est pourquoi il est indispensable de passer en revue et d'analyser les différents courants de la théorie et les données empiriques qui les étayent avant de parvenir à une quelconque conclusion.

Dans ce contexte, nous présenterons les différentes opinions qui ont été exprimées sur la nécessité, la faisabilité et l'opportunité d'une politique monétaire qui joue un rôle stabilisateur.

¹³ Jean-Pierre Patat, « La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales », Bulletin de la Banque de France, n°84, Décembre 2000.

¹⁴ Cette idée a été déjà développée par l'économiste américaine Anna Schwartz (1995), « Why financial stability depends on price stability ? », Economics Affairs (21-25). L'hypothèse de Schwartz consiste à dire que si la stabilité des prix est assurée, cela aidera à la réalisation de la stabilité financière.

A la suite de la crise de 1929, Keynes a plaidé en faveur des politiques de stabilisation ; en particulier, la politique monétaire devait contribuer à la stabilisation du cycle dans certaines circonstances. Keynes et ses disciples défendaient des politiques de stabilisation sur la base de deux postulats : d'une part, la rigidité à la baisse des salaires et des prix et, d'autre part, le concept de préférence pour la liquidité, qui veut que la demande de monnaie dépende également du taux d'intérêt. Le premier postulat, à savoir la rigidité des salaires à la baisse, implique que l'économie ne retrouve pas automatiquement une situation de plein emploi après une baisse de la demande globale. On justifie ainsi la nécessité d'une politique de stabilisation. Considérés globalement, ces deux postulats conduisent au constat selon lequel, si la demande globale est insuffisante, un accroissement de l'offre nominale de monnaie peut faire revenir la production à son niveau d'équilibre de plein emploi, pour autant que l'on ne se trouve pas en présence d'une 'trappe à la liquidité' liée à des taux d'intérêt très bas. La faisabilité d'une politique monétaire aux vertus stabilisatrices est ainsi établie.

Toutefois, plusieurs auteurs ne tirent aucune conclusion directe, ni sur l'orientation appropriée de la politique monétaire, ni sur son efficacité potentielle, car ils pensent que l'explication keynésienne ne montre pas complètement les causes et la nature du ralentissement économique actuel.

Certains pensent que pour mieux juger le rôle stabilisateur de la politique monétaire et son incidence sur la dynamique du cycle, une question théorique fondamentale doit se poser qui a trait à la nature et la stabilité de la relation entre l'inflation et les fluctuations de la production à court et long termes. Depuis, plus de quarante ans, cette question est au cœur du débat théorique et des études économétriques associées, et ce depuis que Phillips¹⁵ (1958) a observé une relation empirique entre la croissance des salaires et le taux de chômage.

L'accélération de l'inflation à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix a contribué à la résurgence d'idées classiques et monétaristes à propos de la relation entre la croissance et l'inflation et du rôle de la politique monétaire. Chacun de leur côté, Milton Friedman¹⁶ (1968) et Edmund Phelps¹⁷ (1968) ont élaboré des théories fondées sur la notion d'un taux naturel de chômage (ou de niveau de la production) pour expliquer les écarts de

15 La courbe de Phillips sera largement développée dans la deuxième section de ce chapitre.

16 Milton Friedman, (1968), « The role of monetary policy », *American Economic Review*, Volume 58, P.1-17.

17 Edmund Phelps, (1968), « Money-wage dynamics and labour market equilibrium », *Journal of Political Economy*, volume 76, p.678-711.

production par rapport au niveau potentiel ou à l'évolution tendancielle de la croissance. Ces écarts ne résulteraient pas d'une modification de la demande globale, mais d'anticipations erronées sur les prix et d'une mauvaise évaluation des salaires réels.

De leur côté, Robert Lucas¹⁸ (1972,1976) et ses émules ont approfondi la théorie de Friedman et Phelps, parvenant à des conclusions néoclassiques saisissantes quant à la nature de la dynamique de l'économie et au rôle de la politique monétaire. Sur la base des hypothèses selon lesquelles a) les anticipations sont rationnelles¹⁹ et b) les prix et les salaires sont suffisamment flexibles, ils ont démontré qu'il n'existe aucun arbitrage de court terme le long de la courbe de Phillips qui puisse être utilisé par la politique monétaire pour stabiliser l'économie. Ils ont donc conclu qu'il n'était pas nécessaire que la politique monétaire stabilise la production et qu'elle n'était pas en mesure de le faire. En outre, ils ont mis en garde contre le risque d'erreur inhérent aux politiques monétaires et budgétaires excessivement proactives.

Néanmoins, l'ampleur et la durée des fluctuations macroéconomiques dans les années soixante-dix et quatre-vingt ont démontré clairement l'existence de certaines formes de rigidités nominales, qui ne peuvent être ignorées. En outre, même si les anticipations des agents économiques devraient, en principe, se former « rationnellement », l'expérience montre qu'elles sont fondées sur des informations limitées sur la structure de l'économie par rapport aux hypothèses des modèles théoriques. Ces faits ont conduit à l'élaboration des théories des nouveaux keynésiens qui, tout en acceptant les postulats néoclassiques et le « caractère rationnel » des anticipations, impliquent l'existence d'arbitrages de court terme entre inflation et production pouvant être utilisés par les banques centrales. De plus, la plupart des banques centrales des pays industrialisés prennent en considération l'objectif de la stabilisation de la conjoncture à travers des règles précises de politique monétaire qui ont été proposées et évaluées, notamment par John Taylor²⁰ (1993, 1995). Elles visent à réduire au minimum les fluctuations des prix et de la production autour des objectifs de la politique économique.

Les universitaires restent divisés sur les implications des diverses théories et des observations qui les appuient pour le rôle que la politique monétaire peut jouer dans la stabilisation du

18 Lucas, R. (1972), Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, vol. 4, pp. 103-124. Lucas, R. « Econometric Policy Evaluation : a critic », (1976).

19 Cette idée sera largement développée dans la deuxième section : La problématique de la crédibilité de la banque centrale.

20 Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214,

Taylor, J. B. (1995), "The monetary transmission mechanism: an empirical framework", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, pp. 11-26.

cycle économique, bien que les points de vue aient convergé fortement au cours des vingt dernières années. Il existe une longue liste d'articles présentant les avantages et les inconvénients d'une politique monétaire anticyclique.

2-4 L'objectif de taux de change ?

Aujourd'hui les plus grandes monnaies ne sont pas liées par un système de taux fixe dans lequel, les banques centrales étaient contraintes d'intervenir systématiquement afin d'assurer le respect de la marge entre les deux cours fixés à leurs monnaies. Situées dans un univers de taux flottants, elles devraient laisser au seul marché le soin de former les taux. Toutefois, les banques centrales interviennent en tant qu'exécuteurs de décisions gouvernementales, n'étant malgré leur indépendance, qu'en charge des décisions monétaires internes.

Ces institutions n'ont pas aujourd'hui un objectif explicite de taux de change du fait de la difficulté de le définir ; mais cela ne les empêche pas de faire du taux de change une préoccupation majeure en raison des répercussions de ses variations sur l'économie. Une appréciation de la monnaie nationale détériore la compétitivité des secteurs exposés à la concurrence internationale, alors que la dépréciation est un facteur inflationniste. Une relative stabilité du taux de change a un autre avantage, elle facilite la programmation par les entreprises et les ménages de leurs achats ou de leurs ventes futures de biens dans le reste du monde. Par conséquent, le lissage du taux de change est considéré comme objectif important de politique monétaire et cette préoccupation est d'autant plus forte que l'économie est plus ouverte.

2-5 Le contrôle des prix d'actifs :

Si les banques centrales doivent bien établir une règle d'action relative à l'inflation à maîtriser, cette dernière ne résout pas tous les problèmes qui affectent la stabilité des prix. Au vu de la progression modeste et relativement stable de l'indice des prix à la consommation, le sentiment d'une absence d'inflation s'est même installé. En fait, l'inflation n'a pas disparu, elle n'apparaît plus sous la forme d'une hausse du prix des biens et services, mais elle a pris celle d'une hausse du prix d'actifs (*assets inflation*)²¹.

21 André Icard, « La prise en compte du prix des actifs dans la politique monétaire », directeur général adjoint de la Banque des Règlements internationaux, voir le site Internet de la BRI (www.bis.org) 29/09/2005.

D'ailleurs la Banque des Règlements Internationaux dans ses différents rapports²² a mis en évidence l'attention que devait porter la banque centrale à l'évolution du prix des actifs, notamment à celle du prix des actifs financiers. De son côté, la BCE souligne dans ses différents communiqués que l'envolée des prix de l'immobilier dans plusieurs pays fait l'attention d'une surveillance étroite de la part de la banque centrale tant cette évolution est perçue comme potentiellement déstabilisatrice et pouvant faire peser un risque sur la stabilité à moyen terme des prix des biens et services. Des mouvements excessifs et durables au regard des critères fondamentaux conduisent à des phénomènes de « bulle » qui développent des risques pour les interventions sur les marchés et qui nuisent à la bonne transmission des impulsions de politique monétaire. Si les prix des actifs montent trop, il y a bulle spéculative, l'expérience montre que la bulle débouche sur le krach. L'explosion de la bulle entraîne de graves conséquences sur l'économie réelle. Elle porte en elle le risque de déflation, comme le montre l'évolution de la situation japonaise. Sans l'explosion de cette bulle, le Japon n'aurait pas connu l'excès d'endettement, la chute de la demande et la formation de créances douteuses qui ruinent le système bancaire.

La principale question qui se pose est de savoir quelle doit être la réaction des autorités monétaires face aux distorsions de prix des actifs.

Aux yeux de certains, les banques centrales n'ont à se préoccuper que des objectifs qu'elles se sont imposées (inflation, M3, voire croissance ou plein emploi) et n'ont pas à regarder l'évolution d'autres variables dans leur prise de décision. Toutefois, il semble que les bulles des prix d'actifs soient une source légitime de préoccupation pour les banques centrales. Leur présence peut en effet fausser les décisions économiques, la consommation ou l'investissement, par des effets dits de richesse (ainsi la possibilité d'utiliser comme garanties pour des opérations d'emprunts des plus-values latentes sur les actifs, immobiliers ou boursiers, détenus), et conduire à des hausses ou des baisses malvenues des prix des biens et des fluctuations marquées de l'activité. Aussi, que l'objectif de la Banque centrale soit uniquement un objectif de stabilité des prix, ou qu'il intègre aussi un objectif de croissance

22 75e Rapport annuel BRI, «Chapitre VII : Système financier : analyse sectorielle », 27 juin 2005.

ARTHUR S. V. (2004), "Experience with Constructing Composite Asset Price Indices", BIS Working Papers, n°21.

pour l'économie, l'existence d'une bulle exacerbe les cycles de l'économie et s'affiche à l'encontre des objectifs retenus par les autorités monétaires²³.

De plus, la banque centrale doit se préoccuper non seulement de la stabilité des prix des biens de consommation actuels mais aussi futurs. Or les prix des actifs peuvent aussi être considérés comme représentant les évolutions futures des prix à la consommation pour des raisons de lissage inter temporel de la consommation. Enfin, les banques sont en première ligne en cas de retournement brutal des prix des actifs : nombre de ménages et d'entreprises peuvent alors être confrontés à une impossibilité de rembourser les emprunts ce qui entraînerait une détérioration du bilan des banques, voire une crise de confiance généralisée. Les banques réduisent en retour les risques qu'elles prennent, ce qui freine d'autant plus la reprise. Il semble donc naturel que les Banques centrales surveillent ces facteurs d'instabilité. En conséquence, pour certains, l'indice des prix considéré par la banque centrale devrait intégrer les prix d'actifs.

Si on peut donc admettre que les fluctuations marquées des cours d'actifs doivent être suivies par les autorités monétaires, on peut néanmoins se demander quelle est leur légitimité pour détecter que telle ou telle évolution est avant tout spéculative et déconnectée des fondamentaux (ce qui entraînera une correction future). Se pose de plus la question des moyens à leur disposition pour freiner le développement de telles bulles. Les évolutions des prix d'actifs peuvent avoir des causes structurelles temporaires : innovations technologiques, développement de nouveaux modes d'intermédiation de la gestion de l'épargne²⁴, etc.... Ces évolutions sont de plus censées représenter les anticipations faites par les marchés sur les évolutions futures (bénéfices, inflation, etc....). Il n'y a donc pas une valeur fondamentale unique calculable pour les actifs ce qui soulève le problème de la règle que devrait s'imposer la banque centrale pour déterminer si une évolution des cours est « normale » ou non, et donc nécessite une action de sa part.

La banque centrale peut en effet agir de plusieurs manières : contraintes accrues sur les banques dans le but de freiner les crédits accordés ; une remontée marquée des taux est aussi un moyen utile pour dégonfler voire faire exploser une bulle financière même si il semble cependant délicat de faire du « fine tuning » quand la valorisation des actifs augmente de plus de 10 % sur un an. Plusieurs manières d'incorporer les actifs dans l'indice du coût de la vie

23 Grégory Leviengue, « Les banques centrales doivent-elles réagir aux mouvements des prix des actifs ? », thèse de doctorat, 1999.

24 David Dodge, « Les prix et la politique monétaire », Publications et Recherches, Banque du Canada, 13/05/2005.

peuvent être envisagées. Toutefois, si la prise en compte de l'immobilier ne pose guère de problème (on considère les achats immobiliers comme une consommation, quitte à les étaler sur plusieurs années pour représenter la part de l'emprunt), il n'en est pas de même pour les actifs financiers où le haut taux de turnover donne un poids trop important à cet indice.

Il est donc difficile de déterminer l'indice du coût de la vie qui devrait être suivi par la banque centrale. Au-delà de ces questions de faisabilité technique, d'autres arguments peuvent être avancés pour défendre l'idée selon laquelle la banque centrale ne doit pas intégrer les prix d'actifs dans ses prises de décision : risques d'aléa moral sur les marchés car les investisseurs intégreraient la réaction de la banque centrale aux évolutions de prix ou encore impossibilité pour la banque centrale de réaliser les deux objectifs en même temps. L'argument le plus fondamental est sans doute que la banque centrale n'a pas de supériorité manifeste par rapport aux marchés pour déterminer quel est le « bon » niveau du prix des actifs. Elle risquerait donc de déclencher des crises en se basant sur une vision erronée de ce que doivent être les valeurs des actifs. Donc, les banques centrales ne doivent pas donner l'impression de garantir un niveau des prix des actifs. Elles doivent en revanche tenir compte des effets de richesse dans leurs évaluations conjoncturelles, puisque les comportements de consommation peuvent être influencés par les prix des actifs boursiers et les fluctuations de la valeur des collatéraux des crédits.

Après avoir clarifié les différents objectifs que peut poursuivre une banque centrale, on va étudier maintenant les instruments en sa possession.

3- Les instruments de la politique monétaire :

Les instruments de régulation administrative sont devenus une technique inadaptée au monde financier dominé par les marchés. Depuis les années quatre-vingt, s'est généralisé le recours à des instruments de marché mettant en jeu des appels d'offres. Leur mise en œuvre ne s'opère pas par une régulation directe de crédit, mais par une modification des incitations du système bancaire par l'influence de la banque centrale sur les conditions monétaires. Cette dernière utilise souvent trois instruments :

- La banque centrale peut faire varier le (ou les) taux directeur, c'est-à-dire le taux d'intérêt qu'elle applique aux prêts qu'elle consent aux banques commerciales, les

refinancements. Le taux directeur agit sur le montant des réserves empruntées par le secteur bancaire à la banque centrale. Par exemple, une baisse du taux directeur crée une incitation pour les banques à réduire leurs emprunts interbancaires ou les autres sources de financement au profit de l'emprunt auprès de la banque centrale. Il en résultera une pression à la baisse sur les taux d'intérêt portant sur les autres instruments. Une baisse du taux directeur conduit donc à davantage d'aisance monétaire.

- La banque centrale dispose aussi de l'instrument des réserves obligatoires mais il semble aujourd'hui désactivé. Cet instrument oblige les banques commerciales à conserver à la banque centrale une proportion de leurs dépôts. Le taux qui définit cette proportion peut varier ; sa modulation permet d'agir sur le coût du crédit sans modifier le taux d'intérêt directeur. L'élévation du taux des réserves obligatoires augmente les besoins des banques commerciales en monnaie centrale puisqu'elles doivent accroître le montant de leurs réserves conservées auprès de la banque centrale, ce qui les incite à limiter leur création monétaire. Inversement la baisse du taux allège la contrainte résultant de cette immobilisation de réserves auprès de la banque centrale, ce qui vise à stimuler la création monétaire des banques commerciales.
- Elle peut aussi procéder à des opérations dites « d'open market », à savoir des achats ou ventes directes de titres, généralement des titres de dette publique, sur le marché monétaire. Lorsque, par exemple, la banque centrale vend des titres, elle reçoit en règlement une créance sur le secteur bancaire, qu'elle porte au débit de ce dernier, diminuant ainsi la quantité de monnaie de banque centrale en circulation. A l'inverse, lorsqu'elle achète des titres, elle fournit de la liquidité aux banques. Ces opérations agissent sur le montant de titres détenus dans le portefeuille de la banque centrale. Elles ont pour contrepartie une variation des réserves non anticipées disponibles pour le secteur bancaire.

Après avoir étudié, les différents instruments dont dispose la banque centrale, nous allons maintenant mettre l'accent sur les diverses stratégies suivies par cette institution pour atteindre ses objectifs.

4- Le choix d'une stratégie :

Une fois l'objectif (où les objectifs) défini(s), la banque centrale adopte une stratégie qui lui permettra de le (les) réaliser. Au cours des dernières décennies, plusieurs approches ont été appliquées par les banques centrales ; mais la faveur a été accordée principalement aux stratégies axées sur l'établissement des cibles pour le taux de change, l'expansion de la masse monétaire et l'inflation²⁵.

4-1 L'établissement des cibles de taux de change :

La pratique de ciblage du taux de change a une longue histoire. Elle peut prendre des formes différentes : fixation d'une parité-or comme dans le régime d'étalon-or, rattachement unilatéral à un taux de change donné, de la monnaie nationale à celle d'un pays –le pays ancre, où l'inflation est faible-, ou encore un possible accord bilatéral entre un pays en voie de développement et un pays industrialisé dont la monnaie sert de point d'ancrage.

L'utilisation de cette stratégie a été justifiée par les avantages qu'elle procure. En premier lieu, elle permet de contrôler l'inflation en liant la hausse des prix des biens échangés internationalement dans l'économie nationale à celle observée dans le pays ancre. Si l'objectif de change est crédible, ce régime permet de fixer les anticipations inflationnistes sur celles du pays ancre.

Elle permet aussi d'atténuer voire de résoudre le problème d'incohérence temporelle²⁶, du fait qu'elle est basée sur une règle automatique, ce qui permet de limiter le risque de voir la banque centrale en train de chercher à relancer la croissance et l'emploi par une politique monétaire trop expansionniste. Un autre avantage important est celui de la transparence, car ce régime a l'avantage d'être compréhensible par tous, surtout qu'il est plus facile de rallier l'opinion publique à l'objectif d'une monnaie saine.

²⁵Une référence utile sur les différentes stratégies de politique monétaire, Mishkin, F.(1999). « International Experience with Different Monetary Policy Regimes », *Journal of Monetary Economics*, vol.43, P579-605.

²⁶ Le problème de l'incohérence temporelle a été mentionné pour la première fois, par les deux économistes Kydland & Prescott (1997), « Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, juin, pp. 473-492..

Toutefois, malgré ses avantages, plusieurs critiques sérieuses sont adressées au ciblage du taux change. Le fait de rattacher la politique monétaire à celle d'un pays partenaire ayant un faible taux d'inflation, signifie que la banque centrale cède la prise de décision dans le domaine de la politique monétaire au pays partenaire en question. La politique à laquelle elle sera rattachée ne tiendra pas compte de sa conjoncture économique intérieure ni ne se préoccupera de la croissance de la production et de l'emploi à l'intérieur de ses frontières. Mishkin²⁷ (1998) a donné l'exemple des pays du SME ancrés à l'Allemagne qui ont subi les effets monétaires de la réunification allemande entre 1990-1992.

4-2 L'établissement de cibles en matière d'expansion monétaire :

Durant les années soixante-dix, un grand nombre de banques centrales adoptèrent pour lutter contre l'inflation, un taux cible de croissance de la masse monétaire. Si cette approche a été attirante en raison de la maîtrise considérable que la banque centrale pouvait exercer sur les agrégats monétaires, sa réussite dépendait de l'existence d'une relation solide entre l'expansion monétaire et l'inflation. Dans la pratique, cette relation se révéla instable, à cause en partie du rythme rapide des innovations financières. Pour cette raison, la stratégie de ciblage d'expansion monétaire a considérablement perdu sa valeur.

La banque d'Allemagne (Bundesbank) et de la Suisse (BNS), furent les deux banques centrales qui appliquèrent le plus longtemps cette stratégie. Fait remarquable, ces deux banques centrales ont bénéficié de faibles taux d'inflation durant les années quatre-vingt-dix, mais cela ne s'explique pas par une stricte adhésion aux cibles annoncées. La Bundesbank a souvent manqué ses cibles de croissance annuelle (11 fois sur 24), et parfois avec une marge assez considérable entre l'objectif réalisé et sa cible. Néanmoins, elle a souligné l'utilité constante des cibles comme guide dans les discussions relatives à la politique monétaire, à la fois à l'intérieur de l'institution et dans ses communications avec le public.

Cependant, on note aussi que plusieurs études empiriques²⁸ ont prouvé qu'il existe une relation stable entre l'inflation et l'agrégat monétaire large M3 à long terme, ce qui peut

27 Mishkin, F.S (1998), « International experience with different monetary policy regimes » IIES seminar paper n° 648.

28 McCandless et Weber (1995). Le résultat de cette étude est la corrélation entre l'inflation et le taux de croissance de l'offre de monnaie (quantité de monnaie en circulation) est presque unitaire, variant entre 0,92 et 0,96.

King (2002). Ce travail constitue l'extension de l'étude de McCandless et Weber. L'auteur utilise une coupe transversale de 116 pays entre 1968 – 1998. Le résultat est le même c'est-à-dire la relation entre masse monétaire et inflation reste valide lorsque l'on passe de la base monétaire à des agrégats plus larges (comme M3).

expliquer peut être le premier pilier de la stratégie monétaire de la BCE²⁹ et l'attachement fort à l'agrégat monétaire par la Bundesbank.

4-3 La stratégie de ciblage d'inflation :

Bien qu'elle puisse paraître évidente aujourd'hui, la stratégie des cibles d'inflation était au début tout à fait révolutionnaire. L'insatisfaction suscitée par les résultats obtenus avec les cibles des taux de change et de l'expansion monétaire avait stimulé la recherche pour d'autres approches.

Almeida et Goodhart³⁰ (1998) ont fait ressortir que l'objectif de la stabilité des prix est tellement répandu que presque toutes les banques centrales poursuivent aujourd'hui une cible en matière d'inflation, même si celle-ci n'est pas toujours explicitement définie.

L'objectif de la stratégie monétaire devient l'inflation future : l'inflation anticipée à un horizon donné. Cette cible doit présenter toutes les propriétés de l'objectif intermédiaire optimal. Elle doit être facilement contrôlable, en utilisant l'instrument essentiel de la stratégie monétaire (le taux directeur) ; elle doit aussi être bien corrélée avec l'objectif final. Cela implique que la banque centrale s'engage à agir en fonction de la meilleure estimation possible de l'inflation à l'horizon retenu et qu'elle publie cette prévision. La Nouvelle-Zélande, le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, l'Autriche se sont ralliés depuis le début des années 1990 à une stratégie de cible d'inflation³¹.

Cette stratégie repose sur plusieurs éléments, dont l'annonce au public par la banque centrale d'un objectif chiffré d'inflation à moyen terme, l'utilisation des informations multiples pour fonder les décisions de politique monétaire, une grande transparence de la part de la banque centrale en communiquant au public et aux marchés les intentions et les objectifs des autorités de politique monétaire et enfin une grande responsabilité de la banque centrale en ce qui concerne la réalisation de ses objectifs d'inflations.

29 La stratégie monétaire de la BCE est basée sur deux piliers : 1- Indicateurs financiers, 2- L'agrégat monétaire M3.

30 Almeida, A. et C. Goodhart (1998). « Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour ? », Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. 51, supplement, P19-107.

31 Cette stratégie du ciblage d'inflation est préconisée par un grand nombre d'auteurs contemporains (M.Aglietta, C. de Boissieu, J-P. Fitoussi, J-P Pollin), elle sera développée en détail dans la deuxième section 'le modèle de Svensson'.

Cette stratégie présente aussi plusieurs avantages : on note qu'à l'inverse de la stratégie de ciblage de taux de change elle permet à la politique monétaire d'être centrée sur des préoccupations nationales et de répondre aux chocs que l'économie peut subir (donc, le risque de dépendance monétaire de la stratégie basée sur le taux de change disparaît). Elle représente un autre grand avantage du fait qu'elle peut être facilement comprise par le public, ce qui assure sa transparence. Elle permet aussi de renforcer la responsabilité de la banque centrale et permet de limiter le risque de voir la banque centrale tomber dans le piège de l'incohérence temporelle en cherchant à relancer la croissance et l'emploi par une politique monétaire expansionniste.

Le régime de ciblage de l'inflation accorde un poids important à la transparence de la prise de décisions et à la communication régulière avec le public. Les banques centrales qui y ont recouru ont des discussions fréquentes avec les pouvoirs publics et les dirigeants saisissent chaque occasion pour faire des déclarations sur leur stratégie de politique monétaire.

Toutefois, même cette stratégie n'est pas à l'abri des critiques, les auteurs reprochent parfois au ciblage d'inflation d'imposer aux autorités monétaires de suivre une règle rigide, limitant ainsi leur pouvoir discrétionnaire de répondre à des circonstances inattendues, et de ce fait, on se trouve dans le dilemme entre flexibilité et crédibilité.

On accuse aussi le ciblage de l'inflation de faire de l'inflation la préoccupation unique et de conduire une politique monétaire trop restrictive quand elle dépasse la cible, occasionnant aussi des fluctuations importantes de la production.

D'autres accusent le ciblage d'inflation d'avoir des conséquences négatives sur la croissance et sur l'emploi. Certes dans les pays où il y a des cibles d'inflation, la production est tombée au-dessous de sa valeur ciblée au cours des phases de désinflation. Mais une fois atteint le niveau de faible d'inflation, la production et l'emploi sont revenus à leurs niveaux, donc cette critique n'a aucun fondement.

Conclusion :

Ces vingt dernières années ont été témoins d'un changement substantiel dans le mode de fonctionnement et dans le cadre institutionnel des banques centrales. Passant d'une période où la banque centrale assurait un rôle simple qui se limitait à l'émission de la monnaie et à l'octroi des concours par la voie de l'escompte aux établissements de crédit, à une autre période marquée par un fort mouvement vers la responsabilité et l'indépendance de la banque centrale, où cette dernière a la mission de l'élaboration et la mise en œuvre d'une politique monétaire recentrée sur l'objectif de la stabilité des prix.

Toutefois, l'évolution de cette institution n'est pas encore terminée. La banque centrale a plusieurs autres défis à relever dans l'avenir. Elle doit toujours conserver et veiller à bien assurer la mission prioritaire qui lui a été assignée de maintenir la stabilité des prix ; elle doit aussi assurer sa nouvelle mission de stabilité financière et surtout de définir clairement sa mission dans le domaine de la surveillance des prix des actifs et dans le domaine des taux de change.

Pour qu'elle puisse garder cette place exceptionnelle et relever ces défis, la banque centrale doit être crédible aux yeux des agents économiques. La notion de crédibilité a fait couler beaucoup d'encre dans les revues économiques spécialisées, les recherches théoriques et empiriques dans ce domaine sont abondantes. Aujourd'hui, la crédibilité représente un intérêt de haute importance pour les banquiers centraux.

C'est la raison pour laquelle qu'après avoir présenté l'évolution des métiers de la banque centrale et l'importance de l'objectif de stabilité des prix pour cette institution, nous essayerons dans la prochaine section, d'étudier la crédibilité et les gains qu'elle procure à une banque centrale.

SECTION 2 :

La problématique de la crédibilité des banques centrales.

Introduction :

Au cours de ces dernières années, le sujet de la crédibilité des banques centrales a fait couler beaucoup d'encre et il a acquis une importance grandissante aux yeux des banquiers centraux et des agents économiques. Le terme crédibilité désigne le degré de confiance que manifeste le public envers la détermination et la capacité de la banque centrale d'atteindre les objectifs qu'elle a annoncés.

L'ensemble des études qui ont été menées ont montré qu'une crédibilité élevée peut faciliter l'atteinte de l'objectif défini par les décideurs, tout en atténuant les fluctuations économiques, et plus spécifiquement les coûts possibles des mesures prises pour atteindre cet objectif. Une crédibilité élevée aiderait aussi à maintenir l'inflation près du taux visé lorsque des imprévus viennent perturber l'évolution des prix. En effet, l'inflation ne se maîtrise pas avec précision et à tout moment le taux d'inflation peut être amené à s'éloigner de la cible visée en raison d'événements qui échappent au contrôle de la banque centrale. Dans une telle situation, la crédibilité aiderait à arrimer les anticipations aux cibles. Si le public s'attend à ce que la banque centrale fasse de son mieux pour ramener l'inflation vers la cible, les attentes ne réagiront pas tellement aux fluctuations du taux de variation des prix, et cela tendra à réduire l'ampleur des fluctuations du taux d'inflation, de la production et des taux d'intérêt.

Une crédibilité élevée permet aussi aux autorités monétaires de mieux jauger la capacité de l'économie de produire des biens et des services et de générer des emplois, sans automatiquement risquer d'attiser les craintes d'inflation.

Dans cette deuxième section, tout en nous basant sur les travaux de recherche de plusieurs auteurs, nous essayerons en premier lieu de donner une définition plus complète de la notion de la crédibilité des banques centrales. Ensuite, nous nous intéresserons aux différentes théories qui fondent cette notion de crédibilité où nous mettrons l'accent d'une part sur le problème de l'incohérence temporelle mis en évidence pour la première fois par Kydland et Prescott et d'autre part aux différents modèles proposés par Barro et Gordon, Rogoff (1985), Walsh (1995) et enfin par Svensson (1997).

1- Définition de la notion de crédibilité :

Au cours de ces dernières années, la notion de la crédibilité a fait l'objet d'une recherche approfondie dans les revues spécialisées d'économie. Elle représente un intérêt de haute importance pour les banquiers centraux. Toutefois, beaucoup d'auteurs utilisent ce concept sans clarifier son sens exact, et de ce fait le flou qui entoure la crédibilité n'est pas levé par la masse de la littérature qui porte sur cette notion, ce qui laisse à penser qu'il n'existe pas une définition unifiée.

Cette idée a été confirmée par Stanley Fischer (1994)³², qui mentionne que la notion de crédibilité est assez insaisissable. Il est vrai que ce concept semble à la fois vague et d'une appréciation intuitive. Mais cela ne veut dire pour autant que ce concept est dénué de sens.

Nombreux sont les économistes et les institutions qui se sont penchés sur la crédibilité, afin d'en cerner le plus précisément ses contours. Pour être un concept utile, la crédibilité doit être clairement définie. Evoquer la crédibilité est pertinent dans toutes les situations d'interaction dynamique entre des individus ayant des objectifs au moins en partie conflictuels. Cette notion est liée à tous les types de relations humaines où les contrats entre les agents économiques comprennent un échange inter-temporel.

Les définitions académiques de la crédibilité qui coexistent parmi les économistes font intervenir des terminologies spécifiques, comme l'aversion à l'inflation, le préengagement et les contrats incitatifs. Ces définitions entretiennent des liens variables avec l'acception commune de crédibilité, « ce qui fait qu'une chose mérite d'être crue »³³, ou « le caractère de quelqu'un qui est digne de confiance »³⁴. Pour qu'une institution ou une personne soit crédible, il faut que sa parole engage ses actes.

Dans le domaine monétaire, la notion de crédibilité est souvent reliée voire assimilée, au concept de « cohérence (constance) temporelle », l'expression « *time consistent* », a été introduite par un article de F.E Kydland et E.C Prescott³⁵ en 1977 qui représente le socle des

32 Stanley Fisher (1994), « Modern central banking », in caple Forrest, Goodhart Charles, Fisher Stanley, Schmadt Norbert, The future of central Banking, Cambridge University Press.

33 Définition prise du Robert.

34 Définition prise de Larousse.

35 F.E Kydland et E.C Prescott, (1997), « Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans », Journal of Political Economy, vol. 85, n. 3, juin, pp. 473-492..

travaux de recherche sur la crédibilité. Elle exprime le caractère cohérent et rationnel d'une décision par rapport aux informations disponibles à un moment donné. Une politique cohérente est ainsi définie³⁶ « à tout point du temps, la politique choisie est la meilleure, compte tenu de la situation courante ». Ainsi une politique monétaire envisagée au temps t pour une période future est crédible si –compte tenu des objectifs de l'autorité monétaire- il est de son intérêt de réaliser cette politique le moment venu. Toutefois, cette politique est optimale, si et seulement si les performances de l'économie dépendent uniquement des décisions politiques actuelles et passées et non des décisions futures. Mais ce n'est pas le cas pour les systèmes dynamiques, dans lesquelles les décisions courantes dépendent des anticipations que les agents forment sur les décisions futures. Ainsi, il est facile de montrer que la solution optimale pour un ensemble de périodes comprenant t_1 et t_2 , celle qui maximise la fonction objectif, ne correspond pas nécessairement à la décision cohérente au temps t_1 en fonction des informations disponibles à ce moment là. Donc, cette décision peut être qualifiée par non seulement 'temporellement cohérente' mais aussi 'temporairement cohérente'. Donc, une politique monétaire n'est pas crédible si la meilleure action pour elle au moment de la mise en œuvre est différente de l'action qui avait été prévue auparavant pour cette période. Cette conception de la crédibilité a donné lieu à une abondante littérature.

Toutefois, la définition de la crédibilité ne doit pas se limiter à la seule cohérence temporelle de la politique qu'elle met en œuvre, cette notion recouvre plusieurs autres aspects autre que celui de la cohérence temporelle. Afin d'éviter de raisonner sur des bases vagues et instables, nous essayerons de spécifier les caractéristiques importantes de la crédibilité, et pour cela, nous allons nous baser sur les travaux de Blackburn et Christensen³⁷. En 1989, ces deux auteurs admettent que la crédibilité ne peut pas être réduite à la seule cohérence temporelle. En particulier, ils admettent des facteurs technologiques (qui touchent à la validité des données statistiques avec lesquelles la politique monétaire est décidée, la validité de la théorie à la base de ces décisions, le contrôle effectif sur les instruments qu'on veut influencer, le réalisme de l'objectif fixé), des facteurs administratifs (la possibilité des responsables monétaires en place, ministre ou gouverneur, de pouvoir mettre en place et tenir la politique souhaitée, ce qui touche en particulier à la durée du mandat et aux possibles changements d'objectifs), et des facteurs stratégiques (principalement le problème de l'incohérence temporelle).

36 F.E Kydland et E.C Prescott, op.cite P 29.

37 Blackburn, K. et Christensen, M. (1989), Monetary policy and policy credibility: theories and evidence, Journal of Economic Literature, vol. 27, mars, pp. 1-45.

De son côté Fisher .A.M³⁸ (1994), soulève le possible conflit d'intérêt entre politique monétaire qui vise la stabilité des prix, et le rôle actif de la banque centrale dans la supervision bancaire en soutenant qu'en cas d'intervention lourde pour sauver des institutions financières en difficulté, dans ce cas la stabilité des prix peut se trouver menacée. La crédibilité monétaire ne peut donc pas être réduite à la seule cohérence temporelle.

Pour la Banque de France³⁹, la notion de la crédibilité est assimilée à « la confiance qu'elle inspire dans sa capacité à garantir que ses décisions seront inspirées par la volonté de protéger le long terme ». Cette définition donnée par la Banque de France rejoint la vision de G. Erbert et H. Hagemann⁴⁰. Ces auteurs montrent avant tout que crédibilité et confiance sont très proches synonymes, bien que l'un concerne les institutions et l'autre les individus. La crédibilité est déterminée par les individus et les perceptions individuelles d'une institution qui doit remplir ses engagements.

De leur côté, Barro et Gordon (1983a, 1983b)⁴¹ privilégient plutôt la notion de la règle, qu'ils opposent aux décisions discrétionnaires. Les gouvernements sont incités à tricher sur les intentions et cherchent à provoquer des surprises d'inflation. Cependant, face à des agents privés parfaitement informés, il n'y a pas d'écart entre l'inflation effective et l'inflation anticipée : tricher ne paie pas. Pour passer d'un équilibre de « third best » (la discrétion) à un équilibre de « second best », il faut se lier les mains en adoptant une règle de préengagement. Pour parvenir au « first best », rien n'est mieux que d'avoir construit sa réputation, la banque centrale est alors en mesure d'atteindre un taux d'inflation inférieure qui élimine le biais inflationniste qu'incorpore encore l'équilibre de « second best », et de ce fait, la notion de la crédibilité utilisée par ces deux auteurs est assimilée à l'adoption d'une règle et à la bonne réputation.

Toutefois, la notion de la crédibilité ne doit pas être réduite à la seule bonne réputation, au sens commun du terme, de l'institution et de ses dirigeants, à qui est déléguée la politique monétaire. Elle est aussi fonction de la bonne insertion de cette politique dans l'ensemble de

38 Fisher .A.M « Crédibilité de la politique monétaire et incertitude concernant les prix : l'expérience néo-zélandaise en matière d'objectif d'inflation, revue de l'OFCE, n° 22.

39 La politique monétaire à l'heure du marché mondial de capitaux, Banque de France, 1998.

40 G. Erbert et H. Hagemann, « Credibility : measurement and impact. Central bank experience and European perspective », in ARETISP, SAWYER M.C, Political economy of central bank, MC 1998.

41 Barro R.J et Gordon D.B, 1983a : « A positive theory of monetary policy in a natural-rate model », Journal of Political Economy, août.

Barro R.J et Gordon D.B, 1983b : « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », Journal of Political Economy, Juillet.

l'action macroéconomique menée par les autorités publiques partie prenante à cette action. Elle n'est pas indépendante de la qualité de coopération des institutions en charge de politiques économiques. « La crédibilité n'est pas une simple propriété intrinsèque de la banque centrale : Pour qu'elle lui soit accordée, il faut que son action et celle des autres institutions responsables de la politique économique s'harmonisent suffisamment⁴². »

Une autre définition de la crédibilité est proposée par Walsh (1995)⁴³, qui fait intervenir les contrats incitatifs⁴⁴. Ceux-ci doivent permettre de rendre crédibles, aux yeux de la société, les annonces de politique monétaire faites par le banquier central. Pour ce faire, il faut s'assurer qu'il est dans l'intérêt de celui-ci de ne pas revenir sur sa parole. Un moyen pour y parvenir consiste à spécifier une amende proportionnelle à l'écart entre le taux d'inflation réalisé et sa cible. Ce mécanisme est supposé inciter le banquier central à respecter ses objectifs et à tenir parole.

De son côté, M. Aglietta⁴⁵ (2000), propose une définition élargie de la crédibilité. Selon cet auteur, « la crédibilité est l'aptitude de la banque centrale à faire reconnaître sa détermination de préserver le régime monétaire sur lequel elle a engagé sa stratégie, en dépit des déviations qu'elle consent pour absorber les chocs dans les meilleures conditions possibles ». C'est la revendication d'une complémentarité entre la règle et les décisions discrétionnaires. Dans ce sens, la notion de crédibilité perd sa simplicité parce que la banque centrale crédible est celle qui sait faire un arbitrage adéquat de fidélité au régime monétaire et de décisions discrétionnaires, de telle sorte que ses décisions, face à des chocs imprévus, n'aient pas d'effets négatifs sur les attentes des agents économiques.

Dans un article intitulé « La BCE : être crédible pour ne pas faillir », Michel Dévoluy⁴⁶, distingue entre la crédibilité institutionnelle et la crédibilité opérationnelle. Pour cet auteur, l'indépendance de la banque centrale est une condition institutionnelle nécessaire de la crédibilité. Mais cela ne suffit pas, pour asseoir sa crédibilité opérationnelle la banque centrale

42 La politique monétaire à l'heure du marché mondial des capitaux, Banque de France, 1998.

43 Walsh (1995), « Optimal Contracts for Central Bankers », the American Economic Review.

44 On se situe dans le cadre d'un raisonnement principal-agent, le contrat relie le gouvernement et la banque centrale. Le principal objectif de ce contrat est de définir au mieux les comportements optimaux des banquiers centraux. Cette idée sera développée dans la partie intitulée 'gouverneur soumis à un contrat' chapitre 1, Section 2 : les fondements théoriques de la crédibilité.

45 Aglietta. M, (2000), « Macroéconomie financière », Seconde Edition, La Découverte, Collection Repères.

46 Michel Dévoluy, « La BCE : être crédible pour ne pas faillir », l'euro dix mois après.

doit, en proposer une stratégie monétaire qui renforce et soutienne la crédibilité institutionnelle acquise grâce à l'indépendance.

Cette crédibilité que Michel Dévoluy qualifie d'opérationnelle, se construit autour de trois axes. D'abord, les engagements annoncés par la banque centrale doivent être compris, lisibles, clairs et transparents pour tous. Ensuite, les règles de conduite de la politique monétaire ne doivent donner lieu ni à des réactions mécanistes, ni à des mesures discrétionnaires mal comprises. Enfin, les mesures prises doivent reposer sur des orientations de moyen terme. Il faut donc axer la politique monétaire sur l'anticipation de l'évolution des prix.

Les différences de jugement sur la crédibilité entre les individus s'expliquent par le fait qu'ils utilisent différents modèles implicites ou explicites et différents types d'informations concernant les autres acteurs.

Au final, on peut dire que le plus important est de montrer sa détermination à atteindre un objectif ultime et en l'atteignant effectivement. Toutefois, Blinder (2000)⁴⁷ rappelle avec justesse que la Bundesbank, malgré les échecs répétés à respecter ses objectifs de croissance monétaire, a toujours été perçue comme institution crédible, tout simplement parce qu'elle maîtrisait l'inflation et, de ce fait, la crédibilité est synonyme de réputation. Donc, on peut dire que la crédibilité devient un capital qui peut être objet d'accumulation, même si comme d'autres, il est vulnérable à l'usure.

2- Pourquoi la crédibilité est-elle importante ?

Le terme de crédibilité désigne le degré de confiance que manifeste le public envers la détermination et la capacité de la banque centrale d'atteindre les objectifs qu'elle a annoncés. La crédibilité dépend de l'importance et de la constance des incitations qu'a la banque centrale à se conformer à la politique monétaire annoncée. Après avoir précisé les définitions possibles de la crédibilité, il est intéressant d'indiquer les raisons qui lui confèrent cette importance.

47 Blinder, A.S (2000), « Central bank credibility : Why de we car ? How de we built ? », American Economic Review, Decembre.

Pour mieux cerner l'importance de la crédibilité de la banque centrale, on va se baser sur les travaux de Faust et Svensson⁴⁸(1998). Ces deux auteurs se basent sur une comparaison entre une banque centrale crédible et une autre moins crédible. A partir de cette comparaison, ils présentent les avantages de la crédibilité au bon fonctionnement de la banque centrale. Parmi ces avantages, on peut noter que :

- Une banque centrale avec une faible crédibilité devrait, toutes choses égales par ailleurs conduire une politique monétaire moins expansionniste qu'une banque centrale ayant une forte crédibilité ;
- Ensuite, une banque centrale disposant d'une faible crédibilité a une flexibilité moindre pour répondre aux chocs par rapport à une banque centrale ayant une forte crédibilité ;
- Enfin, ils mentionnent qu'une plus grande transparence accroît la crédibilité et par la même les résultats de politique monétaire.

Patrick Perrier et Robert Amano⁴⁹ (2000), analysent dans leur recherche consacrée à la politique monétaire, l'importance de la crédibilité pour la réalisation des objectifs annoncés par la banque centrale. Ces auteurs distinguent deux situations dans lesquelles se pose la question de la crédibilité : la première est quand le taux d'inflation a dépassé un certain seuil et que les autorités ont décidé de le réduire, la deuxième est quand l'inflation a été maîtrisée et que les autorités s'efforcent de la maintenir à l'intérieur d'une cible donnée.

Dans la première situation on peut dire que du fait que l'objectif n'a pas été réalisé, les autorités monétaires ont perdu leur crédibilité et elles doivent alors commencer par faire preuve qu'elles ont la détermination et la capacité d'opérer les redressements qui s'imposent. La deuxième situation est caractérisée par la réalisation de l'objectif annoncé ; donc, la banque centrale a déjà fait preuve de sa détermination à réduire l'inflation, et le problème de crédibilité se pose essentiellement à l'égard du maintien du taux d'inflation à son niveau bas.

A partir de cette étude Patrick Perrier et Robert Amano dégagent la conclusion suivante « lorsqu'une banque centrale tente de réduire de manière permanente le taux d'inflation dans une économie qui fonctionne déjà dans un régime d'inflation modérée ; un haut degré de

48 Faust, J, et Svensson L.E.O (1998), « Transparency and Credibility : Monetary Policy with unobservable goals », Working Paper.

49 Patrick Perrier et Robert Amano (2000), « Crédibilité et Politique Monétaire », Revue du Banque du Canada, Printemps 2000.

crédibilité est de nature à faciliter la transition au nouveau régime. Si le niveau de crédibilité est faible et que le public anticipe l'abandon des efforts par la banque centrale avant que l'objectif soit atteint, la croissance des salaires et des prix ne s'ajuste que très lentement au ralentissement de la demande globale engendrée par le processus de désinflation. Alors qu'une crédibilité élevée permet aux agents de prendre en compte le taux visé et l'ajustement des salaires et des prix se fait d'une façon rapide. Elle permet aussi de maintenir l'inflation près du taux visé lorsque les imprévues viennent perturber l'évolution des prix».

Amano. R, Coletti. D, et Macklem.T⁵⁰ (1999), montrent aussi que si le public s'attend à ce que la banque centrale fasse de son mieux pour ramener l'inflation vers le niveau ciblé, les agents ne réagiront pas tellement aux fluctuations du taux, de variation des prix, et cela tendra à réduire l'ampleur des fluctuations du taux d'inflation, de la production, et des taux d'intérêt. Donc, une hausse de crédibilité, peut contribuer simultanément à réduire les fluctuations de l'inflation, des taux d'intérêt et de la production.

La crédibilité élevée présente aussi un autre avantage très important est celui de politique monétaire désinflationniste sans coûts sociaux. Cette idée a été développée par Aristomene Varoudakis⁵¹ (1999), qui mentionne que : « Même si les prix sont parfaitement flexibles, et malgré la rationalité des anticipations, une politique de désinflation ne sera anodine que si elle est crédible. La mise en place d'une politique ambitieuse de rigueur monétaire provoquera une récession de l'activité qui sera d'autant plus brutale que les autorités manquent de crédibilité dans leurs engagements anti-inflationniste »

On peut ajouter un autre élément important d'une crédibilité élevée, c'est qu'elle permet aux autorités monétaires de mieux jauger la capacité de l'économie de produire des biens et des services et de générer des emplois, sans automatiquement risquer d'attiser les craintes d'inflation⁵². Il s'agit là d'un avantage considérable, étant donné le haut degré d'incertitude qui entoure les estimations de la production potentielle et de l'écart de production.

Enfin, on peut dire qu'il y a quatre raisons qui font l'objet d'un consensus entre les banquiers centraux et les universitaires sur l'importance de la crédibilité : « Plus de crédibilité rend la

50 Amano. R, Coletti. D, et Macklem.T (1999), « Monetary Rules When Economic Behaviour Changes », Document de travail, n°99-8, Banque du Canada.

51 Aristomene Varoudakis (1999), « La politique macroéconomique », Dunod, 1999.

52 Car une banque centrale crédible a une grande marge de manœuvre par rapport à une banque centrale moins crédible, ce qui lui permet de conduire une politique monétaire expansionniste sans pour autant faire varier les anticipations d'inflation des agents économiques.

désinflation moins coûteuse, aide à maintenir l'inflation à un niveau faible, rend plus aisée la défense d'une parité quand il est nécessaire, et augmente le soutien du public en faveur de l'indépendance de la banque centrale ⁵³».

3- Les fondements de la théorie de la crédibilité :

Les théories qui fondent la notion de la crédibilité (Kydland et Prescott '1977', Barro et Gordon '1983', Rogoff '1985', Walsh '1995', et Svensson '1997') s'appuient sur des modèles d'inspiration monétariste. Avant de préciser le contenu de chacune de ces théories, il est intéressant de clarifier deux éléments principaux : la relation monnaie-inflation décrite par la théorie quantitative de la monnaie, et la relation inflation-chômage, illustrée par la courbe de Phillips verticale fondée sur les anticipations rationnelles.

3-1 La relation monnaie-inflation :

Les différentes théories qui fondent la crédibilité de la banque centrale admettent explicitement une relation entre la quantité de monnaie et l'inflation. Plus précisément, elles admettent l'idée que l'autorité monétaire contrôle directement le taux d'inflation.

Ces théories sont fondées sur une vision monétaire qui fait de la théorie quantitative de la monnaie le socle de leurs analyses. Fisher⁵⁴ résume cette théorie par la formule suivante :

$$MV=PT$$

Avec : M qui représente la quantité de monnaie, V la vitesse de circulation de la monnaie, P représente le niveau général des prix, et T le volume des transactions effectuées pendant une durée de temps déterminée.

La théorie quantitative de la monnaie permet d'expliquer les variations du niveau général des prix par les variations de la quantité de monnaie⁵⁵. Pour que cette causalité entre la quantité de monnaie et les prix soit vérifiée, Fisher pose deux hypothèses primordiales :

⁵³ Blinder A.S, (2000), « Central Bank Credibility : Why de we care ? How do we build it ? », American Economic Review, 90, Decembre.

⁵⁴ Irving Fisher, « The purchasing power of money », 1911.

⁵⁵ Besson. J-L, (1993), « Monnaie et finance », l'économie en plus, 1993.

- La vitesse de circulation de la monnaie est stable à court terme. Cette constance de la vitesse de circulation de la monnaie est justifiée par Fisher par le fait que V dépend principalement de facteurs techniques et institutionnels, peu changeants sur la courte période tel que : les habitudes de paiement parmi la population et la nature des procédés monétaires disponibles (facilité de transport et d'utilisation).
- La deuxième hypothèse se base sur l'idée selon laquelle l'économie se trouve en situation de plein-emploi des facteurs de production. Pour Fisher, ceci est toujours vrai puisqu'en vertu de la loi des débouchés, l'offre crée sa propre demande (à condition que l'on respecte 'le laissez faire, laissez-passer'). Le produit réel est donc les transactions T ne peuvent être modifiés, ou seulement à la marge, car le système économique fonctionne déjà 'à plein régime'.

En se basant sur ces deux hypothèses, on peut dire que toute variation de la quantité de monnaie en circulation va provoquer un changement proportionnel du niveau général des prix. Donc, l'idée principale de cette théorie est que toute modification de M affecte P et seulement P , les volumes échangés T restant constants. Le postulat est simple : pour assurer les transactions, il faut une certaine quantité de monnaie. S'il y a trop de monnaie, rien ne sera changé sur le plan réel, l'ajustement se fera par une hausse du niveau général des prix. Donc, c'est la quantité de monnaie qui détermine en conséquence le niveau général des prix. Une justification possible de ce résultat est que toute modification de quantité de monnaie conduit les individus à augmenter les dépenses. Etant donné que la production ne peut pas s'ajuster (en raison du plein emploi des facteurs de production), cette augmentation se traduit par une demande excédentaire, d'où la hausse des prix (V et T restant constants).

De la théorie quantitative de la monnaie découle plusieurs idées :

3-1-1 L'inflation est un phénomène monétaire :

Cette idée correspond à la vision de Friedman selon laquelle, il existe une relation quantitative entre la quantité de monnaie et le niveau des prix⁵⁶, c'est-à-dire, il n'existe d'inflation que de nature monétaire : l'accroissement de la monnaie est la condition nécessaire

56 Friedman, « La cause immédiate de l'inflation est toujours et partout la même : un accroissement anormalement rapide de la quantité de monnaie par rapport au volume de la production. », "Le rôle de la politique monétaire", Dollars and deficits: inflation, monetary policy and the balance of payments, New Jersey, Englewood Cliffs. (1968).

et suffisante de l'inflation, toutes choses égales par ailleurs. La meilleure solution pour combattre l'inflation est la maîtrise de la quantité de monnaie.

Toutefois, Milton Friedman, mentionne aussi qu'un facteur non monétaire peut être source de hausse des prix seulement s'il influence la cause principale de l'inflation, c'est-à-dire s'il conduit à une augmentation de la quantité de monnaie ; le déficit public est par exemple source d'inflation, s'il est financé par une création monétaire au lieu d'un emprunt.

3-1-2 La quantité de monnaie est exogène :

Cette théorie suppose aussi que la quantité de monnaie soit une variable exogène : M ne dépend ni de V , ni de T , ni de P . La monnaie exogène implique que l'autorité monétaire puisse contrôler directement cette variable, indépendamment de l'évolution des autres variables économiques.

Si l'inflation dépend de la quantité de monnaie, et si celle-ci est sous contrôle de l'autorité monétaire, alors cette autorité peut déterminer le taux d'inflation. Cette idée est soutenue dans les modèles théoriques qui fondent la crédibilité de la banque centrale.

Si toute l'inflation découle d'une croissance excessive de l'offre de monnaie, et si la banque centrale contrôle directement la quantité de monnaie, alors toute situation inflationniste doit passer par une action de la banque centrale et, de ce fait, l'explication de toute inflation doit être recherchée dans le comportement de l'autorité monétaire, il faut identifier les raisons de son comportement car, elle est la seule responsable de la croissance monétaire⁵⁷.

3-1-2 La neutralité de la monnaie ?

Une autre conséquence qui découle de la théorie quantitative de la monnaie est celle de la neutralité de la monnaie. Cela veut dire qu'entre variables nominales et variables réelles, il n'y a aucune relation de dépendance : la quantité nominale de la monnaie n'affecte que les prix, et n'a aucune influence sur la production, les salaires réels et le chômage. Il y a une

⁵⁷ Généralement, les modèles qui fondent la crédibilité expliquent l'inflation surprise créée par l'autorité monétaire par le cycle politico-économique d'où la justification de l'indépendance des banques centrales, cet argument sera largement discuté par la suite.

séparation nette entre la sphère monétaire et la sphère réelle (approche dichotomique) : la monnaie permet juste de faciliter le fonctionnement de l'économie.

Toutefois, on note que cet élément de la théorie quantitative de la monnaie est le plus critiqué par les économistes qui remettent en cause, cette idée de neutralité de la monnaie. D'après certains auteurs, la distinction entre le court terme et le long terme est primordiale⁵⁸. A court terme, si on injecte (ou que l'on retire) de la monnaie dans l'économie, cela permet d'agir sur les volumes et sur le niveau des transactions, et de ce fait la monnaie n'est pas totalement neutre car, à court terme, elle affecte les variables réelles de l'économie (à cause de l'existence des rigidités sur les prix), alors qu'en revanche à long terme la variation de la quantité de monnaie n'affecte que les prix nominaux.

Après avoir présenté, la première relation 'monnaie-inflation' qui représente le socle des modèles de la crédibilité de la banque centrale, on étudiera, maintenant la deuxième relation 'inflation-chômage' qui est complémentaire à la première.

3-2 La relation inflation-chômage :

Cette relation est représentée par la courbe de Phillips augmentée par des anticipations rationnelles, qui se résument par la formule de Lucas⁵⁹ qui préconise que les anticipations sont faites non seulement en fonction du passé observé, mais aussi en fonction de la compréhension du modèle économique par les agents privés.

Ce qui nous intéresse le plus, dans notre travail de recherche, n'est pas de retracer le développement théorique de la courbe de Phillips ; mais de citer l'apport de Friedman et Phelps et le développement des anticipations rationnelles car ils sont à la base de la théorie de la crédibilité de la banque centrale.

58 C.Descamps et X. Bradley, « Monnaie Banque Financement », Dalloz, 2005.

59 La formule de Lucas, souvent interprétée comme une courbe de Phillips augmentée des anticipations rationnelles, est largement reprise dans la théorie. Voici sa formule la plus courante : $U_t = U_n + \lambda (\pi_{et} - \pi_t) + \varepsilon$

U_t = taux de chômage au temps t ; U_n = taux naturel de chômage; λ = constante positive qui indique la pente de la courbe; π_{et} = taux d'inflation anticipé au temps t ; π_t = taux d'inflation réalisé au temps t ; ε = facteur de dérangement indépendant des autres éléments dont la moyenne arithmétique est zéro et la variance σ .

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

En 1958, William Phillips⁶⁰ montre sur des données britanniques pour la période 1861-1957, qu'existe une relation décroissante, stable à long terme entre le taux de chômage et le taux de variation des salaires nominaux : moins de chômage est associé à un taux d'augmentation salariale plus élevé. Cette relation a été la bienvenue pour compléter le modèle keynésien (IS-LM) à prix fixes. L'inflation salariale permet ainsi d'expliquer l'augmentation du niveau général des prix. La courbe de Phillips est devenue assez vite, dans l'analyse macroéconomique des années soixante et soixante-dix, un outil permettant d'expliquer la relation entre le taux de chômage (u) et le taux d'inflation (π).

L'interprétation intuitive de cette courbe se base sur l'idée selon laquelle un taux de chômage élevé affaiblit la capacité des travailleurs à obtenir des augmentations des salaires. A l'inverse, si le chômage est faible, les employeurs doivent offrir des hausses de salaires pour attirer les travailleurs. Selon Phillips, le taux de chômage pour lequel le salaire est stable est de l'ordre de 5 %. C'est la première mesure du taux de chômage d'équilibre. Pour mieux illustrer l'importance de la courbe de Phillips, Samuelson remplaça le taux de croissance des salaires par le taux d'inflation, il suppose que le taux d'inflation est égal au taux de croissance des salaires nominaux moins le taux de croissance de la productivité du travail, on peut alors choisir entre plus ou moins de chômage et moins ou plus d'inflation. Donc, c'est de là que vient l'idée selon laquelle existe un arbitrage entre chômage et inflation. Pour réduire l'inflation, il faut accepter une hausse du chômage. Le supplément de chômage requis pour abaisser d'inflation de 1 point est appelé ratio de sacrifice.

Dans les années 1960, Milton Friedman⁶¹ et Edmund Phelps⁶² ont séparément critiqué cette vision de la courbe de Phillips basée sur l'arbitrage inflation-chômage. L'analyse de ces deux auteurs se base sur les trois principaux concepts suivants :

- Le taux de chômage naturel : il s'agit du taux de chômage déterminé par les forces réelles, le marché, le système fiscal, le taux de croissance de la population. Souvent U_n désigne le taux de chômage naturel qu'on appelle encore taux de chômage d'équilibre de long terme ou taux de chômage structurel ou encore taux de chômage sans

60 Phillips, A. W. (1958), «The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the UK », (1861-1957), *Economica*, novembre, pp. 283-299.

61 Milton Friedman, (1968), « The role of monetary policy », *American Economic Review*, Volume 58, P.1-17

62 Edmund Phelps, (1968), « Money-wage dynamics and labour market equilibrium », *journal of political Economy*, volume 76, p.678-711.

accélération de l'inflation ("*non acceleration rate of unemployment*" ou "*NAIRU*"). Lorsque le taux de chômage est à son taux naturel, l'inflation n'accélère pas.

- Le taux d'inflation anticipé : dans la détermination des salaires nominaux, les individus prennent en considération l'inflation future afin de ne pas perdre de revenu en terme réels. Ils forment leurs anticipations en fonction du taux d'inflation de la période précédente 'anticipations adaptatives à la Friedman'.
- Le dernier concept est celui de la distinction entre le court terme et le long terme : cette distinction est nécessaire, car l'ajustement des salaires prends du temps, et la formation des anticipations n'est pas immédiate.

L'apport de Friedman et de Phelps consiste à dire que, si dans le court terme la courbe de Phillips garde une pente négative, dans le long terme, elle est verticale⁶³ ; car selon ces deux économistes, ce n'est pas le salaire nominal qui détermine l'offre d'emploi des individus mais le salaire réel compte tenu du niveau anticipé des prix : $\pi = \pi^a$. Pour un même taux d'inflation π , on va avoir un ensemble de courbes de Phillips de même forme dont le niveau dépend du taux d'inflation anticipé : π^a . L'intégration de l'inflation dans les anticipations des individus va se traduire par un déplacement de la courbe de Phillips vers le haut ou vers le bas. C'est-à-dire qu'à long terme, il n'y a pas de relation de Phillips. Il existe tout un ensemble de courbes, et donc plusieurs taux de chômage compatibles avec une inflation nulle. Il n'y a donc plus d'arbitrage inflation-chômage. Il existe un seul taux de chômage compatible avec une anticipation juste du taux d'inflation : $\pi - \pi^a = 0$. Le taux de chômage effectif est égal au taux naturel, ce qui veut dire que la relation négative entre l'inflation et le chômage n'est plus stable, elle est temporaire.

Donc, si les pouvoirs publics cherchent, par une politique économique de relance 'politique expansionniste par exemple', à faire baisser le taux de chômage au-dessous du taux naturel, deux types de réactions peuvent se produire :

- A court terme, les agents économiques sont victimes de l'illusion monétaire et ne vont pas prendre conscience immédiatement de l'augmentation du niveau général des prix

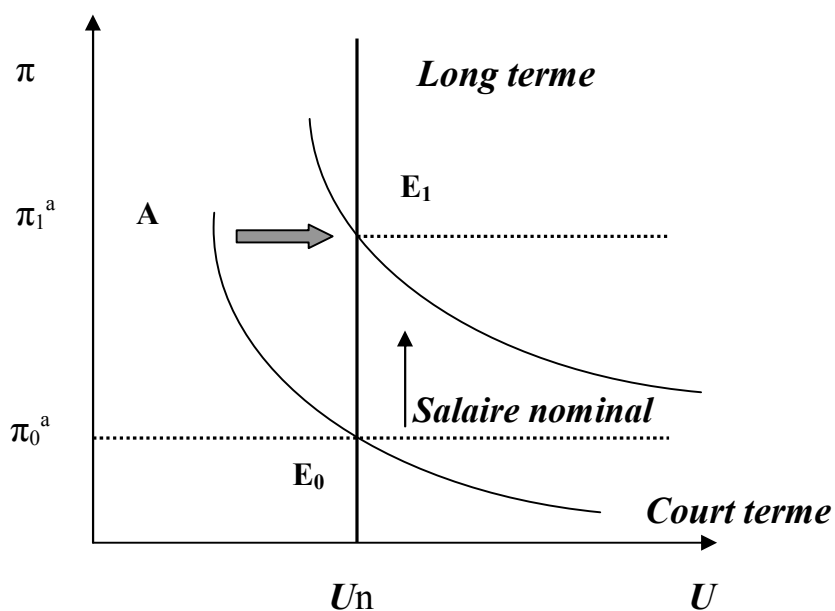
63 Cette verticalité de la courbe de Phillips s'explique par le recours des agents économiques à leurs anticipations qualifiées par 'adaptatives' pour prendre des décisions. Cette notion d'anticipation adaptative est largement développée dans la partie suivante.

qui résulte de la politique de relance. L'inflation non anticipée induit premièrement une modification des prix relatifs : les salaires sont négociés sur la base des anticipations d'inflation croissent à un rythme inférieur au niveau général des prix ; les salaires réels diminuent, ce qui a pour effet de stimuler la production. Dans ces conditions, les entreprises vont embaucher de la main d'œuvre supplémentaire pour pouvoir répondre à l'accroissement de la demande, le chômage, va donc diminuer à court terme. Bien que ses effets ne soient que transitoires et porteurs de coût macro-économique dès que l'on s'éloigne du court terme, l'inflation surprise est censée présenter des attraits certains en terme de réélection ;

- A moyen et long terme, les salariés vont prendre conscience de la diminution de leur pouvoir d'achat et vont donc, réclamer des augmentations de salaires, qui vont renforcer les tensions inflationnistes et qui vont conduire les entreprises à licencier la main d'œuvre récemment embauchée. Le résultat d'une telle politique est donc, une aggravation de l'inflation alors même que le taux de chômage revient à son niveau naturel ; c'est ce qu'on appelle souvent le 'biais inflationniste'.

Donc, Friedman et Phelps font remarquer que sauf à supposer une illusion monétaire, les négociations salariales devraient porter sur le salaire réel. Ils ajoutent l'inflation anticipée à l'équation de Phillips, ce qui donne naissance à la courbe de Phillips augmentée, où à long terme, l'inflation est stable, donc bien anticipée, et les prix et salaires nominaux augmentent à la même vitesse (on suppose ici que les gains de productivité sont nuls, donc en régime stationnaire le salaire réel est constant). Ceci signifie qu'il n'y a pas d'arbitrage entre inflation et chômage à long terme : la courbe de Phillips est verticale (graphique n° 1)

Graphique n°1 : La courbe de Phillips de long terme.



La courbe de Phillips : de long terme.

Par exemple, tant que l'inflation est bien anticipée (π_0^a), la courbe de Phillips est stable et le taux de chômage est égal à U_n (E_0). Si l'inflation accélère (π_1^a) et devient plus forte que l'inflation anticipée ($\pi_1^a > \pi_0^a$), le taux de chômage diminue (au point π_1^a on se déplace sur la courbe de Phillips vers la gauche). Quand les salariés se rendent compte que l'inflation réelle est supérieure à l'inflation anticipée, ils demandent un rattrapage du pouvoir d'achat (**A**). Si l'on retrouve le pouvoir d'achat initial, le taux de chômage retourne à son niveau de départ (π_1^a, U_n) (E_1) avec cette seule différence que le taux d'inflation est maintenant plus élevé.

Le point (π_1^a, U_n) est à la verticale du point de départ initial (π_0^a, U_n). Si l'inflation remonte, redevient supérieur à l'inflation anticipée, on se replacera le long de la nouvelle courbe de Phillips de court terme. Donc, le salaire nominal varie moins vite que l'inflation. Le point E_0 est à la verticale de E_1 . Si on relie tous les points où l'inflation réelle est égale à l'inflation anticipée, on obtient la courbe de Phillips dite de long terme. Elle est verticale ; le taux de chômage est indépendant du taux d'inflation. On dit que le taux de chômage est à son taux naturel. U_n désigne le taux de chômage naturel qu'on appelle encore taux de chômage d'équilibre de long terme ou taux de chômage sans accélération de l'inflation (NAIRU).

Lorsque le taux de chômage est à son taux naturel, l'inflation n'accélère pas. Pour garder le taux de chômage inférieur au taux naturel, il faut sans arrêt accélérer l'inflation. Il faut que l'inflation augmente plus vite que les salaires nominaux (ne pas revenir du point A au point E₁ quand les salaires se sont adaptés).

3-3 Le rôle important des anticipations dans la théorie de la crédibilité :

Pour mieux comprendre, l'apport des anticipations à la théorie de la crédibilité des banques centrales, on commence par l'étude des anticipations dites adaptatives, selon Friedman, et ensuite l'évolution vers les anticipations rationnelles et leurs conséquences sur la crédibilité de l'autorité monétaire.

L'introduction des anticipations rationnelles change, sans bouleverser, la conclusion de Friedman concernant la courbe de Phillips⁶⁴. Par anticipation, on entend que les individus forment une image des valeurs de certaines variables économiques afin de pouvoir choisir au mieux leurs comportements. Le problème central est de savoir, comment la formation des anticipations se réalise ?

3-3-1 Les anticipations adaptatives :

Chez Friedman les anticipations sont qualifiées d'adaptatives, les individus les forment en regardant l'évolution passée de la variable (par exemple le taux d'inflation). Ils vont augmenter leur taux d'inflation anticipé seulement après avoir constaté que le taux effectif a augmenté. Donc, les politiques de relance auront de moins en moins d'effet à court terme, du fait des anticipations adaptatives des agents économiques, qui anticipent plus rapidement l'accélération de l'inflation consécutive à une politique monétaire expansionniste.

Plus précisément, les anticipations adaptatives, par exemple du taux d'inflation sont une somme pondérée des taux d'inflation passés qui peut être formalisée comme suit :

$$\pi_t^e = (1-\lambda) \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j \pi_{t-j}$$

Avec :

π_t^e : Anticipations adaptatives du taux d'inflation à l'instant t .

64 Santomero, A. et Seater, J. (1978), The inflation unemployment trade off: a critic of the literature, Journal of Economic Literature, vol. 16, pp. 499-544.

π_{t-j} : Taux d'inflation à l'instant $(t-j)$.

λ : Constante comprise entre 0 et 1.

L'inflation anticipée se fonde sur l'observation des taux d'inflation des années antérieures, donc, les individus peuvent se tromper, en particulier lorsque les causes de l'inflation changent. Cette hypothèse d'anticipations adaptative présente trois inconvénients majeurs qui constituent autant de points forts de l'hypothèse alternative d'anticipations rationnelles.

En premier lieu, les anticipations adaptatives sont des anticipations rétrospectives. Pour prévoir l'avenir, les agents sont –paradoxalement- tournés uniquement vers le passé. L'implication en est que, même si des événements futurs ou des politiques futures sont attendues avec certitude, les agents n'en tiennent pas compte dans la formation de leurs prévisions. Ils sont donc incapables de réagir par anticipations d'événements futurs, ce qui est de toute évidence insatisfaisant.

En second lieu, la formation des anticipations adaptatives implique une utilisation inefficace de l'information disponible. En formant leurs anticipations, les agents ne tiennent compte que des valeurs passées de la seule variable concernée. S'agissant, par exemple d'anticipation d'inflation, les agents ne se préoccupent que de l'évolution passée du taux d'inflation. Or, d'autres variables macroéconomiques couramment observables peuvent influencer le taux d'inflation. On pourrait citer à titre d'exemple la masse monétaire, les dépenses publiques ou le prix de l'énergie. Incorporant ces informations dans la formation des anticipations d'inflation pourrait considérablement améliorer la prévision de celle-ci et éviter aux agents des erreurs d'anticipations coûteuses en terme de bien être.

En troisième lieu, former des anticipations adaptatives induit des erreurs de prévision systématiques. Il s'agit d'erreurs qui persistent. Et de ce fait, l'idée d'abandonner le modèle d'anticipations adaptatives s'impose. Dans la suite de notre étude, nous essayerons de mettre au point un modèle de prévision plus fiable basé sur la théorie des anticipations rationnelles⁶⁵.

⁶⁵ Cette théorie a été développée par certains économistes américains : J-F. Muth, R. Lucas, T-J. Sargent, N. Wallace. La théorie d'anticipations rationnelles s'inscrit dans le cadre général de la nouvelle économie classique.

3-3-2 Les anticipations rationnelles :

La théorie des anticipations rationnelles a provoqué une véritable révolution dans la conception que se fait la majorité des économistes de la politique économique, de la façon de mener une politique monétaire ou budgétaire et des effets de ces politiques sur l'activité économique. Un résultat de ce bouleversement est que les économistes sont devenus plus attentifs à la prise en compte des anticipations des agents dans le processus d'élaboration d'une politique économique. La majorité des économistes acceptent un principe issu de cette théorie : la formation des anticipations change quand le comportement des variables anticipées se modifie. La critique de Lucas⁶⁶ à propos des limites de l'utilisation des modèles économétriques traditionnels pour évaluer les conséquences d'une politique économique s'est imposée. Elle démontre que les effets d'une politique économique changent selon les anticipations des agents. Cette critique a rendu les économistes plus incertains quant à la capacité d'une politique à atteindre le but recherché.

Cette expression d'anticipations rationnelles est très importante, car elle porte sur le comportement des agents économiques et de ce fait elle doit être bien définie. Selon Joseph Stiglitz⁶⁷ « les anticipations des individus sont rationnelles s'ils tiennent pleinement compte de toutes les données pertinentes disponibles ». De son côté Mankiw⁶⁸ définit les anticipations rationnelles par : « l'hypothèse selon laquelle le public utilise l'ensemble des informations disponibles et utiles pour se faire une idée de l'avenir, y compris celles concernant les politiques suivies par le gouvernement dans le futur ». Ainsi, on trouve dans l'ouvrage de Macroéconomie de Robert Barro⁶⁹ la définition suivante : « Anticipations rationnelles : Point de vue selon lequel les personnes font des pronostics ou des estimations de variables inconnues de la meilleure façon possible, en utilisant toute l'information disponible sur le moment ». Donc, on peut dire qu'on retrouve partout la relation entre anticipations rationnelles et utilisation ('pleine' ou 'au mieux' ou 'efficace') de toute l'information disponible.

66 R. Lucas, « Econometric Policy Evaluation : a critic », (1976). Dans cet article, Lucas avance un argument dévastateur à l'encontre de l'utilisation d'outils économétriques traditionnels pour évaluer une politique économique. La critique de Lucas se base sur un principe simple issu de la théorie des anticipations rationnelles : la façon dont les agents forment leurs anticipations change, lorsque le comportement des variables anticipées se modifie. Donc, quand une politique économique change, l'information est utilisée de manière différente par les agents pour prévoir le futur, ce qui modifie aussi leur comportement économique. Au total, les relations entre les équations du modèle économétrique ne sont plus valables, puisqu'elles ont été estimées avec les données passées, avant la modification des comportements des agents. Ainsi, évaluer l'opportunité d'un changement de politique économique avec un modèle qui n'est pas adapté dès que la politique économique effectivement changée peut conduire à des erreurs.

67 Joseph Stiglitz, « Principes d'économie moderne », De Boeck Université, Bruxelles, 2004.

68 Gregory Mankiw, « Principes de l'économie », Economica, 1999.

69 Robert Barro, « Macroéconomie », 1986.

Toutefois, il faut noter que c'est John Muth⁷⁰ qui est le premier à avoir utilisé l'expression d'anticipations rationnelles dans 'Rational expectations and the theory of price movements', en 1961. Il introduit cette expression, pour se démarquer de ceux qui utilisent dans leurs modèles une formule donnée a priori pour calculer les variables anticipées.

Le raisonnement de John Muth se base sur l'idée selon laquelle, la théorie des anticipations adaptatives peut être légitimement contestée du fait qu'elle ne tient pas compte de l'expérience accumulée et qu'elle représente aussi un prolongement d'une tendance passée ce qui peut conduire à des erreurs systématiques. Des individus rationnels vont à tout moment, analyser la situation présente, en tenant compte de l'expérience passée, et faire des prévisions en conséquent. Mais cela n'implique nullement que ces prévisions seront 'correctes' ou auto-réalisatrices. Ce qui est le plus vraisemblable, c'est qu'ils vont continuer à se tromper, et vont constamment modifier le modèle qui leur sert à faire leurs prévisions.

Ce qui nous intéresse le plus dans notre travail de recherche est l'apport de Lucas⁷¹ dans le développement des anticipations rationnelles car elles sont à la base de la théorie de la crédibilité de la banque centrale. Par rapport à Friedman, Lucas adopte un point de vue plus radical, il se base sur des anticipations dites rationnelles dont la formation est plus complexe. Lucas représente un cas où les agents sont supposés avoir déjà mis au point le modèle de prévision le plus fiable possible. Or, le modèle le plus performant ne peut être que le modèle de l'économie lui-même. La formation des anticipations se fait donc, selon cette approche comme si le vrai modèle économique qui engendre ces événements était parfaitement connu par les agents. Formellement, cela implique que les anticipations subjectives des agents sont identiques aux espérances objectives des variables annoncées. Ces espérances objectives sont conditionnelles à un ensemble d'information qui contient les éléments suivants :

- La vraie forme structurelle du modèle de l'économie ;
- Les vraies distributions de probabilités des variables aléatoires ;
- Les valeurs passées de toutes les variables pertinentes jusqu'au moment de la formation des prévisions ;

70 John Muth, "Rational expectations and the theory of price movements", *Econometrica*, 1961.

71 Lucas, R. (1972), op cite, P42.

De manière donc générale, si \tilde{x}_t est une variable de l'économie (taux d'inflation, taux d'intérêt, taux de change) son anticipation rationnelle x_t^e formée à la fin de la période $t-1$, sera exprimée par la formule :

$$x_t^e = E(\tilde{x}_t / \Omega_{t-1})$$

Dans cette expression d'espérance mathématique, Ω_{t-1} est l'ensemble d'information qui est à la disposition des agents au moment de la prévision $t-1$. Cet ensemble contient les trois éléments listés ci-dessus⁷².

De toute évidence, l'hypothèse d'anticipations rationnelles au sens de Lucas exige que les agents aient de formidables connaissances à propos de la structure de l'économie, de son fonctionnement et de son évolution passée. Cela constitue, d'ailleurs la principale limite conceptuelle de cette hypothèse. On sait bien en effet que l'information n'est pas un bien libre. Son acquisition et son traitement impliquent des coûts. On pourrait donc raisonnablement imaginer que le degré d'information dont disposent les agents est lui-même une variable endogène, n'assurant pas nécessairement la complétude d'information qu'exige l'hypothèse d'anticipations rationnelles.

Toutefois, cette théorie des anticipations rationnelles a le mérite de souligner que les individus ne se limitent plus à regarder l'évolution passée de la variable à anticiper, mais prennent en considération toutes les informations possibles et forment une anticipation qui ne peut être que meilleure par rapport à l'anticipation adaptative étant donné l'information à leur disposition. Une différence non négligeable par rapport aux anticipations adaptatives concerne le comportement des individus face à des événements répétitifs. Avec, l'hypothèse des anticipations adaptatives, les individus se comportent de la même manière face à une augmentation de la quantité de monnaie effectuée par le gouvernement dans l'intention de réduire le chômage. Le processus décrit précédemment⁷³ va se répéter chaque fois. Les individus n'apprennent pas par l'expérience, le gouvernement peut les tromper plusieurs fois en adoptant la même politique. Cette limite, disparaît avec les anticipations rationnelles, car on suppose que les individus sont capables d'apprendre des fautes passées et des modèles

⁷² La formalisation des anticipations rationnelles est prise de l'ouvrage suivant : A.Bénassy-Ouéré, B.Coeuré, P. Jacquet, J. Pisani-Ferry, « Politiques économiques », de boeck Université, Bruxelles, 2004

⁷³ C'est-à-dire face à politique expansionniste menée par le gouvernement dans l'intention de réduire le chômage, les individus seront toujours induit en erreur du fait de l'illusion monétaire.

théoriques à disposition : ils seront victimes de l'illusion monétaire provoquée par la croissance monétaire seulement une fois, quand le processus n'était pas encore connu. Si le gouvernement cherche à les surprendre de la même manière une deuxième fois, ils anticipent le processus et adoptent immédiatement des mesures défensives. Le délai entre court terme et long terme disparaît (l'ajustement instantané).

En termes de courbe de Phillips, cela se traduit par le raisonnement suivant : pour toute augmentation anticipée du taux d'inflation, on ne s'écarte pas du taux de chômage naturel. Seule une variation non anticipée permet de s'en écarter, mais cette variation ne pourra garder des effets réels que pendant une courte période, car les individus arrivent assez vite à se corriger, du fait de leur rationalité.

Avec la notion des anticipations rationnelles, les économistes de la nouvelle économie classique admettent donc une relation négative entre l'inflation et le chômage à court terme, seulement grâce à des politiques parfaitement imprévisibles. Toutefois, cette explication de l'existence de la courbe de Phillips à court terme basée sur l'illusion monétaire des agents économiques et des erreurs de prévisions est contestée par plusieurs auteurs à l'instar de J-P Pollin et M. Aglietta. Ces auteurs partent d'une nécessité logique reconnue à la fois par Friedman et par les Keynésiens qui est aussi une donnée de l'observation des économies réelles : la rigidité des prix. C'est parce que les prix ne s'adaptent pas instantanément aux variations de la masse de monnaie que la politique monétaire exerce des effets réels sur la conjoncture. Si les prix restent inchangés en terme nominaux, une augmentation de la masse monétaire crée des revenus supplémentaires et donc une demande supplémentaire de biens et services, ce qui stimule la production. Inversement une baisse de la masse monétaire détruit des revenus et diminue par conséquent la demande réelle des biens et services.

Après avoir présenté les deux relations monnaie-inflation et inflation-chômage ; nous passerons maintenant à l'étude des différents modèles qui fondent la notion de la crédibilité : 'Kydland & Prescott (1977), Barro & Gordon (1983), Rogoff (1985), Walsh (1995), et Svensson (1997)', expliquant la crédibilité de la banque centrale.

4 Le modèle de base : Kydland et Prescott :

L'origine de la littérature sur l'indépendance et la crédibilité de la banque centrale est la mise en évidence du problème d'incohérence temporelle⁷⁴, toujours d'actualité dans la théorie monétaire. Ce sujet a été abordé pour la première fois, dans un article publié en 1977 par deux économistes, F. Kydland et E. Prescott⁷⁵ qui s'interrogeaient quant au droit éventuel du gouvernement d'user de façon discrétionnaire des instruments de politique économique à des fins de maximisation de l'utilité sociale⁷⁶. Pour ces auteurs une telle intervention serait vouée à l'échec dans la mesure où ses conséquences sur l'activité économique ferait l'objet d'anticipations rationnelles de la part des agents. La situation se résume alors en un conflit de 'règle contre discrétion', où la seule règle permettrait au gouvernement de maximiser l'utilité sociale.

Tout d'abord, ces deux économistes ont cherché à évaluer la théorie du contrôle optimal en matière économique. Cette conception préconise le recours aux choix discrétionnaires pour piloter les systèmes dynamiques. La politique menée doit être 'temporellement cohérente', conformément à la définition devenue standard de Kydland et Prescott : il s'agit de sélectionner et d'appliquer à tout point du temps la décision qui est la meilleure compte tenu de la situation présente. Mais de telles actions ne sont, selon les auteurs, pas appropriées en ce qui concerne la planification économique. La démarche discrétionnaire ne permet pas d'atteindre la maximisation de la fonction objectif de la société.

« [...] en aucune façon la théorie du contrôle optimal ne peut être utilisée dans le cadre des problèmes de planification économique [...] dès lors que les anticipations sont rationnelles. »

Kydland et Prescott 1977, P 485.

74 Cette notion d'incohérence temporelle était déjà présente dans les écrits des théoriciens des jeux dynamiques. Le mérite de Kydland et Prescott est de l'avoir introduit dans l'univers macroéconomique et d'avoir mis en avant la restriction significative du champ de manœuvre économique des autorités politiques que sa considération entraîne. En effet, une fois que la notion d'incohérence temporelle est prise en compte, pour qu'une mesure de politique économique annoncée pour le futur soit prise au sérieux par les agents privés, il faut que ceux-ci soient certains que la question, 'le gouvernement aura-t-il intérêt à mettre en œuvre demain ce qu'il annonce aujourd'hui ?', recevra une réponse positive.

75 Kydland et Prescott, (1977), op. cite, P 29.

76 Même si à l'origine le modèle de Kydland et Prescott est un modèle de taxation optimale, la littérature qui s'est développée depuis sur ce thème ressort essentiellement du domaine de la politique monétaire.

Ce résultat peut s'expliquer par le fait que la planification économique n'est pas un jeu contre la nature ; mais un jeu contre des agents économiques rationnels. Les auteurs font référence à la vision de Lucas explicitée en 1976 selon laquelle : les décisions des agents économiques dépendent en une grande partie de leurs anticipations concernant les choix politiques futures, et que les changements de politique économique entraînent des modifications dans les structures économiques, qui elles-mêmes nécessitent une réestimation des politiques à appliquer et des changements dans les politiques à venir et dans la plupart des cas ce processus itératif et convergent (la politique économique n'est pas seulement une question de relation entre variables économiques, mais aussi une question d'interaction entre acteurs économiques : gouvernement et individus).

La thèse que soutiennent Kydland et Prescott est qu'un gouvernement bien informé aura tendance à renier constamment ses promesses sauf s'il est institutionnellement empêché de le faire. Imaginons par exemple un gouvernement qui cherche à obtenir une relance économique immédiate par l'investissement et que, dans ce but, annonce qu'il augmentera le taux d'intérêt dans un avenir proche. Si les firmes attachent du crédit à cette annonce, elles décideront d'accélérer immédiatement le rythme de leurs investissements. Le but du gouvernement sera ainsi réalisé sans avoir eu à augmenter le taux d'intérêt. Mais alors, vu qu'une telle augmentation présente des désavantages, le gouvernement sera incité l'échéance venue, à ne pas y procéder. Un tel comportement ne peut fonctionner dans un univers dans lequel les agents sont intelligents au lieu d'être naïfs, car une fois échaudés, ils cesseront d'accorder de la crédibilité aux annonces du gouvernement. Le problème sous-jacent peut être énoncé comme suit : étant admis qu'une politique optimale peut être définie en une matière quelconque, il peut s'avérer une fois qu'elle est mise en œuvre, qu'une alternative meilleure se dégage. Mais si l'organe décideur ne peut l'adopter car s'il le faisait, la crédibilité de ses engagements ultérieurs serait ébranlée.

Cette analyse développée par Kydland et Prescott renforce le plaidoyer en faveur des politiques économiques basées sur des règles que des politiques économiques discrétionnaires qui aboutissent souvent à des situations sous-optimales.

A partir de ce raisonnement, Kydland et Prescott préconisent donc le recours à des règles précises et fermement établies pour piloter l'économie, et non l'application de choix discrétionnaires guidés par la théorie du contrôle optimal.

Les deux auteurs utilisent différents arguments pour démontrer la sous optimalité du choix discrétionnaire dès lors que les agents concernés anticipent les actions politiques. Ils donnent deux exemples simples et intuitifs dans le domaine des politiques publiques ‘les constructions sur une zone inondable et l’exemple des brevets’⁷⁷.

Ensuite, Kydland et Prescott illustrent leur conception des décisions publiques par un exemple portant sur la politique monétaire. Ils construisent alors un modèle basé sur des hypothèses précises.

4-1 Les hypothèses du modèle de Kydland et Prescott :

Pour démontrer la supériorité de la règle par rapport à la discrétion, Kydland et Prescott posent certaines hypothèses qui peuvent être résumées comme suit :

- 1- Les agents établissent des anticipations rationnelles sur les politiques et les situations économiques futures ;
- 2- Ils n’ont évidemment pas une parfaite connaissance de l’avenir, mais ils ont des capacités de compréhension et d’adaptation suffisantes pour que l’hypothèse soit acceptée. En conséquence les erreurs de prévisions ne peuvent être dues qu’à des surprises et ne sont pas persistantes ;
- 3- L’existence d’une courbe de Phillips à court terme, permettant un arbitrage entre inflation et chômage ;
- 5- Les autorités monétaires font aussi un arbitrage entre les coûts et les bénéfices de l’inflation. Seule l’inflation non anticipée a un effet sur le niveau d’activité et permet de réduire momentanément le niveau du chômage ;
- 6- L’autorité monétaire est représentée par le gouvernement qui choisit le taux d’inflation pour les périodes à venir. Il est supposé avoir une maîtrise parfaite de la hausse des prix, par son action sur la masse monétaire ou sur les taux d’intérêt.

⁷⁷ Kydland et Prescott donnent deux exemples simples et intuitifs dans le domaine des politiques publiques. Ainsi, un objectif social est d’éviter les constructions sur une zone inondable. S’il y a malgré tout des constructions, la fonction-objectif de la société est de prendre des mesures coûteuses pour construire des digues et barrages. Si la politique ferme du gouvernement est de ne pas établir de telles protections, même en présence de constructions, les agents rationnels ne construiront pas sur cette zone. Mais ces derniers savent que s’il y a des constructions, le gouvernement prendra de telles mesures. En conséquence et en l’absence de loi les prohibant, il y aura des constructions sur la zone inondable. Des mesures coûteuses auront été rendues nécessaires par le choix discrétionnaire en présence d’anticipation des agents. L’autre exemple concerne la politique des brevets. Lorsqu’une activité inventive dégage de nouveaux procédés ou produits, une politique temporellement cohérente consisterait à interdire la protection des brevets, dans le but d’assurer une diffusion maximale de l’innovation. Mais si les agents anticipent une telle politique ils ne sont plus incités à innover.

Ces hypothèses étant posées, Kydland et Prescott démontrent qu'une politique fondée sur une règle est supérieure à une politique discrétionnaire. Les agents négocient leurs salaires en fonction de leurs anticipations du niveau de l'inflation ; ils prennent en compte pour cela l'annonce des objectifs du gouvernement. Une fois les négociations terminées, ce dernier a intérêt à ne pas respecter ses engagements précédents. En réalisant une inflation supérieure à celle qu'il avait annoncée, il peut en effet relancer l'activité et diminuer le chômage. Les agents anticipent la déviation du gouvernement et réclament lors des négociations initiales des salaires plus élevés, pour ne pas perdre de pouvoir d'achat. L'équilibre réalisé est marqué par une inflation élevée, sans bénéfice pour l'emploi. On parle de « biais inflationniste » des choix monétaires dictés par le gouvernement. Une politique fondée sur une règle⁷⁸ aurait en revanche été crédible aux yeux des agents du marché du travail. Ces derniers n'auraient dans ce cas pas réclamé dès l'origine des hausses de salaires.

La politique préconisée par la théorie des choix optimaux aboutit dans le cas monétaire à une inflation supérieure sans réduction du niveau de chômage. Il est donc préférable de s'en tenir au respect d'une règle précise, en l'occurrence le maintien de la stabilité des prix.

4-2 Démonstration de la supériorité de la règle par rapport à la discrétion :

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

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

78 Une politique fondée sur une règle est une politique dont les règles d'intervention sont définies à l'avance. Il peut s'agir des règles automatiques ou activistes indépendantes de l'état réel de l'économie (la règle fixe le comportement monétaire avant la formation des anticipations)

Pour mieux illustrer la supériorité de la règle par rapport à la discrétion, nous allons suivre le développement du modèle de Barro et Gordon⁷⁹, et pour cela, nous allons le décrire autour de trois éléments :

- Premièrement, l'économie relève d'une courbe d'offre à la Lucas, où seule l'inflation non anticipée a un impact sur le chômage ;
- Deuxièmement, on mettra l'accent sur la fonction d'utilité de l'autorité monétaire qui résulte d'un arbitrage entre les avantages et les coûts de l'inflation ;
- Troisièmement, la nature du jeu non coopératif entre la banque centrale et les agents privés (le public) sera également étudiée.

4-2-1 La courbe d'offre à la Lucas :

Selon Barro et Gordon, l'économie relève d'une courbe d'offre à la Lucas, qui peut être représentée comme suite :

$$y_t = \hat{y} + b(\pi_t - \pi_t^e)$$

Cette fonction représente le lien entre la production et l'inflation avec, y_t la production, \hat{y} qui représente la production moyenne (ou naturelle), π_t le taux d'inflation et π_t^e l'inflation anticipée. A partir de cette fonction, Barro et Gordon soulignent que l'effet de la politique monétaire sur l'emploi dépend de $(\pi_t - \pi_t^e)$ c'est-à-dire de l'écart entre le taux anticipé et le taux effectif d'inflation : conformément aux enseignements de la théorie des anticipations rationnelles, la politique monétaire n'influe sur le chômage que si elle surprend les agents privés. Si les agents privés anticipent de façon satisfaisante le taux d'inflation, ils neutralisent par la-même l'effet expansif de la politique monétaire.

79 Barro R.J et Gordon D.B, 1983b : « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy», Journal of Political Economy, Juillet.

4-2-2 La fonction d'objectif de la banque centrale :

Barro et Gordon supposent aussi que la banque centrale a une fonction d'objectif (L) qu'elle doit minimiser. Cette dernière consiste en un arbitrage entre coût de l'inflation à un instant t et le bénéfice de l'inflation non anticipée. Elle peut être représentée comme suit :

$$L = (a/2)(\pi_t)^2 - b(\pi_t - \pi_t^e) \dots \dots \dots (1)$$

Avec :

L = Le coût social.

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

$b(\pi_t - \pi_t^e)$ = Bénéfice de l'inflation non anticipée, avec la constante $b > 0$. Comme le remarquent Barro et Gordon, ce bénéfice peut être interprété comme la réduction du chômage, et la constante b représente la pente de la courbe de Phillips.

Cette fonction donc est exprimée en fonction de deux variables π_t et π_t^e , qui sont rappelons-le respectivement le taux d'inflation au temps t établi par l'autorité monétaire et l'anticipation de ce taux par les agents privés. Cette fonction comporte aussi les deux volets de l'inflation, l'effet positif de l'inflation non anticipée sur le chômage à court terme [$b(\pi_t - \pi_t^e)$], et les effets néfastes de l'inflation représentés par : $(a/2)(\pi_t)^2$.

4-2-3 Le jeu non coopératif entre l'autorité monétaire et les agents privés :

Les négociations salariales sont effectuées dans le cadre d'un jeu non coopératif. Les salaires étant négociés en termes nominaux et compte tenu des anticipations rationnelles, les travailleurs négocient leurs salaires en fonction de leurs anticipations pour le futur. Le jeu se déroule en différentes étapes. Le gouvernement annonce en début de période le taux d'inflation qu'il souhaite réaliser. A partir de cette annonce, le public anticipe un niveau d'inflation, puis le gouvernement, compte tenu de ces anticipations choisit le niveau d'inflation effectif.

Et de ce fait, la détermination de l'inflation et du chômage selon Barro et Gordon est considérée comme un jeu entre la banque centrale et un grand nombre d'agents privés. La

banque centrale et les agents privés disposent d'un ensemble d'informations identique et relatif à l'état de l'économie à la période précédente.

Après avoir déterminé les trois éléments de base du modèle de Barro et Gordon, nous allons maintenant étudier comment peut-on illustrer la supériorité de la règle par rapport à la discrétion.

Pour répondre à cette question, les deux auteurs proposent une démarche simple qui consiste dans la comparaison du coût social (L) calculé avec une politique monétaire discrétionnaire avec le même coût dans le cas d'une politique basée sur une règle.

Pour mieux comprendre le modèle de Barro et Gordon, dans un premier temps, on va exclure toute prise en compte des effets de réputation, comme si il s'agit d'un jeu qui se déroule une fois pour toute et les décisions d'aujourd'hui de (π_t) n'influent pas les anticipations de demain et d'après demain (π_{t+1}^e) ; le décideur politique n'est pas pénalisé demain d'avoir triché aujourd'hui (on exclut pour le moment la possibilité d'un jeu répété).

4-2-4 Le cas d'une politique discrétionnaire :

Comme précédemment souligné, il s'agit d'un jeu non coopératif entre la banque centrale et les agents privés. Dans un premier temps, on ne prend pas en compte les conséquences des actions actuelles sur le futur. La banque centrale traite l'anticipation de l'inflation actuelle π et l'anticipation de l'inflation future π_{t+i}^e comme des données quand elle choisit différents taux d'inflation courants π_t . On suppose aussi que les agents privés intériorisent le raisonnement simpliste suivant : les responsables de la politique monétaire affichent un objectif de zéro inflation ; les agents privés le croient et anticipent une inflation nulle ($\pi_t^e = 0$) ; finalement les autorités monétaires renoncent à leur objectif et choisissent un taux d'inflation supérieur à zéro (π_t^d , où 'd' indique le régime discrétionnaire) afin de réduire le chômage et minimiser la fonction (L) :

$$\text{Min (L)} = \text{Min} [(a/2)(\pi_t)^2 - b(\pi_t - \pi_t^e)]$$

La principale condition de minimisation de la fonction (L) est de calculer la dérivée première de L par rapport à π_t et de poser $\delta L / \delta \pi_t = 0$. Donc :

$$L' = 2(a/2)\pi_t^d - b$$

$$L' = a\pi_t^d - b$$

$$\delta L / \delta \pi_t = 0 \Rightarrow \pi_t^d = b/a \dots (2)$$

Ce taux (π_t^d) est évidemment supérieur à zéro étant donné $a > 0$ et $b > 0$. Dans ce cas l'inflation non anticipée permet de réduire le chômage, d'où un bien-être social plus élevé. Ce résultat peut être démontré comme suite :

$$y_t = \dot{y} + b(\pi_t - \pi_t^e)$$

$$y_t = \dot{y} + b(b/a - 0)$$

$$y_t = \dot{y} + b^2/a$$

On peut donc dire que, l'inflation non anticipée a permis une croissance accélérée ($y_t > \dot{y}$) qui se traduit par une réduction du chômage et un bien-être social plus élevé que le bien-être obtenu par une politique d'inflation zéro.

Toutefois, les individus sont rationnels et étant donné leurs anticipations, ils vont anticiper cette politique discrétionnaire et leurs taux d'inflation effectif ne sera pas égal à zéro (le taux annoncé préalablement par l'autorité monétaire). De ce fait ils vont anticiper le vrai taux d'inflation qui sera réalisé par la banque centrale, donc :

$$\pi_t^e = b/a \dots (3)$$

En tenant compte, de cette politique discrétionnaire menée par l'autorité monétaire et des anticipations rationnelles des agents, le coût social du régime discrétionnaire L^d où 'd' indique le régime discrétionnaire est égal à :

$$L^d = b^2/2a \dots (4)$$

(Ce résultat est obtenu en introduisant (2) et (3) dans (1))

Ces différents résultats permettent à Barro et Gordon de tirer la conclusion suivante : avec le régime discrétionnaire, le taux de chômage correspondra au taux naturel, car $\pi_t^d = \pi_t^e$, en revanche, on doit supporter les effets négatifs de l'inflation ($\pi_t^d > 0$). Tel est le coût social du régime discrétionnaire. Donc, on a une inflation positive sans pour autant accélérer la

production ($y_t = \hat{y}$) et réduire le chômage, c'est ce qu'on appelle souvent le biais inflationniste des politiques discrétionnaires.

Après avoir calculé le coût social qui résulte de l'utilisation de la politique monétaire d'une manière discrétionnaire par les autorités, Barro et Gordon utilisent la même démarche pour une politique monétaire basée sur une règle.

4-2-5 Le cas d'une politique monétaire basée sur une règle :

On suppose maintenant que la banque centrale peut s'engager à l'avance à suivre une règle de détermination de l'inflation. En plus, en choisissant un taux d'inflation, elle détermine les anticipations des agents privés π^e simultanément sous la condition que $\pi^e = \pi^{80}$. Le terme qui implique le choc inflationniste $\pi - \pi^e$ disparaît dans la fonction d'objectif (L). Etant donné la manière dont sont modélisés les coûts de l'inflation - soit $a\pi^2/2$ - la meilleure norme consiste à définir de façon permanente une inflation zéro $\pi = 0$ (règle).

Donc, dans ce cas, la politique appliquée doit correspondre à celle qui a été annoncée, et pour cela, il faut poser $\pi_t = \pi_t^e$. π_t^r (le taux d'inflation d'une politique basée sur une règle menée par les autorités monétaires) sera égal donc à :

$$\pi_t^r = 0 = \pi_t^e \dots\dots\dots (5)$$

Etant donné que le reniement de la politique est écarté, le bénéfice de l'inflation non anticipée sera nul ($y_t = \hat{y}$), car $\pi_t = \pi_t^e$, et la minimisation de L revient à minimiser le premier terme de L, c'est-à-dire le coût de l'inflation. Ce dernier par définition est minimisé avec $\pi_t = 0$, ce qui nous permet d'obtenir le coût social suivant :

$$L^r = 0 \dots\dots\dots (6)$$

La supériorité de la règle par rapport à la discrétion apparaît clairement par le fait que L^r (le coût social d'une politique basée sur une règle) est inférieur à L^d . Ce résultat dérive du raisonnement suivant : avec une politique discrétionnaire, on admet la possibilité de

80 $\pi^e = \pi$ on pose cette condition qui reflète la caractéristique principale de la règle : l'engagement pris par la banque centrale ne sera pas renié ; car elle suit une règle fixée et prédéterminée.

surprendre les individus, alors qu'avec la règle, on est obligé d'éviter cette surprise. Autrement dit, avec une politique discrétionnaire on peut poser au moins au départ $\pi_t \neq \pi_t^e$, alors que dans le cas d'une politique à la règle on doit raisonner tout de suite avec la contrainte $\pi_t = \pi_t^e$. Avec un tel résultat, il est évident que la règle doit être définie afin d'atteindre une inflation nulle. Dans le cas inverse, le coût social peut dépasser celui obtenu par une politique discrétionnaire. Autrement dit, la banque centrale en suivant une règle prédéfinie permet de supprimer l'incohérence temporelle liée à sa politique, car la règle une fois adoptée permet à la politique suivie par la banque centrale de ne plus être reniée. On peut définir cette caractéristique de la règle par le mot rigidité : l'absence de flexibilité est une garantie pour les individus. Cette confiance permet d'effacer le biais inflationniste. On peut récapituler l'ensemble des résultats du développement de Barro et Gordon dans le tableau suivant :

		<u>Agents privés</u>	
		$\pi_t^e = 0$	$\pi_t^e = b/a$
Autorité monétaire	$\pi_t^r = 0$	<ul style="list-style-type: none"> - Croissance naturelle $y_t = \dot{y}$. - Inflation nulle. - Autorité monétaire crédible. - Optimum de Pareto. 	<ul style="list-style-type: none"> - Récession ($y_t = \dot{y} - b^2/a$). - Inflation nulle. - Manque de crédibilité.
	$\pi_t^d = b/a$	<ul style="list-style-type: none"> - Croissance accélérée. - Inflation non anticipée. - Tricherie des autorités. - Perte de crédibilité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Croissance naturelle $y_t = \dot{y}$. - Inflation anticipée. - Equilibre de Nash.

Source : A. De Servigny et I.Zelenko, « Economie financière », DUNOD, Paris, 1999.

On remarque donc bien que le fait que les agents anticipent l'inflation ou non, les autorités ont toujours intérêt à avoir une attitude inflationniste parce que pour le gouvernement, la stratégie inflationniste est dominante. Dans ce cas, il serait souhaitable d'abandonner le caractère discrétionnaire de la politique monétaire en instaurant une règle de politique monétaire qui permettrait de passer de la situation de l'équilibre de Nash à la situation de l'optimum de Pareto déjà décrite dans le tableau ci-dessus.

Pour sortir de cette impasse, Barro et Gordon prolongent le jeu en un jeu répété (le même jeu se reproduit à chaque période de temps), à horizon indéfini, dans lequel la coopération entre joueurs devient possible.

A chaque période, les stratégies de l'optimum de Pareto deviennent alors les stratégies d'équilibre. Seules les autorités monétaires ont en effet intérêt à dévier de cet équilibre pour augmenter leur gain. Cependant les agents privés disposent d'une menace consistant à annoncer qu'en ce cas, ils ne coopèrent plus durant un certain nombre de périodes. La dissuasion qui repose sur la menace d'une annulation des gains pour plusieurs périodes ultérieures confère donc au choix d'inflation nulle, le statut d'une stratégie d'équilibre pour les décideurs de politique économique⁸¹.

Ce modèle développé par Barro et Gordon, permet de renforcer les idées de Kydland et Prescott qui aboutit comme le titre de leur article l'indique « Rules versus discretion », à la supériorité de la règle sur le pouvoir discrétionnaire, les auteurs affirment leurs préférences pour des politiques automatiques telles que la croissance constante de l'offre de monnaie. Si les conclusions de ces analyses sont très classiques, en revanche le fondement de cette politique d'abstention est très différent de celui de Milton Friedman (1960) dont les arguments en faveur de la règle reposent sur l'idée que le décideur politique à une connaissance incomplète et des objectifs personnels qui sont inappropriés. Mais comme le souligne Barro⁸² « la faiblesse de cette approche provient de ce qu'un décideur politique bien intentionné et qui tient compte du caractère imparfait de l'information n'a aucune raison particulière d'utiliser une règle pour limiter à l'avance son pouvoir dans une ligne d'action déterminée. Il en résulte que dans la problématique utilisée par Friedman le pouvoir discrétionnaire serait dans de nombreux cas supérieur à la règle ». Kydland et Prescott montrent comment le recours à la règle et plus précisément à l'engagement ('commitment') peut être une source d'efficacité non parce que les décideurs sont myopes mais parce que les agents privés agissent en fonction des décisions futures des pouvoirs publics. « La raison pour laquelle on ne doit pas lui donner de pouvoir discrétionnaire ce n'est pas qu'ils sont stupides ou méchants mais parce que le pouvoir discrétionnaire implique de choisir une décision qui est la meilleure à partir d'une situation donnée », d'où peut résulter, soit une situation sous-optimale, soit l'instabilité.

81 Cette idée sera développée dans la partie suivante intitulée : la prise en compte du phénomène de réputation.

82 R.J.Barro (1990), « Macro economic policy », Harvard University Press.

En résumé, Kydland et Prescott partent de la possibilité pour la politique temporellement cohérente de ne pas être optimale et aboutissent à la supériorité des politiques reposant sur des règles sur les politiques discrétionnaires. Toutefois, on note que si les agents privés ont une information satisfaisante sur les déterminants actuels et à venir de leurs actions, le décideur public, quant à lui paraît assez impuissant dans la mesure où il ne peut pas prévenir des décisions des agents privés qui aboutissent à une situation sous-optimale.

On peut donc dire que, Barro & Gordon ont renforcé les idées de base de Kydland et Prescott 'la supériorité de la règle par rapport à la discrétion', tout en introduisant le temps dans cette réflexion.

Cependant, ce qui reste à faire, c'est la définition pratique de la règle qui doit, afin de ne pas perdre le gain potentiel de la suppression de l'incohérence temporelle, permettre d'atteindre une inflation nulle. Une règle qui prévoit une inflation surprise augmente le coût social L , sans apporter aucun gain, car $\pi_t = \pi_t^e$.

Kydland & Prescott admettent explicitement que la règle peut être le taux de croissance constant de la masse monétaire de Friedman, alors que Barro considère qu'elle peut s'appliquer non pas directement à la masse monétaire, mais au niveau des prix 'ce qui revient en même si, on accepte la théorie quantitative de la monnaie avec V comme constante', de même qu'il envisage d'autre possibilité : règle contingente ou même un mécanisme de taux de change fixe⁸³.

La règle doit être crédible et cela à plusieurs niveaux : Premièrement, elle doit indiquer une politique anti-inflationniste, faute de quoi au lieu de résoudre le biais inflationniste, elle ira le provoquer. Deuxièmement, elle ne doit pas permettre le reniement après la formation des anticipations, sinon elle ne ferait que prescrire un comportement discrétionnaire. Troisièmement, il faut que cette règle ne puisse pas être abandonnée après la formation des anticipations, faute de quoi le préengagement est nul. Si les deux premières conditions sont plus simples à respecter (indiquer une politique anti-inflationniste, et le non reniement de cette politique), le problème se pose avec la troisième condition. Comme le montrent Barro &

83 Les caractéristiques et le choix d'une règle adéquate seront traités au second chapitre, à la troisième section.

Gordon, une fois que le taux d'inflation anticipé a été fixé à zéro, il est avantageux pour l'autorité monétaire de renier la règle en conduisant une politique inflationniste. Donc, la règle en tant que telle n'assure pas la solution définitive au biais inflationniste, car elle est définie par l'autorité monétaire et c'est cette dernière qui peut toujours la renier selon ses désirs, pour faire face à ce problème, il faut que l'autorité monétaire ne soit plus attirée du tout par la tentation de tricher.

4-3 La critique de la solution proposée par Kydland et Prescott :

Cette solution proposée par Kydland et Prescott et renforcée par la modélisation de Barro et Gordon, n'est pas à l'abri des critiques, ces dernières se basent sur les idées suivantes :

Tout d'abord, la solution de Kydland et Prescott, si elle est satisfaisante pour résoudre les problèmes d'incohérence temporelle dans le modèle de base, présente des limites importantes, surtout sa trop forte rigidité empêche l'autorité monétaire de répondre aux divers chocs qui peuvent frapper l'économie.

Cette critique est soutenue par plusieurs auteurs à l'instar de M. Aglietta et Fisher. Ces derniers se basent sur l'idée selon laquelle la crédibilité de la banque centrale ne peut être assurée par le recours à une règle stricte. La règle monétaire permet certes de supprimer le problème de l'incohérence temporelle ; mais désarme la banque centrale de toute possibilité d'activisme monétaire. L'utilisation donc, d'une règle automatique n'apparaît pas comme la meilleure solution ; et c'est la raison pour laquelle plusieurs auteurs ont cherché un compromis entre la crédibilité et la flexibilité⁸⁴.

En effet, en 1990 Fisher⁸⁵ a essayé de démontrer que le compromis entre flexibilité et crédibilité dérive du modèle de base de l'incohérence temporelle, dès qu'on admet l'existence d'un choc économique imprévu qui se réalise après la formation des anticipations rationnelles et qui ne peut pas être retenu dans la règle. La supériorité de la règle ne dérive donc pas de sa capacité à résoudre l'incohérence temporelle, mais des anticipations faites sur la conjoncture économique, c'est-à-dire, si on considère que l'économie sera généralement stable, on accepte

84 Adopter une règle permet certes de gagner en crédibilité mais désarme l'autorité monétaire de tout activisme qui peut être nécessaire dans certains cas.

85 Fischer, S. (1990), Rules versus discretion in monetary policy, in Friedman et Hahn (éds.), vol.2.

plus facilement la réduction de la flexibilité, car elle n'est nécessaire (le gain du pré-engagement est supérieur au coût de la rigidité). Si au contraire, on soutient la nécessité d'une politique flexible pour répondre aux chocs économiques, le gain du pré-engagement n'est plus si décisif : le coût de la rigidité peut dépasser le gain de la flexibilité.

Ensuite, cette solution n'est en outre plus applicable quand le gouvernement n'a pas la capacité de s'engager car il ne pourra convaincre le public qu'il respectera ses promesses, quelle que soit la règle choisie.

Par ailleurs, elle repose sur une représentation de l'économie assez fruste dans laquelle la passivité des agents privés est trop marquée. Or, dans la réalité, l'avantage du gouvernement résultant de sa place privilégiée dans le déroulement du jeu n'est pas aussi apparent : les agents privés, conscients des effets sur l'équilibre de leurs anticipations, peuvent disposer des moyens pour inciter le gouvernement à respecter ses engagements à l'instar de la stratégie de punition⁸⁶. La prise en compte de ces mécanismes permet de rendre le modèle plus réaliste.

De plus, on peut noter que même si l'on montre que l'usage du pouvoir discrétionnaire par la banque centrale est à l'origine d'un biais inflationniste, la définition de la règle reste difficile dans un univers économique caractérisé par l'instabilité, et de ce fait, il devient nécessaire de définir des règles contingentes aux aléas. C'est dans ce cadre qu'est apparu l'intérêt de faire entrer dans le modèle un agent, le banquier central, doté d'un statut particulier qui le distinguait du représentant de la collectivité. Ce type de considération est déjà présente dans l'analyse de Thompson⁸⁷ [1981] qui annonce les travaux ultérieurs en montrant l'avantage qu'il peut exister à confier la politique monétaire à un banquier qui ne trouverait que peu d'intérêt à surprendre les anticipations inflationnistes des agents. Plus généralement dans cette optique, l'objectif est la recherche d'un cadre institutionnel favorisant l'émergence de choix optimaux de politique monétaire : choix d'un banquier central faisant preuve d'un conservatisme monétaire optimal (Rogoff [1985]), définition d'un contrat optimal pour les banquiers centraux (Walsh [1995]), ou le suivie d'une cible d'inflation (Svensson [1997]), par exemple.

⁸⁶ Cette stratégie sera développée dans le modèle de Barro-Gordon avec un horizon de temps infini.

⁸⁷ En 1981, Thompson renforce l'idée du problème d'incohérence temporelle inhérent à toute décision de politique économique conservant un caractère discrétionnaire. Considérant que l'utilité de l'autorité monétaire est affectée négativement par le niveau d'inflation et positivement par l'inflation non anticipée, il montre comment l'équilibre s'établira pour un taux d'inflation supérieur à son niveau déjà annoncé. C'est ce résultat que l'on retrouve au cœur de la "théorie positive de la politique monétaire" développée par Barro et Gordon [1983a et b], d'où il mentionne l'utilité d'un banquier central indépendant ayant une aversion majeure à l'inflation.

Enfin, la solution de Kydland et Prescott passe sous silence les phénomènes d'apprentissage. Il est sans doute exagéré de penser que les agents privés n'ont pas de mémoire et ne tiennent pas compte du passé pour former leurs anticipations⁸⁸. Au contraire, il est plus réaliste de considérer que le gouvernement puisse tirer parti de l'effet de mémoire des agents et soit ainsi incité à se construire une réputation.

Cette solution proposée par Kydland et Prescott et renforcée par la modélisation de Barro et Gordon, a initié de nombreuses réflexions sur la crédibilité des autorités monétaires et a donné lieu à beaucoup de travaux visant à l'enrichir, dans des directions différentes : Le phénomène de réputation, la mise en place d'une autorité monétaire indépendante, les contrats incitatifs proposés par Walsh et enfin le ciblage d'inflation préconisé par Svensson.

5 La prise en compte du phénomène de réputation :

Dans la continuité de la réflexion sur le problème de l'incohérence temporelle et le renforcement de la crédibilité de la banque centrale, nous étudions maintenant la solution proposée par Barro et Gordon qui consiste dans la construction de la réputation. Ce concept prend tout son sens dans le cadre d'une politique monétaire menée dans la durée (dans le cadre théorique de jeux répétés par exemple).

Dans les années quatre-vingt, cette notion de réputation a été utilisée pour exprimer un sens plutôt négatif, correspondant à la caractérisation de la nature de la banque centrale capable ou non de se servir du biais inflationniste pour favoriser l'emploi. Faust et Svensson⁸⁹ (1998) utilisent le mot de manière plus simple et plus riche en disant que la réputation de la banque centrale correspond à l'anticipation que les agents ont de l'objectif de cette dernière en matière de l'emploi, c'est-à-dire, la mauvaise réputation est assimilée à la prise en compte de l'objectif d'emploi et de la stabilisation de la conjoncture par la banque centrale au détriment de la stabilité des prix.

De leur côté, Barro et Gordon utilisent le concept de la réputation d'une façon originale. Selon ces deux auteurs pour que les banques centrales construisent leur réputation, elles doivent convaincre les marchés qu'elles maintiendront l'inflation à un niveau bas. Pour ce faire,

88 Cette idée est à la base de l'hypothèse selon laquelle le jeu entre l'autorité monétaire et les agents privés se déroule une fois pour toutes.

89 Faust J. et Svensson L.E.O (1998), « Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals », Working papers.

beaucoup de banques centrales se sont fixées (ou se sont vu imposer) des règles de comportement auxquelles elles s'efforcent de se tenir. Autrement dit, plus le gouvernement respecte la règle monétaire précédemment fixée, plus sa réputation augmente auprès des acteurs privés, plus sa crédibilité en matière de politique monétaire se renforce. Donc, une bonne réputation en politique monétaire est entendue comme une moindre déviation par rapport à la règle, ce qui conduit les partenaires sociaux (les syndicats) à faire confiance aux cibles annoncées et donc à modérer les hausses salariales issues de la négociation collective. Les performances économiques du gouvernement s'en trouvent améliorées.

Et de ce fait, si la règle cherche à résoudre le biais inflationniste en liant les mains de l'autorité monétaire, la réputation adopte une voie différente : elle cherche à internaliser les coûts du biais inflationniste au moment de décider la politique monétaire, il s'agit là, d'une politique monétaire qui dure dans le temps, c'est-à-dire on intègre le coût de l'inflation des périodes successives, de telle sorte de défavoriser tout comportement inflationniste⁹⁰. Donc, au gain immédiat de la réduction du chômage d'une politique inflationniste, on ajoute le coût du biais inflationniste futur.

Dans le modèle de base (Kydland et Prescott) décrit précédemment, les individus sont rationnels et anticipent le comportement de l'autorité monétaire. Cependant, celle-ci n'anticipe pas le processus de décision des individus. Le don de l'anticipation semble revenir seulement aux individus. Cette limite est contournée par les modèles de la réputation. Par ces modèles, on démontre que l'internalisation des effets futurs de la politique actuelle peut convaincre l'autorité monétaire de ne pas recourir à l'inflation surprise et elle s'aperçoit qu'il convient de conduire une politique restrictive, sinon, elle perd le contrôle sur les anticipations favorisant ainsi le biais inflationniste⁹¹.

Le mécanisme de réputation permet de garder le caractère discrétionnaire de la politique monétaire ; il ne s'agit pas de lier les mains de l'autorité monétaire, mais d'identifier les sources internes qui réduisent les tentations inflationnistes⁹². Pour mieux illustrer le phénomène de réputation, on va retenir deux voies : Premièrement, on essaiera d'étudier l'extension du modèle de base de Kydanld et Prescott renforcé par Barro et Gordon limité à

90 Le développement et l'explication de ce modèle fera l'objet de la partie d'étude qui suit.

91 Persson, T. et Tabellini, G. (1993), *Designing institutions for monetary stability*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39.

92 par exemple : ne pas faire recours à l'inflation surprise pour diminuer le chômage ou pour des objectifs de réélections souvent appelés par le cycle politico-économique.

une seule période, vers des modèles fondés sur un jeu répété ‘période fini ou infini’, et deuxièmement, on étudiera l’adoption de l’hypothèse de l’information imparfaite au sujet de la nature de l’autorité monétaire⁹³, c’est-à-dire que les individus ne connaissent pas avec certitude les préférences de l’autorité monétaire.

5-1 La solution au biais inflationniste : jeu répété à horizon temporel fini ou infini :

En 1983, Barro & Gordon⁹⁴ ont modélisé la réputation en adoptant l’approche du jeu répété. Et de ce fait, ils ne se limitent pas à un raisonnement basé sur une seule période mais prolongent le jeu à un horizon infini qui empêche le gouvernement de tricher. Le modèle proposé par les deux auteurs est fondé sur l’idée suivante : dans un jeu répété, quand le gouvernement n’a pas la capacité de s’engager, le choix d’un taux d’inflation faible peut néanmoins constituer la stratégie optimale pour le gouvernement *ex-post* comme *ex-ante*, s’il est possible pour les agents de mettre en place un mécanisme de punition l’empêchant de tricher.

Le recours à la tricherie s’explique par la rationalité du décideur public. Si les agents anticipent qu’il respectera la norme ‘une inflation nulle par exemple’ une inflation effective positive assurera un bénéfice issu de la surprise : le taux de chômage sera temporellement réduit. Une telle stratégie est attrayante aux yeux du gouvernement, surtout si une échéance électorale s’approche et il veut maximiser ses chances de réélection. Le public, sachant cela, n’accorde de crédibilité à la norme liant le gouvernement que si ce dernier a intérêt à la respecter. Il faut pour cela qu’il existe une incitation à la discipline plus forte que la tentation de tricher et pour cela, les agents peuvent mettre en place un mécanisme de punition pour dissuader l’autorité de tricher.

Le raisonnement qui guide la stratégie de punition⁹⁵ est le suivant : quand le gouvernement ne respecte pas ses engagements, le public le punit pendant une période en anticipant un taux d’inflation strictement positif à la période suivante et ce quel que soit le niveau de déviation. Cette stratégie de punition se base aussi sur trois hypothèses :

93 Cette idée a été développée par : Backus, D. et Driffill, J. (1985), Inflation and reputation, *Revue of Economic Studies*, vol. 75, n. 3, juin, pp. 530-538. et Barro, R. J. (1986b), Reputation in a model of monetary policy with incomplete information, *Journal of Monetary Economics*, vol. 17, pp. 3-20.

94 Barro, R. J. et Gordon, D. B. (1983b), Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, pp. 101-121.

95 Cette stratégie de punition est appelée aussi par la stratégie de détente (trigger strategy).

- La mémoire des agents privés ne tient pas compte des situations futures et elle se limite à une seule période ;
- Le public punira le gouvernement même si la punition n'est pas rationnelle pour lui en terme de bien-être ;
- Les agents privés ne prennent pas en considération le degré de la déviation au moment de la punition.

L'équilibre de ce jeu non coopératif va être démontré en faisant un calcul du gain que le gouvernement peut avoir en trichant dans la période courante (le bénéfice de l'inflation surprise dans la diminution du chômage) et les pertes qu'il peut subir pendant les périodes suivantes. A partir de là, on peut déterminer une condition de non-déviaton (c'est-à-dire telle que le gain à dévier soit inférieur à la perte à dévier). Cette condition permet de déterminer l'équilibre entre la banque centrale d'une part, et les agents privés d'autre part.

Dans un tel modèle, la condition d'un horizon temporel long ou infini est centrale, et elle conditionne fortement le résultat obtenu par Barro et Gordon. Ce résultat (la supériorité de la règle par rapport à la discrétion) n'est plus valable si on se place dans le cadre d'un modèle où l'horizon est fini. A la dernière période en effet, aucune perte n'est subie en cas de non-respect de l'engagement du gouvernement, alors qu'au contraire, tricher procure un gain net à la période courante, le gouvernement sera donc incité à tricher. Cet équilibre dépend du mécanisme de punition choisi. En 1987, Rogoff⁹⁶ montre que si le mécanisme de punition est plus sévère, en majorant la punition d'un coefficient strictement positif en cas de déviation, le meilleur équilibre soutenable obtenu correspondra à un niveau d'inflation plus bas qu'avec le mécanisme de punition initial. Toutefois, cette caractéristique accentue le problème de coordination, car les agents privés cherchent à la fois à punir le gouvernement et atteindre le meilleur équilibre possible.

5-2 Le modèle de Barro et Gordon à jeu répété :

Selon les auteurs, la crédibilité d'une règle provient, de façon générale, de ce qu'il existe une incitation à la discipline plus forte que la tentation de tricher : le public croit dans le décideur politique parce qu'il sait que celui-ci a intérêt à respecter la règle. En d'autres termes, la

96 K. Rogoff, (1987), « Reputational constraint on monetary policy », Carnegie-Rochester Conference, Series on Public Policy.

crédibilité est fondée sur la rationalité prêtée au décideur public : celui-ci ne triche pas parce qu'il a intérêt à ne pas tricher. L'incitation à la discipline trouve son origine dans la perte de réputation ou de crédibilité. Comme il s'agit d'un jeu répété, la réputation naît de l'apprentissage effectué par le public et par sa capacité de mémoire. Plus précisément, si le décideur politique manigance aujourd'hui un taux d'inflation plus élevé que celui auquel le public s'attend, les anticipations futures d'inflation seront plus fortes. De façon générale, le coût de la tricherie aujourd'hui tient à la croissance des anticipations inflationnistes dans le futur.

Dans le cadre de ce jeu, l'objectif de la banque centrale à la date t suppose la minimisation de la valeur actuelle des coûts (L_t) :

$$L_t = E[L_t + (L_{t+1}/1+r) + (L_{t+2}/1+r) + \dots] \dots \dots (7)$$

où r est le taux d'actualisation. On utilise l'actualisation parce qu'il s'agit d'un jeu qui se déroule dans le temps, les valeurs futures ne sont pas forcément égales aux valeurs actuelles, d'où l'importance de l'actualisation.

Envisageons une règle qui définit une norme d'inflation. On appelle π^r le taux d'inflation qui correspond à la règle, π^d le taux d'inflation qui correspond au pouvoir discrétionnaire. Les auteurs définissent les mécanismes d'anticipations suivants :

$$\left\{ \begin{array}{l} \pi^e = \pi^r \text{ si } \pi_{t-1} = \pi_{t-1}^e \dots \dots \dots (8) \\ \pi^e = \pi^d \text{ si } \pi_{t-1} \neq \pi_{t-1}^e \dots \dots \dots (9) \end{array} \right.$$

A partir de ces deux fonctions (8 et 9), on peut résumer le comportement du public comme suit :

- Dans le premier cas (la fonction : 8), le public pense que puisque le décideur public a respecté la norme (la règle) la dernière fois, il va la respecter à nouveau. En d'autres termes, si le taux d'inflation antérieur réalisé à la période antérieure π_{t-1} concorde avec π_{t-1}^e , le public a confiance dans le gouvernement pour réaliser ce qu'il a annoncé pour la période t , on a alors : $\pi^e = \pi^r$.

- Dans le deuxième cas (la fonction : 9), le public a le raisonnement suivant : puisque le décideur public n'a pas respecté ce qu'il a annoncé, pour l'avenir il va agir comme si il n'existait pas de norme. Autrement dit, si les valeurs actuelles sont différentes des anticipations de la période précédente $\pi_{t-1} \neq \pi_{t-1}^e$ alors le public ne s'attend pas à ce que le gouvernement suive la règle durant la période mais qu'il maximise sa fonction d'objectif en fonction des anticipations données, ce qui définit une situation discrétionnaire. Donc les anticipations sont $\pi^e = \pi_d$, où π_d représente le résultat discrétionnaire.

Donc, si le gouvernement obéit à la règle pendant chaque période, alors il valide aussi les anticipations à chaque période. Et de ce fait, dans la fonction (8), on voit que le gouvernement maintient sa réputation (ou crédibilité) à chaque période. Mais si le gouvernement triche durant la période t , la fonction (9) permet d'indiquer que les anticipations de la prochaine période seront celles qui sont associées à la politique discrétionnaire $\pi_{t-1}^e = \pi_d$. Alors à la période $t+1$ le gouvernement choisit le taux d'inflation discrétionnaire (qui est optimal par rapport à des anticipations données) le taux actuel et le taux attendu d'inflation coïncident, bien que ce soit à des niveaux discrétionnaires.

Envisageons la norme d'inflation de zéro: $\pi = 0$. On suppose que la banque centrale bénéficie de crédibilité durant la période t de telle façon que $\pi^e = 0$. Si elle triche durant la période t , alors le meilleur choix d'inflation est $\pi = b/a$ de l'équation (2). Donc, la banque centrale réalise des gains qui correspondent à la réduction du chômage en dessous de son niveau naturel.

Le coût de non respect de la règle provient du fait qu'à la période $t + 1$, l'autorité monétaire utilise une politique discrétionnaire au lieu d'une règle. Donc l'autorité monétaire réalise à la période suivante le coût :

$L_{t+1} = b^2/2a$ de l'équation (4) et non $L_{t+1} = 0$ de l'équation (6). Comme les coûts de la période $t + 1$ sont actualisés en fonction du taux d'actualisation « r », la valeur actuelle de la perte est de :

$$b^2/2a (1+r) \dots \dots \dots (10).$$

La banque centrale tient à sa règle durant la période t si la valeur actuelle de la perte est au moins aussi grande que la tentation. Autrement dit, la banque centrale choisit de tricher et en

subit les conséquences pour la période suivante. Mais quand il forme ses anticipations π^e pour la période t , le public sait si le décideur public va trouver qu'il est préférable pour lui de tricher. Et de ce fait, si le public pense que la tricherie est préférable à la règle pour la banque centrale, l'anticipation de l'inflation $\pi = \pi^e = 0$ est irrationnelle de la part des agents privés.

A l'équilibre, la norme monétaire doit être telle que le public s'attend à ce qu'elle soit respectée : la tentation de tricher doit être inférieure à la valeur actuelle de la perte :

Tentation \leq valeur actuelle des pertes. (Condition de non déviation).

Cette condition indique que les coûts subis aujourd'hui en suivant la règle plutôt qu'en trichant sont inférieurs à la différence actualisée entre l'application des règles et le pouvoir discrétionnaire.

A partir de ce raisonnement, les auteurs montrent qu'il existe des normes d'inflation d'équilibre ; en effet, pour ces taux, la tentation de tricher est plus faible que le coût de la tricherie en termes de perte de réputation; et parmi ces taux il en existe un qui maximise le bien-être.

Au total, Barro et Gordon ont démontré que la banque centrale est partagée entre la tentation d'une inflation surprise et la crainte d'une perte de crédibilité à venir. Mais comme le public connaît ce dilemme, il ne peut croire en des normes de taux d'inflation pour lesquelles la tentation est supérieure à l'incitation à la discipline. L'analyse met l'accent, d'une part, sur la tendance dans un jeu non coopératif à la mise en œuvre de politique discrétionnaire non optimale et, d'autre part, sur les aspects négatifs en termes de réputation de ces politiques de tricherie. D'une certaine façon, le deuxième apport de ces théories remet en cause le premier : plus les effets de réputation sont forts, moins les pouvoirs publics sont tentés par une politique discrétionnaire non optimale.

5-3 Analyse de la solution proposée par Barro et Gordon :

Cette solution proposée par Barro et Gordon, a certes enrichi les recherches sur la crédibilité de la banque centrale, mais elle a fait aussi l'objet de plusieurs critiques, ces dernières vont être présentées comme suite :

Avec l'hypothèse de l'horizon infini, le jeu n'atteint pas un seul équilibre mais plusieurs. Cette multiplicité des équilibres est liée au problème de coordination des agents économiques sur le degré de punition et le meilleur équilibre soutenable. Les agents doivent spontanément choisir le mécanisme de punition et chercher à atteindre le meilleur équilibre soutenable et ils doivent aussi déterminer quel est ce dernier. Cela résulte du fait que l'équilibre du jeu dépend de valeurs qu'on attribue à certaines variables qui ne peuvent pas être traitées comme des paramètres exogènes, notamment le degré de sanction en termes de niveau d'inflation anticipé, et de durée de la sanction elle-même. Ces deux variables jouent un rôle important dans la détermination de l'équilibre du jeu car elles influencent le niveau du coût futur que l'autorité monétaire doit comparer avec le gain présent. Plus le degré de sanction est élevé, plus le mécanisme de la réputation aura effet en limitant le biais inflationniste. Cependant à chaque degré de sanction, correspond un équilibre différent.

L'équilibre atteint par la réputation bien qu'il soit meilleur que l'équilibre discrétionnaire, n'arrive pas à la suppression complète du biais inflationniste comme c'est le cas pour la règle : on reste dans une situation intermédiaire entre règle et discrétion. Le biais inflationniste va seulement se réduire et non pas disparaître.

D'après la formation des anticipations, on ne parle jamais de la construction de la réputation comme si on admettait qu'elle existe dès le départ. Il peut arriver que cette réputation soit perdue, mais on ne sait pas comment elle peut être acquise. Cela laisse inexplicé le mécanisme par lequel une autorité monétaire qui souffre du biais inflationniste par faute de réputation devient réputée. Donc, d'après les modèles, la réputation est donnée au début du jeu, la seule possibilité est celle de la perdre. Ces modèles ne décrivent pas explicitement comment d'une situation inflationniste on revient à une situation de stabilité des prix par le mécanisme de la réputation.

De même qu'il apparaît réducteur d'attribuer la reconstitution de la réputation seulement au temps écoulé, cette idée est celle de Vickers⁹⁷ (1986) qui a développé un modèle qui retient la formation de la réputation : étant donné qu'elle dépend du taux d'inflation passé, si l'autorité monétaire réalise effectivement une politique de stabilité des prix (ce qui aura des conséquences négatives sur l'emploi, car les anticipations sont encore à la hausse), on peut

97 Vickers J. (1986), Signallint in a model of monetary policy with incomplete information, OxfordEconomic Paper, vol. 38, pp. 443-455.

alors s'attendre à une réputation qui augmente dans le temps. C'est d'ailleurs une idée courante ' il faut une période de rigueur coûteuse, pour démontrer sa propre réputation de défenseur de la stabilité des prix' une période dure, pour convaincre les individus à réduire leurs anticipations.

5-4 La solution proposée à l'incohérence temporelle par Backus et Driffil 'le modèle à information imparfaite' :

En 1985, D.Backus et J.Driffil⁹⁸, reprennent les travaux de Barro et Gordon en apportant un élément nouveau : Les agents privés ne connaissent pas les préférences de l'autorité monétaire, c'est-à-dire du gouvernement. Ils ne savent pas, notamment si ce dernier privilégie l'objectif d'emploi ou la lutte contre l'inflation. En conséquence, lorsque l'autorité annonce qu'elle souhaite juguler la hausse des prix quels que soient les coûts de cette politique, les agents ne savent pas si, tel est effectivement le cas ou si le but de la déclaration n'est pas de manipuler leurs anticipations. Le public manque d'information à propos du gouvernement. Dès lors, une politique effectivement non inflationniste est rarement crédible : même s'il s'agit de l'objectif du gouvernement et qu'il met tout en œuvre pour l'atteindre, le public reste sceptique sur ses préférences et sa volonté. A partir de ce raisonnement, les auteurs définissent deux types de gouvernement. Si l'objectif de ce dernier est de maximiser la fonction d'objectif traditionnelle, comprenant les coûts de l'inflation et les avantages transitoires de l'inflation non anticipée, il s'agit d'un gouvernement 'faible', il déviara de la norme fixée dès qu'il aura intérêt. Si en revanche son objectif unique est de suivre une politique non inflationniste, dans ce cas le gouvernement est de type 'fort'. La norme dans ce cas sera toujours respectée.

Le public ne sait pas a priori de quel type est le gouvernement, mais il a une croyance à ce propos, qui évolue dans le temps en fonction de l'observation des taux d'inflation passés. L'observation d'un taux conforme à la règle augmente la croyance que le gouvernement est fort et donc influence les anticipations d'inflation. Si un gouvernement faible décide de ne pas recourir à l'inflation, il peut passer pour fort aux yeux des agents et ainsi limiter les anticipations de hausse des prix pour le futur et de se bâtir une réputation. La notion de crédibilité est dans le modèle de D.Backus et J.Driffil est résumée par celle de réputation. Les

98 Backus, D. et Driffill, J. (1985), Inflation and reputation, Revue of Economic Studies, vol. 75, n. 3, juin, pp. 530-538.

effets d'une annonce non inflationniste faite par le gouvernement dépendent de sa crédibilité aux yeux des agents économiques.

Le problème qui se pose dans un tel modèle est qu'il nécessite de spécifier d'autant plus correctement les croyances du public que les résultats sont très sensibles à des changements mineurs de ces croyances.

5-4-1 Analyse de la solution proposée par Backus et Driffil :

Cette solution proposée par D.Backus et J.Driffil a aussi fait l'objet des critiques. Ces dernières, peuvent être citées comme suite :

En 1991, Cukierman et Leviathan remettent en particulier en cause, le caractère têtu du gouvernement fort à la règle de faible taux d'inflation. Or, dans l'effet un tel comportement n'est que rarement observé, alors qu'au contraire des gouvernements très attachés à la stabilité ont accepté des positions de compromis pour éviter des coûts excessifs en terme d'emploi. Ces deux auteurs montrent alors que le gouvernement fort pourra choisir un taux d'inflation supérieur afin d'atténuer les coûts excessifs sur l'emploi. La volonté d'un gouvernement fort de se démarquer d'un gouvernement faible dépendra des écarts en terme d'aversion pour l'inflation entre les deux types de gouvernement ou des différences dans la capacité de chacun à s'engager.

Une autre critique importante est celle de Cukierman et Metzler⁹⁹ (1986). Ces deux économistes montrent que, d'une part, les préférences du gouvernement varient dans le temps et ne sont connues que du décideur et que d'autre part, le public est incapable de distinguer par l'observation du passé les conséquences d'action volontariste du gouvernement des déviations involontaires, le gouvernement ne maîtrisant pas totalement ses objectifs. Dans ce cas la conduite d'une politique monétaire de règle d'inflation n'est pas meilleure qu'un politique discrétionnaire. En effet, la variabilité des préférences du gouvernement dans le temps et la très lente vitesse d'ajustement des anticipations du public font que les effets positifs d'une inflation surprise à la période courante peuvent dominer les effets négatifs

99 Cukierman, A. et Meltzer, A. (1986a), A theory of ambiguity, credibility, and inflation under discretion and asymmetric information, *Econometrica*, vol. 54, n. 5, pp. 1099-1128.

futurs en termes de perte de crédibilité, rendant une politique discrétionnaire préférable pour les décideurs à la fixation d'une règle.

Dans ce cas, le maintien d'une certaine « ambiguïté » de la part du gouvernement consistant à ne pas révéler ses préférences entre ses objectifs de croissance et de maîtrise de l'inflation et une crédibilité partielle, sont donc préférables à une crédibilité totale. Les auteurs (Cuikerman et Metzler) montrent ainsi qu'il existe un certain degré d'ambiguïté optimal permettant au gouvernement d'avoir recours à l'inflation surprise quand ses préférences pour la stabilisation sont grandes à une période donnée et de subir des chocs négatifs sur la production quand il est plus préoccupé par la maîtrise de l'inflation. Pour entretenir cette ambiguïté, le décideur choisi délibérément de ne pas utiliser tous les instruments dont il dispose pour stabiliser l'économie face à un choc de la manière la plus efficace possible¹⁰⁰.

Il y en a d'autres auteurs qui avancent l'idée d'une asymétrie d'information entre le gouvernement et le public, celui-ci ne peut pas toujours distinguer la cause d'une inflation accrue : Est-ce une rupture volontaire des engagements, ou s'agit-il d'un phénomène non maîtrisé ?

Selon Canzonerie¹⁰¹ (1985), l'approche par les modèles de réputation présente deux limites. D'une part, elle conduit à des solutions trop stables et ne permet pas d'expliquer les épisodes de fortes inflations. D'autre part, si le gouvernement dispose d'une information privée, les agents ne peuvent jamais être sûrs qu'il a effectivement rompu ses engagements. En présence d'information privée, telle que même si, le gouvernement ne triche jamais, il se produise des pics inflationnistes.

A ce stade de notre travail de recherche, on peut dire que la crédibilité pour un gouvernement est difficile à établir. Ceci conduit certains auteurs à proposer la délégation du pouvoir monétaire à une autorité indépendante. L'objectif assigné à cette dernière doit être de combattre l'inflation, même si le gouvernement accorde une certaine importance à l'emploi. Par une telle démarche, le coût de méconnaissance par le public des objectifs des autorités sera minimisé. Le problème de la crédibilité ne se posera pas autant.

¹⁰⁰ Il faut noter que plusieurs auteurs critiquent fortement cette idée d'ambiguïté constructive, car la transparence est devenue un atout considérable pour renforcer la crédibilité de la banque centrale. Le rapport entre la transparence et la crédibilité sera développé dans le second chapitre intitulé : Comment accroître la crédibilité de la banque centrale ?.

¹⁰¹ Canzonieri, M. B. (1985), Monetary policy games and the role of private information, *American Economic Review*, vol. 75, n. 5, décembre, pp. 1056-1070.

6- Le modèle de Rogoff et l'idée du gouverneur conservateur :

En 1985, Rogoff¹⁰² trouve une solution originale au problème de l'incohérence temporelle, consistant dans la nomination par le gouvernement à la tête d'une banque centrale indépendante un gouverneur « conservateur », c'est-à-dire qui accorde un poids plus important à la lutte contre l'inflation que l'ensemble de la société.

Par conservatisme, on entend une aversion majeure à l'inflation, un poids plus élevé donné au niveau de l'inflation par rapport au taux de chômage. Il s'agit de changer l'objectif monétaire, afin de supprimer la tentation implicite de la politique monétaire. Le conservatisme permet de sauvegarder la politique discrétionnaire, car l'objectif est dirigé dans la juste direction anti-inflationniste.

On peut aussi définir le conservatisme d'une façon un petit peu différente : est conservatrice l'autorité qui possède une préférence temporelle plus longue, donc qui considère les effets sur le long terme de sa propre politique. Cette définition accentue l'assimilation du conservatisme à l'indépendance, car celle-ci permet l'adoption d'une logique de longue durée alors que la politique monétaire soumise au gouvernement est délimitée par des courtes périodes en raison des échéances électorales. L'aversion à l'inflation et le long terme sont des éléments complémentaires du conservatisme.

La présence d'un gouverneur conservateur permet de baisser les anticipations d'inflation des agents qui vont être moins exigeants lors de leurs revendications salariales, car ils s'attendent à ce que la lutte contre l'inflation soit objectif privilégié par la banque centrale et donc que la hausse des prix ne soit pas très forte.

Au début de l'analyse, les préférences de la société et du gouvernement sont identiques, et consistent à minimiser la fonction de coût total suivante :

$$Z_t = (U_t - U'_t)^2 + (b/a) (\pi_t - \pi'_t)^2$$

102 Rogoff, K. (1985), The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, quarterly Journal of Economics, vol. 100, n. 4, novembre, pp. 1169-89.

Dans laquelle U_t est le taux de chômage effectif, et U_t^* le taux de chômage naturel. π_t est le taux d'inflation effectif et π_t^e le taux d'inflation anticipé. Le coefficient (b/a) permet de pondérer les deux types de coûts issus des différences entre les taux d'inflation et de chômage désirés et effectifs. Deux acteurs sont en présence : l'autorité monétaire, qui détermine le taux d'inflation, et les décideurs salariaux (les syndicats), qui fixent le niveau des salaires nominaux. L'objectif des salariés est de minimiser l'écart entre l'emploi effectif et l'emploi d'équilibre sur le marché du travail. Cette minimisation permet de déterminer le salaire négocié en fonction des anticipations de prix pour la période suivante. L'objectif d'emploi de la banque centrale étant supérieur à celui des salariés, des tensions apparaissent sur le marché du travail. Les décideurs salariaux doivent donc établir des anticipations sur les niveaux futurs d'inflation. L'élément central de l'analyse repose sur le conflit d'objectif entre le décideur monétaire et décideurs salariaux. Le taux de chômage spontané, déterminé par le niveau des salaires nominaux, peut être perçu comme trop élevé par la société et l'autorité monétaire. Cette dernière est incitée à lutter contre le chômage, même au risque de relancer l'inflation. Les décideurs salariaux anticipent une telle action, en tenant de la déjouer en fixant les salaires nominaux à un niveau élevé et dissuasif : l'autorité ne pourra alors plus relancer l'inflation dans le but de limiter le chômage. Le point à partir duquel l'autorité monétaire renonce à agir est celui où le coût marginal pour tenter d'accroître l'emploi est égal au coût marginal d'une inflation supérieure.

Le constat de Rogoff est donc le même que celui des auteurs étudiés précédemment : on est dans le cadre d'un jeu non coopératif, dont le résultat est caractérisé par un niveau d'inflation trop élevé sans réduction du chômage (le biais inflationniste). Mais les solutions préconisées ici sont assez différentes : l'établissement d'une règle monétaire rigide n'est pas adaptée. Rogoff¹⁰³ disait que « pour être pleinement efficace, il faudrait que la règle soit mise en place de telle façon qu'il soit très difficile d'en changer. Mais ceci, fait naître, en contrepartie, le danger que la règle soit très difficile à abroger quand elle devient démodée ». Une règle introduit une rigidité qui peut empêcher l'autorité monétaire de répondre de façon adaptée en cas de choc d'offre dans l'économie. Rogoff met ainsi en avant le dilemme 'Crédibilité versus flexibilité'. Les décideurs salariaux fixant le niveau des salaires nominaux selon les préférences de l'autorité monétaire, un degré élevé de conservatisme de cette dernière permet de limiter les négociations de salaires inflationnistes. Cependant, si le gouvernement doit être

103 Rogoff, (1985), op cite, P 63.

assez conservateur pour assurer la crédibilité de la politique monétaire, il ne doit pas l'être trop, afin de pouvoir répondre aux chocs d'offre éventuels.

6-1 Analyse de la solution proposée par Rogoff :

Même si le modèle proposé par Rogoff aboutit à des résultats intéressants, il ne peut pas être considéré comme le modèle optimal qui résout le biais inflationniste. Comme l'affirme Rogoff, le conservatisme, tout en réduisant le biais inflationniste, constitue une solution de troisième degré (third best). La solution de premier degré consiste à déraciner la distorsion présente sur le marché du travail 'distorsion fiscale, présence de syndicat....' qui rend le taux de chômage naturel socialement trop élevé et qui incite l'autorité monétaire à conduire une politique inflationniste. Le résultat de cette première solution est qu'on aurait moins de chômage pour un même taux d'inflation, situation qui serait préférable à toutes les autres (le biais inflationniste est effacé depuis ses racines). Dans le cas où cette solution n'est pas réalisable, la solution de deuxième degré consiste à adopter une règle monétaire contingente : on aurait une inflation nulle et un taux de chômage optimal (sauvegarde de la flexibilité avec la crédibilité). Les limites de la règle réduisent cependant la portée de cette solution. Le conservatisme est une solution de troisième degré, car il comporte des aspects négatifs : à côté de la réduction de l'inflation augmente l'instabilité économique.

Le conservatisme naît de la nécessité de sauvegarder la flexibilité à côté de la crédibilité, il n'arrive pas à surmonter le compromis existant entre les deux termes. Si le poids majeur donné à la lutte contre l'inflation, conduit l'autorité conservatrice à réaliser un taux d'inflation moins élevé (apport de la crédibilité), les réactions face aux chocs économiques sont moins efficaces (flexibilité moindre) d'où une variabilité économique plus prononcée¹⁰⁴.

En 1990, à partir d'un modèle à deux pays, Laskar¹⁰⁵ montre que la nomination d'un gouverneur central conservateur permet dans certains cas de détériorer la situation des deux pays. Si les deux pays ont besoin de mener une politique expansionniste (ce qui est le cas en présence d'un choc symétrique), chaque gouverneur peut craindre une dépréciation trop importante de sa propre monnaie par rapport à la monnaie étrangère. En l'absence de coopération entre les deux gouverneurs, la politique monétaire dans chaque pays sera moins expansionniste que souhaitée. Or avoir à la tête de l'institut d'émission un gouverneur

104 Cukierman, A. (1992), *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*, Cambridge, Mass, MIT Press.

105 Laskar, (1990), « The role of a fixed exchange rate system, When central bankers are independant », CEPREMAP.

conservateur accentue cette crainte et donc est néfaste au bien-être des deux économies. Cependant, les fluctuations du taux de change réel et leurs effets distorsifs sur le niveau des prix, sont réduites quand le gouvernement est conservateur.

On peut noter aussi que l'aversion majeure à l'inflation qui est source de crédibilité, comporte une attention mineure au chômage, d'où une politique moins stabilisatrice et moins attentive à la croissance. Si la rigidité de la règle était dans l'action monétaire, dans le conservatisme la rigidité concerne l'objectif monétaire : l'attention étant mise plus sur l'inflation que sur le chômage, donc, cela peut conduire à de fortes fluctuations et se révèle néfaste pour la politique de stabilisation.

Pour faire face à ce problème, Rogoff démontre que le degré de conservatisme doit être positif afin de réduire le biais inflationniste, mais non pas infini, afin d'éviter de perdre trop en flexibilité, d'où l'existence de différentes études qui cherchent à déterminer le degré optimal de conservatisme. Si d'un point de vue théorique, cette question peut être intéressante, on peut se demander comment cela peut être rendu opérationnel : le degré de conservatisme se traduit par un taux d'inflation plus ou moins élevé à réaliser.

Pour faire disparaître le biais inflationniste, Svensson¹⁰⁶ en 1997 montre qu'il est aussi possible de choisir une cible d'inflation permettant d'atteindre un faible taux d'inflation. Ainsi, au lieu de déléguer le pouvoir à un banquier central n'ayant pas les mêmes préférences en matière de lutte contre l'inflation, le gouvernement choisit un banquier qui minimise l'écart de l'inflation objectif à une cible d'inflation, qui n'est pas nécessairement égale au taux d'inflation socialement optimal. La cible d'inflation optimale est donc inférieure à l'objectif de la société. Les cibles d'inflation qui ont été mises en place en pratique sont plutôt supérieures au taux d'inflation socialement optimal.

106 Svensson, L. E. O. (1997), Optimal inflation targets, "conservative" central bank, and linear inflation contracts, *American Economic Review*, vol. 87 n. 1, mars, pp. 98-114.

7- Le gouverneur soumis à un contrat :

L'approche du contrat, retenue par Persson, Tabellini¹⁰⁷ et Walsh¹⁰⁸, se pose de façon alternative face au conservatisme de Rogoff (1985). Le conservatisme sacrifie partiellement la flexibilité pour atteindre la crédibilité : c'est la non-solution à l'arbitrage entre flexibilité et crédibilité. La perte de flexibilité se traduit en effet par une attention majeure à la lutte contre l'inflation en laissant partiellement de côté la production et l'emploi, d'où une réponse non optimale face aux chocs économiques qui endommagent la production et l'emploi. Et cela découle directement de la notion de conservatisme.

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

“Le gouvernement impose une cible d'inflation explicite visant la stabilité des prix que le banquier central doit réaliser, et ce dernier (le gouverneur de la banque centrale) est explicitement responsable envers la société.” (Persson & Tabellini, 1993 - p. 279)

Donc, devant l'impossibilité mise en évidence par Rogoff d'avoir en même temps crédibilité et flexibilité de la politique monétaire, l'idée a été introduite de limiter l'indépendance du gouverneur de la banque centrale à une indépendance d'instruments¹⁰⁹ pour résoudre le problème de l'incohérence temporelle tout en préservant la capacité de la banque centrale de répondre à des chocs d'offre.

Carl Walsh tente d'apporter une réponse aux interrogations concernant les comportements optimaux des gouverneurs de banque centrale. Un contrat d'incitation optimal permet à la fois d'éviter le biais inflationniste des politiques discrétionnaires et d'apporter une réponse efficace aux chocs d'offre. On se situe alors dans le cadre d'un raisonnement principal-agent,

107 Persson, T. et Tabellini, G. (1993), Designing institutions for monetary stability, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, également in Persson et Tabellini (éds.), op. cit., chapitre 12.

108 Walsh, C. E. (1995b), Optimal contracts for independent central bankers, American Economic Review, vol. 85, n. 1, mars, pp. 150-167.

109 On fait souvent la distinction entre indépendance d'objectif et indépendance d'instruments. Dans la première la banque centrale a la totale liberté dans la définition de l'objectif et l'utilisation des instruments, alors que la seconde, l'objectif est déterminé par le gouvernement et la banque doit le réaliser en ayant une liberté dans l'utilisation de ses instruments.

le contrat étant passé entre le gouvernement et l'autorité monétaire indépendante. L'idée du contrat implique donc la présence d'un principal (le gouvernement) et d'un agent (la banque centrale). La banque centrale n'est pas contrainte de suivre une règle monétaire ; elle peut conduire sa politique de façon discrétionnaire, ce qui lui permet de répondre aux chocs économiques. Le contrat entre le gouvernement et la banque centrale doit sauvegarder cette flexibilité tout en favorisant une politique non inflationniste. Walsh étudie les types de contrats qui sont envisageables, afin de déterminer lequel sera optimal. Il part du constat que les personnes chargées de la politique monétaire ne sont jamais directement désignées par les citoyens. Ce sont en revanche les gouvernements, eux-même choisis par les citoyens, qui mettent en place les dirigeants des banques centrales. Ils choisissent en cela un individu parmi plusieurs banquiers centraux potentiels qui ont chacun leurs propres préférences entre l'inflation et le chômage.

Une fois nommé le gouverneur, le gouvernement peut en influencer les préférences et les intentions. Donc, l'accent est mis sur les tâches et les incitations du gouverneur de banque centrale pour qu'il achève les missions qui lui ont été conférées dans le cadre d'un modèle principal-agent. En particulier, il s'expose à des représailles s'il échoue, représailles qui peuvent prendre la forme de suppressions de primes ou même d'un renvoi. Une incitation financière 'une prime par exemple' peut aussi être envisagée si les objectifs d'inflation sont atteints. Donc, par le contrat on détermine un revenu que le principal transfère à l'agent, en fonction du résultat obtenu par l'agent. Cela modifie les incitations de l'agent. Il faut donc identifier le transfert¹¹⁰ optimal qui oriente l'action de la banque centrale dans la juste direction, c'est-à-dire vers la réalisation d'une politique qui ne soit pas inutilement inflationniste. Si on admet un contrat qui définit un transfert monétaire dépendant linéairement du taux l'inflation réalisée, la fonction d'objectif que la banque centrale cherche à maximiser va se modifier. Admettons que le contrat est déterminé avant la fixation des anticipations. Une fois la réalisation des anticipations et la détermination des salaires nominaux, le contrat ne peut plus être renégocié (ce qui sauvegarde la crédibilité du contrat et devrait éviter l'incohérence temporelle du contrat lui-même). La banque centrale doit alors maximiser la fonction suivante :

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

$$W = t - L(\pi, U)$$

Avec :

W = fonction objectif en termes d'utilité;

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

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

Si la banque centrale cherche à maximiser cette fonction d'utilité, le gouvernement est en mesure d'établir le montant optimal de transfert. Pour cela, le gouvernement peut se baser sur l'établissement d'une cible monétaire ou d'une cible d'inflation. Si l'autorité ne la respecte pas, elle s'expose à une punition proportionnelle au niveau de la déviation entre la cible annoncée et la réalisation. Le transfert optimal étant une fonction linéaire du taux d'inflation, l'augmentation du coût marginal est le même dans tous les états de la nature.

Walsh insiste sur le fait que la fonction de transfert repose à la fois sur l'inflation et sur le niveau d'emploi. Il remarque que beaucoup de réflexions récentes sur les banques centrales ont privilégié l'objectif d'inflation. Selon l'auteur, des contrats basés sur un unique objectif ne sont optimaux que s'ils reflètent les préférences effectives de la société. Cependant, les contrats ne sont souvent pas aussi simples que ceux décrits par la théorie ; ainsi la solution contractuelle de Walsh n'a que rarement été observée en pratique 'le cas de la Nouvelle-Zélande'.

Pour les vérifications empiriques des travaux de Walsh, on peut se pencher sur l'expérience de la Nouvelle-Zélande. Depuis 1989, la banque centrale de ce pays s'est vue assigner des objectifs par la loi et des mécanismes ont été mis en place pour qu'elle remplisse ses missions. Cela peut être comme l'établissement d'un contrat entre le gouvernement et l'autorité monétaire. Des études ont été menées pour savoir si, les changements institutionnels avaient entraîné une baisse des coûts de la désinflation. Debelle¹¹¹, affirme que tel n'a pas été le cas.

111 Debelle, G. (1996), The ends of three small inflations: Australia, New Zealand and Canada, CanadianPublic Policy. Analyse de Politiques, vol. 22, n. 1, pp. 56-78.

Dans la même année Fisher¹¹² avance que les modifications en Nouvelle Zélande n'ont pas d'effet sur les anticipations et les résultats en matière monétaire. En 1995 Walsh¹¹³ disait « Les conclusions qui affirment que les importantes réformes en Nouvelle Zélande ont échoué à entraîner un bonus de crédibilité tendent à être trop pessimistes. »

7-1 Analyse de la solution proposée par Walsh :

Le principal objectif de cette solution du contrat est de résoudre le problème de l'arbitrage entre flexibilité et crédibilité. D'ailleurs Walsh souligne qu' « *Un banquier central soumis à un contrat peut éliminer le biais inflationniste tout en assurant une politique de stabilisation optimale en réponse aux chocs d'offre qui frappent l'économie.* » (Walsh, 1995b - p. 157)

L'avantage du contrat réside dans le fait que le transfert ne touche pas la fonction de bien-être en elle-même, mais il s'y ajoute, ce qui permet de ne pas modifier le rapport entre inflation et chômage. Le poids relatif entre inflation et chômage est le même que celui retenu par les individus. Le transfert linéaire en fonction du taux d'inflation augmente le coût marginal de l'inflation de façon constante : le poids relatif par rapport au chômage n'est pas affecté, mais le coût absolu de l'inflation est plus grand. On évite ainsi la distorsion du poids relatif qui garde l'arbitrage entre flexibilité et crédibilité dans le conservatisme.

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

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

112 Fischer, A. M. (1995), New Zealand's experience with inflation targets, in Leiderman et Svensson.

113 C. Walsh (1995), op cite, 75.

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

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

En 1995, Jensen¹¹⁴ montre en particulier que s'il n'existe pas de 'coût de rupture de contrat' la délégation n'apporte aucun gain de crédibilité, car elle fait-même l'objet d'un choix stratégique discrétionnaire. S'il existe, en revanche, des coûts positifs, la délégation se traduira par une amélioration par rapport à la situation où le gouvernement ne peut pas s'engager, mais le problème de l'incohérence temporelle ne sera totalement résolu que dans le cas extrême où les coûts de rupture de contrat sont infinis.

114 Jensen, (1996), « Credibility of monetary delegation », présenté à l'EFA, Istanbul 1997.

8- Svensson et le ciblage d'inflation :

Pour faire disparaître le biais inflationniste, stabiliser les anticipations des agents économiques et accroître la crédibilité de la banque centrale, Svensson¹¹⁵ en 1997, a proposé la solution du ciblage d'inflation.

Cette solution est une autre façon de régler le problème de l'incohérence temporelle. Elle réside dans la conclusion d'une entente officielle et publique entre le gouvernement et la banque centrale au sujet d'un objectif exprimé en terme de taux d'inflation. Au lieu donc de déléguer le pouvoir à un banquier central n'ayant pas les mêmes préférences que la société en matière de lutte contre l'inflation, le gouvernement choisit un banquier qui minimise l'écart de l'inflation objectif à une cible d'inflation qui n'est pas nécessairement égale au taux d'inflation socialement optimal déterminé par la courbe de Phillips.

En adoptant la stratégie du ciblage d'inflation les autorités endossent une plus grande responsabilité à l'égard du public. Le gouvernement et la banque centrale se déclarent solidairement responsables de l'objectif de la politique monétaire, et la banque centrale met en œuvre la stratégie appropriée. Cette stratégie repose sur plusieurs éléments, dont l'annonce au public par la banque centrale d'un objectif chiffré d'inflation à moyen terme, l'utilisation des informations multiples pour fonder les décisions de politique monétaire, une grande transparence de la part de la banque centrale en communiquant au public et aux marchés les intentions et les objectifs des autorités de politique monétaire. Ce devoir de transparence contribue à réduire l'incertitude quant aux orientations futures de la politique monétaire tout en renforçant la crédibilité, ainsi que la responsabilité de la banque centrale en ce qui concerne la réalisation de ses objectifs d'inflation. Sachant que la banque centrale poursuit l'objectif mentionné, le public ajuste ses attentes d'inflation en conséquence.

Le ciblage de l'inflation a été décrit comme un cadre d'application de la politique monétaire en liberté surveillée. Il s'appuie sur des règles, puisque l'adoption des cibles explicites astreint la banque centrale à l'application d'une politique cohérente. Il laisse toutefois en même temps à la banque centrale la liberté de choisir la manière dont elle utilise ses instruments, ce qui lui

115 Svensson, L. E. O. (1997), Optimal inflation targets, "conservative" central bank, and linear inflation contracts, American Economic Review, vol. 87 n. 1, mars, pp. 98-114.

donne une certaine marge de manœuvre pour réagir aux éventuels chocs endogènes ou exogènes.

Cette stratégie, si elle est menée par une banque crédible, permet de diminuer le coût de la lutte contre l'inflation en termes d'activité. En effet, c'est le canal des anticipations qui joue et non les canaux traditionnels des taux d'intérêt et du crédit, car toutes les banques qui pratiquent le ciblage d'inflation publient des rapports périodiques dans lesquels elles exposent les orientations futures de leur politique monétaire et expliquent les écarts entre le taux actuel et le taux cible. Pour aider le public à mieux comprendre le raisonnement de la banque centrale, ces rapports contiennent également une description des moyens utilisés pour prédire le taux d'inflation (ainsi qu'une évaluation des chances d'amélioration ou de dégradation de la situation), et une indication de la façon dont la banque centrale réagirait à divers scénarios envisageables. Ces avis préalables réduisent les risques d'interprétation erronée des réactions de la banque centrale dans ces diverses circonstances. Cette stratégie de ciblage d'inflation permet aussi de pratiquer une politique préemptive ou proactive : une intervention peut être déclenchée dès que les anticipations se tendent, donc avant même que le taux d'inflation n'accélère. Ce pilotage contribue lui aussi à une réduction du coût de la maîtrise de l'inflation s'il permet une politique plus graduelle et enfin, le ciblage d'inflation permet de mener une action symétrique, efficace aussi bien pour lutter contre l'inflation que contre la déflation, ce que ne permettait pas l'action par les taux. C'est pour ces raisons que plusieurs banques centrales des pays industrialisés ont adopté le ciblage d'inflation comme stratégie de politique monétaire.

Toutefois, on peut noter que l'application de cette stratégie dans les pays en voie de développement reste difficile, car ces pays ont des particularités qui peuvent rendre le ciblage d'inflation plus difficile à appliquer chez eux que dans les pays industrialisés. Premièrement, comme beaucoup de pays ont toujours des taux d'inflation relativement élevés, il leur est plus difficile de prédire avec exactitude le taux d'inflation futur. Ils risquent donc davantage de manquer leur cible que les pays développés. Deuxièmement, le degré de répercussion des variations du taux de change sur les prix (qui tend à être plus élevé dans les pays en développement) et la présence généralisée de mécanismes explicites ou même implicites d'indexation engendrent une inflation inertielle considérable. Troisièmement, le ciblage de l'inflation doit exclure le ciblage d'autres variables nominales. Or, comme les actifs et les obligations de beaucoup de pays en développement sont libellés pour une bonne part en

monnaie étrangère, des variations importantes des taux de change peuvent avoir des conséquences graves sur l'inflation. Quatrièmement, dans beaucoup de pays en développement, l'indépendance de la banque centrale est plus statutaire que réelle puisque ses décisions sont motivées principalement par la nécessité de financer le déficit des finances publiques et que la politique budgétaire reste dans une certaine mesure dominante. En plus, certains pays en voie de développement ont du mal à publier les informations sophistiquées nécessaires aux prévisions de l'inflation (par exemple rapport sur les indicateurs avancés et modèles économétriques fiables).

En plus, parmi les limites de la stratégie de ciblage de l'inflation et qu'elle fait ressortir la difficulté de l'imprécision des prévisions d'inflation de manière particulièrement explicite, mais on peut noter que cette difficulté affecte toutes les banques centrales, quelle que soit leur stratégie. Une autre limite de cette stratégie est que l'horizon est limité par la possibilité de formuler des prévisions relativement fiables. Or, les prévisions à plus d'un an sont d'une précision dérisoire, alors que la politique monétaire opère sur un horizon sensiblement plus long. De plus, la stratégie ne dit rien de la vigueur de l'action à entreprendre (la modification des taux d'intérêt de référence). Lorsqu'elle décide de sa réaction, la banque centrale se retrouve face à l'arbitrage familier entre stabilité des prix d'un côté et emploi de l'autre. Cette considération montre qu'il n'y a pas de véritable automatisme, et donc que la transparence n'est pas totale. La communication reste importante, même si elle est considérablement plus aisée qu'avec une autre stratégie.

Après avoir présenté et étudié, les différentes théories qui fondent la notion de la crédibilité, il est nécessaire de savoir aussi, comment peut-on mesurer cette crédibilité ?

9- La mesure de la crédibilité :

L'efficacité des actions menées par les banques centrales, dépend fortement de la crédibilité de ces institutions. Si la politique menée n'a pas la confiance des agents économiques, elle risque d'être contre-productive. Savoir si la banque centrale est crédible et donc, si ses actions seront bien interprétées, n'est toutefois pas facile, surtout que les recherches proposant une évaluation simple de crédibilité sont rares.

La théorie de la crédibilité de la banque centrale a montré le lien entre les concepts de la crédibilité, d'indépendance et efficacité de la politique économique, ce qui a permis de trouver certaines méthodes pour évaluer cette théorie : on peut tester les liens entre crédibilité et efficacité de la politique monétaire ou directement entre indépendance et efficacité en éludant l'étape intermédiaire de gain de crédibilité. En pratique, cette dernière option a été privilégiée car la notion de crédibilité est difficilement appréhendable empiriquement. Dans cette approche, on se base sur l'idée suivante : une plus grande indépendance de la banque centrale devrait entraîner une plus grande crédibilité de l'autorité monétaire vis-à-vis du public et se traduire par une efficacité plus grande de la politique monétaire¹¹⁶.

Toutefois, quelques tentatives ont été menées afin de mesurer indirectement la crédibilité de la banque centrale, à travers l'étude de la pente de la courbe des taux. L'étude de cette dernière, se base sur le différentiel taux long / taux court qui peut être considéré comme une mesure des anticipations d'inflation. Cette évaluation doit néanmoins tenir compte de la position dans le cycle des économies ou des variations du niveau d'endettement de l'Etat¹¹⁷.

Cette idée de la mesure de la crédibilité à partir de la courbe des taux se trouve aussi dans un travail de Goodfriend¹¹⁸ (1993), selon laquelle la variation des taux nominaux à long terme fournit une approximation satisfaisante des craintes inflationnistes. L'idée sous-jacente est donc que le rendement des obligations d'Etat à long terme, contient une prime d'inflation qui peut être utile pour identifier des périodes de basse, moyenne, et forte crédibilité. La crédibilité a plus de chance d'être forte lorsque les taux longs sont proches de leur minimum et faibles lorsqu'ils sont à un niveau historiquement élevé. Cette mesure de la crédibilité peut être aussi renforcée par un document de travail publié par la BCE (Gerlach-Kristen, 2003), en démontrant que le taux d'intérêt à long terme dans la zone euro peut être vu comme approximations de la perception de l'inflation à long terme par le public, apporte indirectement des arguments en faveur de cette méthode de mesure de la crédibilité¹¹⁹.

116 Cette idée sera développée dans le deuxième chapitre : comment accroître la crédibilité de la banque centrale ?, Section 02 : Indépendance de la banque centrale.

117 Aurel-Level, « Courbe des taux : une histoire de crédibilité de banque centrale », Point de conjoncture, 7 juin 2001.

118 Goodfriend . M, « Interest rate policy and the inflation scare problem », Economic quaterlay, federal reserve bank of Richmond, Vol 79, winter, P. 1-24.

119 Toutefois, cette méthode de mesure de la crédibilité a été critiquée par certains auteurs, en avançant l'exemple du haut niveau de crédibilité affiché par le Japon à partir de 1997 ne reflète rien d'autre que le niveau historiquement bas des taux d'intérêt à long terme dans ce pays depuis cette date. De même, certains pics ou creux contemporains d'événement aisément identifiables et qui ont été accompagnés de fortes fluctuations des taux d'intérêt à long terme dans tel ou tel pays- tels le choc de la réunification allemande en 1990-1991, l'entrée de la livre sterling dans le mécanisme de change européen (MCE) la même année, ou la dévaluation de la lire italienne en 1992, et de la pesetas espagnole en 1995- ne doivent pas être interprétés mécaniquement en termes de pertes ou de gains de crédibilité.

C. Reid, F. Dion et I. Christensen¹²⁰ proposent une autre mesure de la crédibilité de la politique monétaire menée par une banque centrale. Ces auteurs utilisent le taux d'inflation neutre comme mesure de la crédibilité (Le taux d'inflation neutre est calculé en comparant les rendements des obligations classiques et des obligations à rendement réel, donc c'est le taux d'inflation moyen auquel les rendements attendus de ces deux types d'obligation sont égaux ; la principale question est de savoir si ce taux contient de l'information utile sur les attentes d'inflation à long terme).

Si les variations du taux d'inflation neutre traduisent les moments des attentes d'inflation ou de la prime de risque d'inflation, elles devraient constituer un bon indicateur de l'évolution de la crédibilité de la politique monétaire. La valeur du taux d'inflation neutre comme mesure de cette crédibilité n'est pas amoindrie par l'existence d'une prime de risque d'inflation, car l'incertitude entourant l'inflation future dépend forcément des opinions des investisseurs au sujet de la volonté et de la capacité de la banque centrale à maîtriser l'inflation. Comme il existe une corrélation positive entre l'incertitude à l'égard de l'inflation et le taux d'inflation effectif ou attendu, une hausse de l'inflation prévue s'accompagne généralement d'une augmentation plus que proportionnelle du taux d'inflation neutre. Une prime de risque d'inflation réduite ou moins variable dénoterait un accroissement de la crédibilité.

Une autre mesure indirecte souvent utilisée dans la littérature académique pour apprécier le bénéfice global d'un gain de crédibilité sur les périodes de désinflation est le coût en perte de production induit par la désinflation, appelé aussi ratio de sacrifice. Ce dernier peut être mesuré comme le cumul de l'écart du PIB par rapport à son niveau potentiel rapporté au différentiel d'inflation sur la période considérée¹²¹. Clarida, Gali et Gertler¹²² en 1999, ont présenté des modèles théoriques, qui prédisaient que le ratio de sacrifice est plus faible si la banque centrale est plus crédible.

Afin de mesurer la crédibilité de la banque centrale une autre méthode est proposée qui consiste à comparer la sensibilité de la pente de la courbe des taux aux anticipations inflationnistes. De fait, si les anticipations inflationnistes connaissent une forte volatilité à court terme alors que les anticipations de long terme demeurent stables, la pente de la courbe

120 C. Reid, F. Dion et I. Christensen, « Les obligations à rendement réel : la crédibilité de la politique monétaire et les prévisions de l'inflation à court terme », Revue de la Banque du Canada, Automne 2004.

121 Ball, L., « What determines the sacrifice ratio ? », Mankiw N.G. (eds), Monetary policy, university of chicago press.

122 Clarida, R., Gali, J. et Gertler, M., « The science of monetary policy : a new keynesian perspective », Journal of economic literature, Vol. 37, december 1999.

des taux ne devrait que légèrement se redresser : le choc inflationniste est considéré comme ponctuel. La banque centrale devrait contrer cette brusque crainte de dérapage des prix. La sensibilité de la pente de la courbe des taux aux anticipations inflationnistes doit demeurer très faible. Mais, si la banque centrale est considérée comme peu crédible, la pente de la courbe des taux doit être très sensible aux changements d'opinion sur l'inflation à court terme. Elle 'suréagira' aux anticipations d'inflation¹²³.

De son côté, David Johnson¹²⁴ prend l'exemple de 18 pays au cours de la période allant de 1984 à 1995, et essaye d'évaluer la crédibilité et l'efficacité de leur politique monétaire en se basant sur des prévisions d'inflation faites par des prévisionnistes de métier au cours d'une enquête dans chacun des pays. Ces enquêtes d'inflation offrent un moyen de jauger les anticipations des agents économiques et d'évaluer la crédibilité.

Dans son travail de recherche cet auteur fait une distinction des différents types de crédibilité qui est importante et qui mérite d'être soulignée ici. Il se base sur l'hypothèse suivante : pour qu'une cible en matière d'inflation soit jugée crédible, elle doit répondre à deux critères, à savoir que les agents doivent croire : 1)- que la banque centrale s'efforcera d'atteindra sa cible et 2)- qu'elle est en mesure de maîtriser l'inflation. Le premier critère correspond à ce que l'auteur définit comme étant la crédibilité envisagée du point de vue de l'intention. C'est cette crédibilité que les banques centrales essayent d'améliorer en définissant une cible à l'égard de l'inflation. Le second type de crédibilité concerne plutôt la capacité de la banque centrale de parvenir à ses fins. Cette capacité dépend en bonne partie de facteurs institutionnels et n'est peut être influencée que de manière indirecte par l'adoption de cibles en matière d'inflation.

De toute évidence, pour qu'une cible soit crédible, les deux types de crédibilité doivent être réunis. Si les intentions de la banque centrale sont crédibles mais que l'on doute généralement de sa capacité de réaliser l'objectif qu'elle s'est fixé, l'adoption d'une cible n'aura aucun effet sur les anticipations. (la banque centrale n'aurait pas besoin n'ont plus dans ce cas d'adopter une cible pour faire connaître ses intentions). Par ailleurs, si l'on croit en la capacité des autorités d'atteindre leur objectif mais non en leur détermination à le faire, la cible n'aura de toute évidence aucune n'influence non plus.

123 Castelnuovo, E, Nicoletti, S, Rodriguez-Palenzuela, D, "Definition of price stability, range and point inflation targets : the anchoring of long-term inflation expectations", Mai 2003, BCE.

124 Johnson, D, « La crédibilité de la politique monétaire : analyses des résultats d'enquêtes menées sur l'inflation attendue des divers pays », Colloque tenu à la banque du Canada en mai 1997, Ottawa, Banque du Canada.

Pour atteindre son objectif, cet auteur se base sur deux méthodes, lorsque le pays considéré a adopté une cible officielle d'inflation, la prévision recueillie dans l'enquête est comparée à la cible annoncée, donc, il s'agit là, d'une mesure directe de la crédibilité, plus l'objectif est réalisé, plus la banque centrale est crédible, et plus l'écart s'élargit, moins la banque centrale devient crédible. Mais les pays et les années entrant dans cette catégorie sont relativement peu nombreux, et pour faire face, à cette limite, l'auteur propose une deuxième approche qui est appliquée à tous les pays de l'échantillon : la prévision de l'inflation relevée dans l'enquête est comparée à l'inflation effective dans le cadre d'une analyse des erreurs de prévisions¹²⁵. D. Johnson disait « ces erreurs de prévisions sont liées tant à la crédibilité de la politique monétaire, c'est-à-dire à l'opinion des agents économiques qu'à la capacité des autorités monétaires de maintenir effectivement l'inflation au voisinage du taux visé. . Il s'agit dans les deux cas, d'une mesure intéressante de la crédibilité et l'efficacité de la politique monétaire.

Enfin, l'auteur de cette étude procède à deux types de comparaisons : une comparaison des erreurs de prévision entre les pays ayant adopté des cibles officielles en matière d'inflation et les autres pays, d'une part, et une comparaison des erreurs de prévision au sein d'un même pays, entre les périodes caractérisées par une cible à l'égard de l'inflation et les autres périodes d'autre part.

125 Une erreur de prévision correspond aux valeurs prévues de l'inflation diminuées des valeurs observées. Une erreur de prévision de l'inflation permet d'indiquer l'une des deux choses : soit que les agents se sont trompés sur les intentions de la banque centrale, soit que l'inflation s'est écartée de la cible visée par la banque centrale en raison d'une influence exogène (la banque centrale ne maîtrise pas parfaitement l'inflation). Si la cible établie en matière d'inflation n'est pas crédible, l'erreur de prévision sera probablement attribuée à ces deux facteurs. Par conséquent, les erreurs passées nous renseigneront sur la cible visée par la banque centrale et influenceront de ce fait sur les prévisions futures d'inflation.

Si, par contre, la cible fixée est crédible, le taux d'inflation anticipé sera égal au taux visé et ne subira pas l'influence des erreurs de prévision passées.

Conclusion :

La conduite de la politique monétaire s'est grandement améliorée ces dernières années dans la plupart des pays industrialisés. Le taux d'inflation demeure à un niveau bas et stable depuis plus d'une dizaine d'années.

Ce succès peut s'expliquer par les gains importants réalisés en sciences économiques, notamment, au niveau de la compréhension des mécanismes qui déterminent l'évolution des prix¹²⁶ et l'importance de la crédibilité aux yeux des banquiers centraux.

Cette crédibilité des banques centrales, peut être renforcée par l'adoption d'une règle monétaire qui peut permettre au gouvernement d'atteindre un faible taux d'inflation et de résoudre le problème d'incohérence temporelle. Toutefois, on reproche, à cette solution proposée par Kydland et Prescott d'être rigide, surtout, lorsque l'économie est soumise à des perturbations, où une telle politique empêchera le gouvernement de réagir afin de limiter les pertes en termes d'emploi dues à ces chocs.

Face à cette difficulté, des solutions alternatives ont été proposées : on peut noter le mécanisme de punition préconisé par Barro et Gordon, qui empêche le gouvernement de dévier et incite les agents à réviser leurs anticipations d'inflation à la baisse, et aussi la délégation du pouvoir en matière de décision monétaire du gouvernement à une autorité monétaire indépendante (Rogoff et Walsh). Selon, ces théories, une plus grande indépendance permet d'obtenir une inflation basse sans perte de croissance¹²⁷, et enfin la solution proposée par Svensson qui consiste dans le suivi d'une cible d'inflation.

Certes, ces théories qui fondent la notion de crédibilité ont permis des avancées considérables en matière de politique monétaire, mais elles restent sujettes des vives critiques, du fait, qu'elles se basent sur la théorie quantitative, où on admet implicitement les idées suivantes :

- L'inflation n'est qu'un phénomène monétaire, c'est-à-dire que la cause de toute inflation est une offre excessive de monnaie ;

126 On notera surtout, le canal des anticipations d'inflation par les agents économiques qui joue un grand rôle dans les revendications salariales et la détermination de l'inflation future.

127 Cette idée sera largement discutée dans le chapitre suivant, section 'Indépendance des banques centrales'.

- La banque centrale contrôle l'inflation, car elle garde la maîtrise de la quantité de monnaie ;
- Le phénomène de l'inflation est réversible, c'est-à-dire que le retour à la stabilité des prix peut être rapide et sans dommages particuliers.

C'est bien ces hypothèses qui ont fait l'objet des critiques virulentes de la part des économistes, ces dernières peuvent être citées comme suite :

Tout d'abord, de très nombreuses théories de l'inflation ont été bâties¹²⁸, qui développent d'autres éléments que la conception monétariste donc, l'inflation n'est pas seulement un phénomène monétaire et les éléments monétaires ne sont que des facteurs parmi d'autres de l'inflation. Le taux de change et le niveau des prix internationaux jouent un rôle important, surtout pour des économies ouvertes. Toute dévaluation rend les prix des biens importés plus élevés, de même que la hausse du prix de pétrole peut favoriser l'importation de l'inflation. La source d'inflation n'est donc pas seulement monétaire, et elle peut être aussi la cause d'une forte demande mais aussi due à l'augmentation des coûts de production.

Ensuite, l'inflation n'est pas nécessairement réversible. Autrement dit, le modèle de base admet que les conséquences de l'inflation, après la solution du biais inflationniste, vont disparaître. Cela n'est pas vrai. En effet, bien que le taux d'inflation soit diminué, le niveau des prix reste élevé à la suite qui s'est vérifiée pendant le biais inflationniste.

Enfin, un autre argument résulte du fait que, par l'hypothèse des anticipations rationnelles, ces modèles de base admettent que les ajustements sont immédiats : dès que la crédibilité est établie, le biais inflationniste disparaît. Le retour à la stabilité des prix se fait instantanément. Cela fait oublier que le processus désinflationniste peut prendre du temps, ce qui a des conséquences sur le rôle de la crédibilité et l'indépendance. Une autre critique adressée à l'hypothèse des anticipations rationnelles est que les agents connaissent le 'le vrai modèle' de l'économie, et appréhendent bien son fonctionnement. Même si Kydland et Prescott insistent dans leur article fondateur sur le fait que cela n'implique pas une parfaite prévision des événements futurs, cette hypothèse semble assez irréaliste. L'économie est caractérisée par

128 Selon J.k. Galbraith, l'inflation est due aux pouvoirs que la technocratie tire de ses positions monopolistiques ou oligopolistiques. Les grandes firmes avec les grandes organisations syndicales, sont libre de procéder à des hausses de prix sans être entravées par la concurrence. Les post-keynésiens insistent sur la lutte entre groupes sociaux pour expliquer l'inflation. Les travailleurs et les capitalistes luttent respectivement pour l'augmentation des salaires et celle des profits. Les conflits que ce livrent ces deux groupes débouchent sur la poussée des diverses composantes du coût final.

une certaine complexité et la connaissance de son fonctionnement implique des coûts non négligeables, ne serait-ce qu'en temps. En outre, même si les schémas en sont connus, les relations économiques sont frappées d'une certaine incertitude, du fait notamment de l'intervention humaine rarement simple à comprendre et à prévoir. D'autre part, les anticipations rationnelles sont traitées d'une façon asymétrique : les agents privés réagissent aux interventions publiques, mais l'Etat n'anticipe pas leurs réactions.

Ainsi, l'hypothèse qui consiste à dire qu'une relance de l'inflation n'a d'effets positifs sur le chômage que très temporairement, alors pourquoi dans ce cas, le pouvoir public est-il toujours tenté d'augmenter l'inflation, au point qu'une règle monétaire ou une délégation du pouvoir monétaire soit nécessaire ? Une autre hypothèse qui semble assez irréaliste concerne la maîtrise parfaite qu'est censée avoir l'autorité sur le niveau des prix, à travers la masse monétaire ou le taux d'intérêt. L'inflation peut avoir des origines non monétaires, sur lesquelles la banque centrale a peu de prise. Le développement des instruments bancaires et des marchés financiers apparaissent eux aussi comme des obstacles à un contrôle absolu de l'inflation par l'autorité monétaire.

Conclusion générale

Conclusion :

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, les autorités monétaires et politiques de nombreux pays ont montré un vif intérêt pour la réalisation de la stabilité des prix. Et pour la première fois, depuis une dizaine d'années, la plupart des pays industrialisés traversent une période d'inflation basse.

Ces résultats en matière d'inflation ne sont pas le fruit du hasard. Ils découlent d'une volonté des autorités monétaires, influencée d'une part, par l'expérience des années soixante-dix où les coûts d'inflation ont été insupportables et de l'évolution de la théorie économique en donnant une grande importance à la crédibilité des banques centrales.

La crédibilité procure certes, des avantages importants à la banque centrale, surtout lorsque cette dernière, cherche à convaincre le public de sa détermination à stabiliser les prix, sa tâche s'en trouve grandement facilitée. Toutefois, cette notion est aussi importante que difficile à cerner ; il n'existe pas de remède miracle pour convaincre les marchés financiers et le public que la banque centrale poursuit effectivement les objectifs qu'elle s'est fixés. Certes, la banque centrale peut se forger une réputation au fil du temps, en la voyant mener sans relâche une politique de rigueur qui réussit à ralentir progressivement l'inflation, le public vient à penser que l'inflation modérée prévaudra. Mais, cela peut prendre des années de travail acharné. Ce qui nous amène à poser les questions suivantes : peut-on accélérer le processus et partant, réduire le nombre d'années de pertes de production et d'emplois inévitables lorsque la banque centrale s'applique à stabiliser les prix face au scepticisme du public et des marchés ? Où tout simplement, comment peut-on accroître la crédibilité de la banque centrale ?

Dans notre prochain chapitre intitulé 'Comment promouvoir la crédibilité des banques centrales ?', Nous essayerons de répondre à ces questions. On estime, en règle générale, que l'indépendance et la responsabilité des banques centrales permettent d'accroître la crédibilité, ainsi que la transparence de la politique monétaire et l'adoption d'une règle monétaire permettant de concilier crédibilité et flexibilité.

CHAPITRE II :

Comment promouvoir la crédibilité de la banque centrale ?

Introduction :

Le spectre de l'inflation excessive des années 1970 a placé la stabilité des prix au premier plan lors de la détermination des objectifs de la politique économique. Pour soutenir cette nouvelle orientation, les arguments théoriques n'ont pas manqué. Avec la « nouvelle économie classique », on a assisté à une remise en cause de l'efficacité de la politique monétaire pour agir sur les variables réelles. La politique monétaire est définie comme un jeu stratégique entre autorités monétaires et agents privés. Ces derniers sont dotés d'anticipations rationnelles qui leur permettent de voir et de prévoir les inflexions de la politique monétaire qui, du coup, deviennent sans effet sur les variables réelles.

Seules les « surprises » d'inflation, parce que non anticipées par les agents privés, peuvent avoir un impact sur l'activité réelle. Les autorités sont, par conséquent, incitées à surprendre les agents privés en mettant en œuvre une politique différente de celle annoncée. Cette dernière, annoncée antérieurement, devient donc non optimale. C'est l'incohérence temporelle de la politique optimale (Kydland et Prescott 1977). Les agents privés ne peuvent être trompés en permanence et finissent par intégrer le comportement opportuniste des décideurs publics ; toute tentative d'augmenter le niveau de production au-delà du niveau naturel s'avère vaine et la politique monétaire cohérente est sous-optimale puisque inutilement inflationniste. Barro et Gordon (1983) montrent le biais inflationniste de la politique discrétionnaire des autorités monétaires. D'où la proposition d'un recours à des règles de politique monétaire qui empêcheraient les autorités monétaires de revenir de façon discrétionnaire sur les décisions annoncées.

Dans ce chapitre, nous étudierons les différentes solutions qui ont été proposées par les économistes et les banquiers centraux pour résoudre ce problème de l'incohérence temporelle et d'accélérer l'acquisition de la crédibilité par la banque centrale. Et nous essayerons de répondre à la question suivante : Comment promouvoir la crédibilité de la banque centrale ?

Ce chapitre est scindé en trois sections : dans la première, nous étudierons la solution souvent avancée par les économistes qui consiste dans la modification de la structure institutionnelle de la banque centrale afin de limiter l'opportunisme discrétionnaire des autorités publiques. Cette réforme institutionnelle consiste à accorder à la banque centrale la plus grande

autonomie vis-à-vis du gouvernement dans la détermination de la politique monétaire ; celle-ci aura pour objectif principal la stabilité des prix et sera à l'abri de toute influence qui pourrait mettre en cause sa « crédibilité ». Et de ce fait l'objet de cette section est de porter une réponse à la question suivante : Est-ce que l'indépendance est nécessaire et suffisante pour la crédibilité ?

Toutefois, le fait de parvenir à l'indépendance implique de plus grandes responsabilités. Une banque centrale indépendante doit reconnaître qu'elle est responsable, au bout du compte, des missions que lui a déléguées le Parlement ou le gouvernement, telles qu'elles sont définies dans ses statuts. Ce qui nous amène à nous pencher sur la question de la responsabilité de la banque centrale tout en essayant de porter des réponses aux interrogations suivantes : Pourquoi la banque centrale doit-elle être responsable ? Responsable vis-à-vis de qui et vis-à-vis de quoi ? Et enfin, quel est le gain qu'apporte la responsabilité à la banque centrale en termes de crédibilité ?

Ensuite, nous mettrons l'accent sur la transparence de la politique monétaire menée par la banque centrale, transparence qui est souvent conçue par les marchés financiers et les agents privés comme une exigence démocratique d'autant plus forte que la banque centrale est indépendante, et surtout comme un pilier important de la crédibilité de la banque centrale. Et c'est la raison pour laquelle la notion de transparence et le contenu de la politique de communication de la banque centrale feront l'objet de la deuxième section où nous essayerons de répondre aux questions suivantes : La transparence de la banque centrale est-elle liée à l'inflation ? Comment le degré de la transparence de la politique monétaire affecte les variables macro-économiques ? Et enfin, la transparence améliore-t-elle la crédibilité de la banque centrale ?

Enfin, la troisième section sera consacrée à l'étude de la règle d'action qui permet à la banque centrale de réaliser les objectifs qu'elle s'est engagée d'atteindre tout en essayant d'être à la fois crédible aux yeux des agents économiques et flexible pour faire face aux différents chocs qui peuvent frapper l'économie, et de ce fait, les questions à débattre dans cette section sont de savoir : quelle est la possibilité d'avoir un préengagement, et de suivre au lieu d'une politique discrétionnaire, une règle monétaire ? Est-ce que cette règle doit être nécessairement passive ou peut être contingente ? Et enfin, quel est le gain en crédibilité dans ce cas ?

SECTION 1 :

L'indépendance des banques centrales.

Introduction :

Ces dernières années ont été marquées par une forte évolution du cadre institutionnel des banques centrales dans les pays industrialisés. Ce changement a souvent été influencé par la perception du rôle joué par la crédibilité, d'autant plus que les économistes soutiennent l'idée selon laquelle une politique monétaire crédible favorisera la réalisation de l'objectif de faible inflation.

Cette idée a montré l'importance de la crédibilité et a permis aussi de multiplier les recherches menées sur le cadre institutionnel de la banque centrale et, de ce fait, les questions nouvelles qui ont émergé sont liées au sujet de l'indépendance, de la transparence et de la responsabilité de cette institution.

D'ailleurs, plusieurs auteurs¹²⁹ soutiennent l'hypothèse selon laquelle l'indépendance de la banque centrale permet d'assurer au mieux la crédibilité et la stabilité des prix. Selon Bagella et Becchetti¹³⁰ (1998) : « *Le fondement de cette hypothèse¹³¹ reposant sur le contexte de jeux inter-temporels entre les agents et l'Etat, la délégation de la politique monétaire à une agence externe plus attachée que les agents au contrôle des prix étant considérée comme le moyen optimal d'éviter l'incohérence temporelle des politiques inflationnistes annoncées* ». Ainsi, pour Wim Duisenberg¹³² : « *Une banque centrale indépendante des préoccupations politiques à court terme, est la mieux placée pour mener une politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme qui servira au mieux les perspectives économiques globales et les intérêts du public au sens large* ». Ces idées ont été renforcées par des faits traduisant ce mouvement très net en faveur de l'indépendance des banques centrales, surtout après la ratification du Traité de Maastricht en 1992, obligeant les pays européens de l'Union à accorder plus d'indépendance à leurs banques centrales.

L'idée d'une banque centrale indépendante apparaît donc comme une condition essentielle voire un gage pour accroître la crédibilité et garantir la continuité de la politique monétaire.

129 Cukierman, Webb, Neyapti, Banaian, et Luksetich.

130 M. BAGELLA et L. BECCHITTI (1998), 'Inflation, central bank independence, labour and financial governance : Some evidence from OECD countries', in Institutions and Economic Organization in the advanced Economies.

131 Cette hypothèse consiste à dire que : L'indépendance assure la crédibilité de la banque centrale et permet la réalisation de l'objectif de faible inflation à moindre coûts.

132 Wim Duisenberg, « Comment les banquiers centraux rendent-ils compte de leur politique monétaire ? », Banque de France, Colloque du bicentenaire.

Dès lors, une interrogation apparaît : est ce que l'indépendance est nécessaire et suffisante pour assurer la crédibilité de la banque centrale ?

La réponse à cette question implique avant tout l'analyse des arguments selon lesquels l'indépendance d'une autorité monétaire lui permet de gagner en crédibilité. Notre étude montrera, d'une part, en quoi l'indépendance est perçue comme un gage de crédibilité et, d'autre part, l'importance de cette indépendance dans les performances économiques réalisées par la banque centrale. Notre réflexion doit ensuite porter sur la notion de la responsabilité, car une banque centrale est d'autant plus redevable d'une communication appropriée sur ses objectifs et ses résultats, d'autant plus tenue de rendre compte au Parlement, à l'exécutif, à l'opinion publique, etc. qu'elle est indépendante.

1- La théorie économique de la banque centrale indépendante :

L'idée maîtresse de la théorie économique de la banque centrale indépendante se résume en quelques mots : une banque centrale coupée du pouvoir politique serait garant de la stabilité des prix et cela, sans influencer d'autres variables macroéconomiques comme la croissance ou le chômage¹³³. Le corpus théorique qui accompagne cet argument, ou plus précisément qui propose la solution de la banque centrale indépendante, résulte des travaux menés dès le début des années soixante-dix autour d'une problématique très actuelle d'ailleurs en théorie monétaire, celle de l'incohérence temporelle. Il n'est pas sans intérêt, on le comprendra par la suite, d'analyser les tenants et les aboutissements de cette problématique si l'on veut comprendre, dans un second temps, pourquoi l'idée d'une banque centrale indépendante garante de la stabilité des prix et de la crédibilité a émergé dans les débats de la science économique au début des années quatre-vingt.

Le problème de l'incohérence temporelle est présenté pour la première fois dans un article publié par Kydland et Prescott¹³⁴ en 1977. La question posée par ces deux économistes est de savoir si un gouvernement peut parvenir ou non à maximiser le bien-être social en usant de manière discrétionnaire des instruments de politique économique. De manière sous-jacente apparaît l'idée selon laquelle le gouvernement pourrait, en certaines occasions, tromper les agents économiques et par de là, améliorer sensiblement son bilan économique¹³⁵. Pour Kydland et Prescott cette tentative de tromper reste cependant vaine, les agents anticipant rationnellement une telle tentative et donc contrecarrant l'action du gouvernement. A partir de là, Kydland et Prescott résument leur thèse par la supériorité de la « règle » par rapport à la « discrétion ».

Suite à cette première recherche mentionnant le problème de l'incohérence temporelle dans le domaine des politiques économiques, Barro et Gordon en 1983, en s'appuyant sur une courbe de Phillips augmentée des anticipations rationnelles à la Lucas, ont montré l'existence du problème de l'incohérence temporelle dans le domaine de la politique monétaire. Selon ces deux auteurs, l'utilisation discrétionnaire de la politique monétaire serait indubitablement contrecarrée par les agents économiques. Pire, une telle attitude discrétionnaire produirait

133 Cette idée sera largement développée dans la partie : 'indépendance et performances économiques'.

134 F.E Kydland et E.C Prescott, (1997),, op. cite,25.

135 Pour mieux comprendre cette idée voir, le modèle de Barro&Gordon, développé dans le premier chapitre, section 2 : la problématique de la crédibilité de la banque centrale.

l'effet contraire escompté, à savoir dans le cas de la politique monétaire, une augmentation de l'inflation.

Le recours à une politique monétaire discrétionnaire est due à l'opportunisme des gouvernements qui les conduit par exemple avant une élection, à user de manière discrétionnaire l'arme monétaire afin d'augmenter leurs chances de réélection, mais sans tenir compte des effets néfastes d'une telle politique sur la stabilité des prix.

Pour faire face à ce problème d'incohérence temporelle lié aux politiques monétaires discrétionnaires, les économistes proposent de lier les mains du gouvernement, à commencer par l'établissement d'une règle de conduite monétaire telle que prônée par Kydland et Prescott (1977). A quoi Barro et Gordon (1983) rétorquent qu'une règle seule ne suffit pas. Il faut y adjoindre l'idée de la 'Réputation'. Autrement dit, plus le gouvernement respecte la règle monétaire précédemment fixée, plus sa réputation augmente auprès des acteurs privés, plus sa crédibilité en matière de politique monétaire se renforce. Cela conduit les partenaires sociaux (les syndicats) à faire confiance aux cibles annoncées et donc, à modérer les hausses salariales issues de la négociation collective. Les performances économiques du gouvernement s'en trouvent améliorées.

Pour Rogoff (1985), la réputation de la banque centrale ne permet pas de faire face aux vellétés électoralistes des gouvernements. Il propose une solution qui réside dans la nomination d'un gouverneur 'conservateur' à la tête de la banque centrale qui donne beaucoup plus d'importance à la lutte contre l'inflation. Dans ce contexte, le banquier central conservateur assurerait le maintien de la règle monétaire tout en renforçant la réputation et la crédibilité de son institution et, par extension, celle du gouvernement.

Walsh (1990) critique cette dernière idée sur un point de logique. Un gouvernement peut certes déléguer le respect de la règle monétaire à un banquier central conservateur mais, sans moyen pratique pour y parvenir, cette délégation de compétence reste vaine. Le premier moyen pratique pour y parvenir, consiste à donner au banquier central le choix de la cible d'inflation. Sans une telle mesure un gouvernement serait toujours tenté de fixer cet objectif à un niveau plus haut et cela malgré la présence d'un banquier central conservateur. Le meilleur moyen pour faire face au problème de l'incohérence temporelle, selon Walsh est d'indexer le

salaires du banquier central sur les résultats obtenus en matière d'inflation pour l'inciter à respecter ses engagements.

Donc, on peut dire que les remèdes envisagés au problème de l'incohérence temporelle sont nombreux : la réputation, le conservatisme et le contrat. La question qui se pose alors est de savoir quel est le rapport entre ces différentes notions et celle de l'indépendance ?

Plusieurs économistes¹³⁶ soulignent que toutes ces solutions (la réputation, le conservatisme et le contrat) gagneraient en efficacité si les moyens pratiques pour atteindre les objectifs monétaires étaient renforcés, notamment en coupant institutionnellement la banque centrale du pouvoir politique. La solution de l'indépendance de la banque centrale apparaît dans ce contexte, comme l'instrument qui permet de renforcer les différentes solutions visant à résoudre le problème de l'incohérence temporelle en liant les mains du gouvernement en matière monétaire. Donc, l'indépendance permet non seulement de faciliter la tâche de la banque centrale à réaliser son objectif de stabilité des prix, mais elle renforce aussi sa crédibilité ; en termes simples, le fait que les agents économiques soient persuadés de la permanence de la politique anti-inflationniste influe sur les comportements qui sont probablement le facteur essentiel de succès.

En plus de ce facteur de crédibilité, il y a d'autres éléments de pressions inflationnistes qui soutiennent l'idée de l'indépendance de la banque centrale. Parmi ces derniers, on peut citer la mission de la banque centrale d'assurer la stabilité du système financier. Cette mission peut constituer un motif d'inflation, si la banque centrale est obligée de recourir à sa mission de prêteur en dernier ressort, pour maintenir l'activité des banques commerciales en difficultés, ou qu'elle mène une politique monétaire laxiste pour ne pas heurter l'activité des institutions financières.

Afin de mieux éclaircir l'importance de l'indépendance de la banque centrale, nous allons l'étudier en relation avec les différents remèdes proposés pour faire face au problème de l'incohérence temporelle en l'occurrence : le conservatisme, le contrat et la réputation.

¹³⁶ Parmi ces derniers on peut noter : Cukierman, Webb, Neyapti, Kalaitzidakis et Summers.

1-1 Relation entre indépendance et conservatisme :

Le conservatisme se traduit pratiquement dans une délégation de la politique monétaire à un banquier central dont les préférences divergent des préférences sociales, son opposition à l'inflation étant plus accentuée. Le fait de mettre en place une banque centrale indépendante en lui accordant la poursuite de la stabilité des prix permet d'atteindre le même objectif que celui réalisé par un banquier central conservateur, en l'occurrence un niveau bas d'inflation.

L'indépendance permet à la banque centrale de gagner en crédibilité aux yeux des agents économiques, car une banque centrale indépendante garantit la permanence de la politique monétaire anti-inflationniste, et de ce fait, les tentations qui dérivent d'un désir de poursuivre des objectifs autre que la stabilité des prix, n'ont plus de place. L'indépendance de la banque centrale apparaît alors comme une garantie contre ces dérives inflationnistes. A la fois thème de réflexion et objectif d'action, l'indépendance des banques centrales a tour à tour été associée à l'ensemble des conditions assurant un bénéfice durable à la politique monétaire. Donc, il y a ainsi un lien étroit entre indépendance, conservatisme et stabilité des prix.

1-2 Relation entre indépendance et contrat :

Même l'approche par le contrat proposée par Walsh permet de justifier l'indépendance. Dans ce cas, la raison est encore plus évidente, car le système d'incitation prévoit la présence d'un principal et d'un agent. Le gouvernement définit la tâche que la banque centrale doit réaliser. Il s'agit d'une logique de séparation des rôles : le principal définit l'objectif et l'agent est chargé de le mettre en pratique. L'absence du reniement est assurée par la séparation des rôles entre l'entité qui définit l'objectif (le gouvernement) et l'autorité qui est chargée de le poursuivre (la banque centrale).

La banque centrale ne doit donc pas recevoir des ordres au niveau de l'application, d'où son indépendance instrumentale. Le seul problème reste au niveau de la définition de l'objectif, c'est-à-dire, le taux d'inflation que le gouvernement demande à la banque centrale de réaliser. Une fois que le contrat est en place, le reniement de la politique monétaire n'est plus possible, car d'une part, la banque centrale est incitée à réaliser la stabilité des prix et d'autre part, le gouvernement n'a plus les moyens pour interférer sur les instruments.

La mise en place d'un système d'incitation comme le propose Walsh permet donc, d'orienter la politique monétaire vers la stabilité des prix et assure aussi la crédibilité de la politique monétaire.

A l'inverse de la solution proposée par Rogoff dans laquelle l'incitation de réaliser la stabilité des prix dérive de la nature conservatrice du banquier central auquel on délègue la gestion monétaire, dans la solution du contrat proposée par Walsh, cette incitation est partagée entre gouvernement et banque centrale, de telle sorte que la banque centrale est responsable de la stabilité des prix. Si le conservatisme intervient au niveau des objectifs, en renforçant la désirabilité de la stabilité monétaire, le contrat intervient au niveau des instruments, car il agit sur la mise en pratique instrumentale de la politique monétaire.

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

Cette relation entre indépendance, contrat et stabilité des prix a été aussi mise en évidence par Cukierman¹³⁷ en 1992. Cet auteur disait que : « *La délégation de la politique monétaire à une banque centrale indépendante, peut être vue comme un acte d'engagement de la part des autorités politiques. En déléguant une partie de leur autorité à une banque centrale indépendante, les autorités politiques acceptent certaines restrictions à leur future liberté d'action. Le principal motif de cette délégation est d'assurer la stabilité des prix [...] en déléguant une partie de leur autorité à une banque centrale, les autorités politiques essayent de réduire les tentations inflationnistes qui peuvent nuire à l'objectif de la stabilité des prix. Un haut degré d'indépendance, doit être assuré par un fort engagement* ».

La théorie du cycle politico-économique permet aussi de justifier l'indépendance de la banque centrale, car il s'agit toujours d'éviter l'orientation de la politique monétaire vers des objectifs autres que la stabilité des prix.

Après avoir étudié l'indépendance en relation avec le conservatisme et le contrat, nous allons maintenant éclaircir le lien entre indépendance et réputation.

137 Cukierman, A. (1992), *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*, Cambridge, Mass, MIT Press.

1-3 Relation entre indépendance et réputation :

L'indépendance peut aussi apporter du soutien à la réputation. En effet, l'introduction du temps par Barro & Gordon dans le modèle de base de Kydland et Prescott, soulève une question pratique¹³⁸. S'il faut un horizon de temps infini pour assurer une politique non inflationniste, alors l'indépendance peut jouer un rôle important, car elle assure la continuité de l'engagement pris par la banque centrale (la stabilité des prix), et de ce fait, les craintes des agents privés du reniement de la politique monétaire n'ont plus de place.

En effet, les échéances électorales réduisent l'horizon temporel du gouvernement, d'où une possible orientation plus sur le court terme que sur le long terme, comme la théorie du cycle politico-économique le démontre d'ailleurs. Par sa nature opportuniste et par son orientation vers le court terme, le gouvernement sera difficilement soumis au mécanisme décrit par le modèle de la réputation¹³⁹. Dans ce contexte l'indépendance permet d'isoler la banque centrale des pressions politiques et de prendre en compte les effets négatifs futurs¹⁴⁰, et de ce fait renforcer la réputation¹⁴¹ de la banque centrale.

En 1990, Fisher¹⁴² soutient l'idée selon laquelle l'indépendance de la banque centrale permet de renforcer la réputation, il disait que : *'Dans la mesure où la banque centrale a un horizon temporel plus long qu'une période – et cela peut être la raison pour laquelle la loi essaie d'isoler la banque centrale des pressions politiques- elle peut être capable d'établir une réputation qui lui permet d'atteindre le même objectif qu'une règle monétaire.'*

Après avoir justifié le recours à l'indépendance de la banque centrale, nous essayerons de définir cette notion, présenter ses différentes formes, ses avantages et ses inconvénients, et ensuite nous étudierons l'apport de l'indépendance en matière de performances économiques.

138 Le modèle de Barro et Gordon est représenté par un jeu dynamique qui se déroule en plusieurs parties. Le temps est introduit dans ce modèle pour montrer les interactions stratégiques entre la banque centrale et les agents privés et surtout dans quel cas la coopération entre les deux parties est-elle possible ?

139 Le mécanisme du modèle de la réputation se base sur l'idée selon laquelle, le gouvernement doit respecter ses engagements et ne doit pas faire recours à l'inflation surprise, c'est-à-dire $\pi_{t+1} = \pi_t + 1$.

140 Pour mieux comprendre cette idée, voir le mécanisme de punition étudié dans le modèle de Barro&Gordon, Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la crédibilité de la banque centrale, section 2 : La problématique de la crédibilité de la banque centrale.

141 La réputation de la banque centrale est souvent définie comme le respect de l'engagement pris par la banque c'est-à-dire la non déviation par rapport à l'objectif annoncé.

142 Fischer, S. (1990), Rules versus discretion in monetary policy, in Friedman et Hahn (éds.), op. cit., vol.2, pp. 1155-1184, chapitre 21.

2- Définition de l'indépendance de la banque centrale :

Cette dernière décennie a été marquée par un mouvement très fort en faveur de l'indépendance des banques centrales, surtout après la ratification du Traité de Maastricht en 1992, obligeant les pays européens de l'Union à accorder plus d'indépendance à leurs banques centrales.

L'indépendance signifie par définition être libre, agir selon sa propre logique. Toutefois, J-P Petit¹⁴³ se demande par rapport à qui et à propos de quoi se détermine cette indépendance. Cet auteur disait que « pour ce qui est du premier point, c'est une indépendance vis-à-vis du pouvoir politique que l'on pense généralement ; plus la banque centrale est indépendante, plus elle doit assumer la responsabilité de son action¹⁴⁴ et donc plus l'exigence démocratique devrait l'amener à rendre des comptes aux autorités politiques élues par le public¹⁴⁵. L'indépendance se définit non seulement en fonction du lien avec l'autorité politique ; mais aussi par les rapports de la banque centrale avec son environnement ».

Une banque centrale est indépendante si d'une part, elle constitue une entité organisationnelle distincte du gouvernement et si, d'autre part, elle peut mettre en œuvre la politique monétaire selon les décisions de ses membres, sans influence directe et contraignante de la part du gouvernement.

De son côté, Jean-Pierre PATAT¹⁴⁶ définit l'indépendance de la banque centrale comme une situation résultant d'un ensemble de dispositions statutaires ou de coutumes, dans laquelle la banque est clairement reconnue comme étant en charge de la stabilité monétaire, et dans le cadre de cette mission, ne reçoit pas de directive des pouvoirs publics. Dans l'indépendance de la banque centrale, on peut distinguer entre indépendance réelle, légale, d'objectif et d'instrument.

143 J-P Petit, « Contenu et critère de l'indépendance des banques centrales », Revue d'Economie Financière, n°22, Octobre 1992, PP 19-30.

144 Cette idée sera largement discutée dans la section : Responsabilité de la banque centrale.

145 Cette idée fait l'objet d'un grand débat au sein de la BCE, auquel plusieurs économistes remettent en cause son opacité et sa non publication des minutes des réunions à l'image de la FED.

146 J-P PATAT, « Quelques remarques sur la question de l'indépendance de la banque centrale », Dossier : L'indépendance des banques centrales, Revue d'économie financière, n°22, 1992.

2-1 L'indépendance légale et l'indépendance réelle :

L'indépendance légale est fondée sur les éléments inscrits dans la législation, tels que la procédure de nomination des membres du conseil de la banque ou plus souvent du gouverneur, la durée de leur mandat, l'objectif qu'ils doivent poursuivre, la responsabilité ultime de la politique monétaire ...etc. Ces éléments permettent d'assurer l'indépendance des dirigeants dans leur prise de décision, cette indépendance est appelée souvent par indépendance dans les textes. Selon Jean-Pierre PATAT¹⁴⁷, l'indépendance légale : « signifie que, sauf circonstances tout à fait exceptionnelles, nul corps constitué, gouvernement, parlement ou qui que soit d'autres ne peut interférer dans les décisions prises par la banque centrale dans l'exercice de sa mission, ni reverser le cours de ces décisions. Cela se traduit dans les textes par quatre dispositions principales :

- La reconnaissance de la responsabilité première de la banque centrale dans le maintien de la stabilité des prix ;
- L'interdiction pour les dirigeants de la banque centrale, gouverneur ou président, membre de son conseil, d'accepter ou de solliciter des instructions de tout corps constitué ;
- L'impossibilité pour la banque centrale de faire une quelconque avance à l'Etat.
- Enfin, la garantie de durée pour les dirigeants qui doivent bénéficier d'un mandat fixe et suffisamment long ne pouvant être interrompu qu'au vu d'évènements tout a fait exceptionnels (action délictueuse par exemple). »

Toutefois, cette indépendance légale bien qu'importante n'est pas un élément suffisant pour garantir l'indépendance réelle. En 1992, Cukierman¹⁴⁸ a effectivement constaté que pour les pays en voie de développement l'indépendance légale se traduit en indépendance réelle avec plus de difficulté, alors que le passage pour les pays industriels est plus immédiat. L'indépendance réelle dépend de l'influence effectivement exercée par le gouvernement sur la banque centrale¹⁴⁹.

147 J-P PATAT, « L'ère des banques centrales », Economie et Innovation, L'Harmattan, Septembre 2003.

148 Cukierman, A. (1992), Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence, Cambridge, Mass, MIT Press.

149 La difficulté du passage de l'indépendance légale à l'indépendance réelle dans les pays en voie de développement est liée à leur particularité institutionnelle où le gouvernement domine toutes les institutions même si elles sont indépendantes. C'est la raison pour laquelle en reprenant l'idée du cycle politico-économique, Cukierman et Webb cherchent à mesurer son influence sur le changement des gouverneurs à la tête des banques centrales. Selon eux, les différences entre pays industrialisés et pays en voie de développement trouvent leur origine dans la moindre protection contre le limogeage politique des banquiers centraux des pays en voie de développement. Même la

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

2-2 L'indépendance des objectifs et l'indépendance d'instrument :

Cette distinction entre indépendance des objectifs et indépendance d'instrument retenue par Debelle et Fisher¹⁵⁰ en 1994 est très importante. Elle reflète celle établie par Grilli, Masciandaro et Tabellini¹⁵¹ entre indépendance politique et indépendance économique. Elles se réfèrent à la façon dont la politique monétaire est déterminée et réalisée. On parle d'indépendance des objectifs, quand la banque centrale est libre de décider le but de sa politique monétaire, notamment de poursuivre la lutte contre l'inflation¹⁵².

Par indépendance d'instrument, on entend la possibilité que la banque centrale possède pour décider les actions monétaires, en particulier la détermination du taux d'intérêt dans le but d'atteindre un objectif.

Cependant, l'indépendance d'objectif est conditionnée par l'indépendance d'instrument, car sans cette dernière, elle est difficilement soutenable. On ne peut pas réaliser un but si on n'a pas les moyens pour le faire. Au contraire, l'indépendance d'instrument sans l'indépendance d'objectif, peut être soutenable, les objectifs sont déterminés par une autorité, la banque centrale a la tâche de les réaliser.

L'indépendance des objectifs peut être aussi interprétée comme la possibilité de choisir n'importe quel objectif ou bien de poursuivre la stabilité des prix librement sans indication ou interférence de la part du gouvernement.

présence d'une législation garantissant le mandat du gouverneur n'offrirait pas un degré de protection suffisant contre la répudiation dans les pays en voie de développement. Raison pour laquelle l'indépendance légale est à exclure de l'indice global d'indépendance pour les pays en voie de développement, mais à utiliser dans les pays industrialisés.

150 Debelle, G. et Fischer, S. (1994), « How independent should a central bank be? », Conference Series n.38, Federal Reserve Bank of Boston, pp. 195-225.

151 Grilli, V. et al. (1991), « Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries », Economic Policy, vol. 13, octobre, pp. 342-392.

152 Debelle et Fisher "A central bank has goal independence when is free to set the final goals of monetary policy".

Un autre classement intéressant du degré d'indépendance de la banque centrale a été fait par Cukierman¹⁵³ en 1996, ce dernier distingue entre indépendance large, étroite et partielle des objectifs. La première indique la complète liberté donnée à la banque centrale de déterminer son objectif, situation en pratique qui n'existe pas. L'indépendance étroite reflète le cas où l'objectif de stabilité des prix est la principale tâche de la banque centrale ; elle ne peut pas suivre un autre objectif, mais elle est libre de donner sa définition de la stabilité des prix, comme il en est pour la BCE¹⁵⁴. L'indépendance partielle revient au cas où même l'interprétation de l'objectif n'est pas effectuée de façon indépendante par la banque centrale, cette indépendance reflète la situation de la Banque de la Nouvelle-Zélande, qui détermine son objectif en étroite collaboration avec le gouvernement.

Nous proposons le tableau suivant qui récapitule certains critères d'indépendance des banques centrales suivantes : la Banque Centrale Européenne, La Fédérale réserve des Etats-Unis, La Banque Centrale du Royaume-Uni, la Banque Centrale du Japon et l'ex Banque Centrale Allemande 'la Bundesbank'.

Tableau 1 : Les critères d'indépendance de certaines banques centrales.

	Europe	Etats-Unis	Royaume-Uni	Japon	Bundesbank
Instructions données à la banque centrale :	Non	Non	Oui (objectif d'inflation)	Oui (taux de change)	Non
Mandats longs	8 ans	14 ans	5 ans	5ans	8ans
Mandats irrévocables	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Crédits au secteur public	Non	Plafond	Non défini	Non défini	Non
Responsabilité démocratique	Faible	Moyenne	Forte	Faible	Moyenne
Stratégie de la politique monétaire définie librement par la banque centrale	Oui	Oui	Non	Oui	Oui

Source¹⁵⁵ : Patrick Artus et Charles Wyplosz, « La Banque centrale européenne », Rapports du Conseil d'Analyse Économique La Documentation française. Paris, 2002 - ISBN : 2-11-005254-6.

Après avoir justifié et défini ce mouvement fort vers l'indépendance de la banque centrale, notre objectif consiste maintenant à étudier les différents éléments qui peuvent influencer sur le degré d'autonomie de ces institutions.

153 Cukierman, A. (1996b), Targeting monetary aggregates and inflation in Europe, Francfort-sur-le-Main, Paper presented at the conference on "European Monetary Policy", novembredécembre1995.

154 Le Traité de Maastricht détermine dans son article 105 que le principal objectif de la BCE est la stabilité des prix, mais la fourchette de 0 à 2% est déterminée par la BCE.

155 Ce tableau a été élaboré par Patrick Artus et Charles Wyplosz à partir d'une : Interprétation des informations publiées dans Guide to Central Bank Watching, JP Morgan, mars 2000

3- Les éléments influençant le degré d'indépendance de la banque centrale :

Le degré d'indépendance de la banque centrale peut être influencé par plusieurs éléments. Parmi ces derniers :

La dépendance formelle : une banque centrale peut dépendre du gouvernement (ce qui est le cas le plus fréquent), du Parlement (par exemple aux Etats-Unis), ou ne dépend formellement d'aucune des deux ;

La définition de la politique monétaire : la définition des grandes lignes de la politique monétaire peut être du ressort exclusif du gouvernement, du ressort exclusif de la banque centrale, ou bien des deux ;

Les objectifs statutaires : en règle générale, les banques centrales qui ont des objectifs clairs, hiérarchisés et non conflictuels disposent d'une plus grande indépendance. L'attribution du maintien de la stabilité des prix comme objectif, et la prééminence de cet objectif sur les autres tend à renforcer l'indépendance d'une banque centrale ;

La composition des organes dirigeants : le nombre, la nature, et les fonctions de ses organes dirigeants affectent le degré d'autonomie d'une banque centrale, la présence des représentants du gouvernement avec ou sans droit de vote, tous ces éléments conditionnent le degré d'indépendance de la banque centrale ;

Le mandat des dirigeants : l'indépendance des hauts fonctionnaires d'une banque centrale ne dépend pas uniquement des instances qui les nomment mais aussi, et surtout, de mécanismes extrêmement complexes de proposition, de recommandation, d'approbation. La durée de leurs mandats et la solidarité qui règne entre eux, en particulier à l'égard du pouvoir exécutif ou du parlement, conditionnent l'indépendance de la banque centrale ;

Renouvellement des mandats et révocation des dirigeants : de façon générale, les mandats très longs et non renouvelables assurent une plus grande autonomie que les mandats plus courts et renouvelables. En effet, ils garantissent une certaine déconnexion entre la gestion de la banque centrale et les cycles politiques. Quant au non renouvellement des mandats des hauts

fonctionnaires, il évite que certaines décisions soient uniquement prises dans la perspective d'une reconduction ;

L'actionnariat de la banque centrale : le fait qu'une banque centrale soit publique ou privée peut a priori avoir une incidence sur son degré d'indépendance. Cependant, ce point de vue peut être aussi critiqué du fait que le capital de l'ancienne Banque Centrale Allemande appartenait à 100% à l'Etat, et en Suisse, 100% du capital est détenu par le privé. Ces deux situations sont compatibles avec un degré d'indépendance que l'on considère en général comme étant relativement élevé, donc le rapport entre l'indépendance et la nature du capital de la banque centrale n'est pas clairement mis en évidence.

En plus des éléments cités ci-dessus, Mc Donough a montré aussi que le degré d'indépendance de la banque centrale peut être différent d'un pays à autre, et cette différence reflète : l'histoire individuelle de chaque pays, les traditions, les structures des marchés financiers et les cadres juridiques.

4- Les avantages et les inconvénients de l'indépendance de la banque centrale :

La controverse entre les partisans de l'indépendance de la banque centrale et les partisans de la banque centrale sous tutelle a été très animée à la fin des années 1980 et au début des années 1990. Les arguments avancés par chaque camp sont divers : économiques, mais aussi politiques. Toutefois, la grande majorité des économistes sont convaincus de l'intérêt économique de l'indépendance de la banque centrale. Leur opinion est fondée sur des observations qui relèvent de la politique et sur les conclusions des travaux théoriques et empiriques¹⁵⁶.

4-1 Indépendance et crédibilité :

Les analyses de la littérature sur les avantages apportés par l'indépendance de la banque centrale dans le domaine de la lutte contre l'inflation se sont multipliées depuis le début des

156 Les études empiriques qui prouvent l'intérêt d'une banque centrale indépendante, seront développées dans la partie intitulée : 'Indépendance et performances économiques'.

années 1980¹⁵⁷. L'indépendance de la banque centrale permet l'ancrage de la politique monétaire dans le long terme, et de ce fait, le risque d'incohérence temporelle se retrouve quasiment éliminé, et les anticipations inflationnistes des agents privés s'ajusteront à la baisse ; car si la raison du biais inflationniste est l'interférence d'un objectif non monétaire (réduction du chômage, financement public et intérêts électoraux), la solution peut se placer dans le renforcement de l'incitation de poursuivre l'objectif de la stabilité des prix par le biais de l'indépendance de la banque centrale.

En d'autres termes, si l'autorité monétaire soumise au gouvernement est attirée par des tentations qui poussent à utiliser la politique monétaire vers d'autres objectifs (rendant toute politique de stabilité peu crédible, car la seule conséquence est une inflation élevée), la délégation de la politique monétaire à une banque centrale indépendante, permet d'assurer la poursuite de la stabilité des prix, d'où la solution au biais inflationniste et le renforcement de la crédibilité de la banque centrale.

A partir de là, le premier avantage qui est très généralement reconnu à une banque centrale indépendante est le supplément de la crédibilité dans la lutte contre l'inflation¹⁵⁸. Dans un monde, où les capitaux circulent librement, où les marchés financiers sont à l'affût des messages délivrés par les autorités, dans un monde où tous les acteurs y compris les salariés, déterminent leurs choix en fonction de leurs anticipations, la crédibilité est un atout considérable. Donc, les tentations inflationnistes qui dérivent d'un désir de poursuivre des objectifs autres que la stabilité monétaire n'ont plus de place. La crédibilité est l'élément essentiel qui résout le biais inflationniste : l'indépendance n'est que le moyen qui permet d'atteindre la crédibilité. L'apport de crédibilité dérive de l'isolement de la politique monétaire des tentations inflationnistes. On a donc un rapport entre indépendance, objectif monétaire et crédibilité.

Dans un tel contexte, le problème d'incohérence temporelle qui était la cause du manque de crédibilité, n'a plus raison d'exister. Et de ce fait, l'indépendance a permis de diminuer les anticipations inflationnistes permettant ainsi d'afficher la crédibilité de la banque centrale vis-

157 Parmi ces analyses, on cite : Alesina, A. et Gatti, R. (1995), How independent should the central bank be? Independent central banks: low inflation at no cost?, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 85, mai, pp. 196-200.

Cukierman, A. et al. (1992), Measuring the independence of central bank and its effects on policy outcomes, *World Bank Economic Review*, vol. 6, n. 3, pp. 353-398.

158 Cette idée sera développée dans la partie : Indépendance et performances économiques, où on constate qu'une banque centrale crédible enregistre en moyenne un plus faible taux d'inflation.

à-vis des marchés financiers et même de l'opinion publique : les tentations déviantes étant désormais supprimées. Or, la crédibilité d'une politique anti-inflationniste ne peut s'acquérir que dans la durée, grâce à la clarté des messages et à la continuité de la politique monétaire acquise via l'indépendance de la banque centrale.

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

La crédibilité se gagne aussi par la réalisation de l'objectif. La crédibilité se compose donc d'un élément institutionnel (l'indépendance) et d'un élément comportemental (la réalisation de la politique monétaire) : les deux étant nécessaires à l'établissement de la crédibilité.

4-2 Indépendance de la banque centrale et discipline budgétaire :

Afin de renforcer la crédibilité de la banque centrale, l'indépendance permet aussi un autre avantage d'une haute importance, celui de la discipline budgétaire imposée à l'Etat. D'ailleurs parmi les critères usuellement retenus pour apprécier l'indépendance d'une banque centrale, les conditions dans lesquelles elle peut être conduite à financer le déficit public figurent généralement en bonne place¹⁵⁹. Cela se comprend aisément : il n'est pas meilleur moyen d'asservir la politique monétaire que de contraindre la banque centrale à financer le déficit budgétaire¹⁶⁰.

La garantie d'un financement de la banque centrale et le bénéfice des conditions privilégiées par rapport à celles prévalant sur le marché financier, sont évidemment des incitations au laxisme budgétaire, car ils épargnent au gouvernement de devoir subir le jugement des marchés financiers. A priori, un pays qui maintient un canal de financement privilégié peut

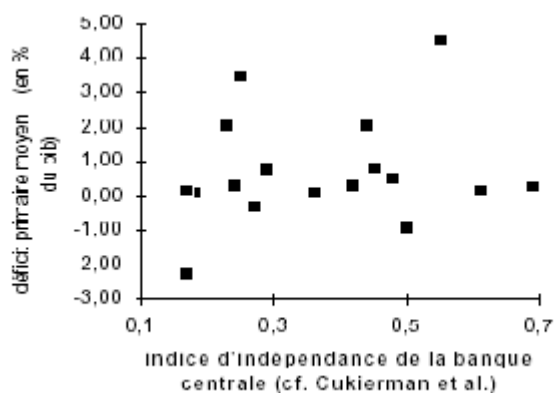
¹⁵⁹ Les relations financières entre la banque centrale et le Trésor entre ainsi pour moitié dans la mesure de l'indépendance proposée par Cukierman, Webb et Neyapti.

¹⁶⁰ Même le Traité de l'Union Européenne, stipule en son article 104, que les Etats doivent mettre fin au financement privilégié de l'Etat par la banque centrale.

ainsi enregistrer des déficits plus élevés qu'un autre, où une même chronique de déficits donnerait lieu à une croissance de la dette incontrôlée, et perçue comme telle par le marché.

On peut donc s'attendre à une corrélation positive entre, d'une part, l'importance des restrictions en financement du déficit et, plus largement, degré d'indépendance de la banque centrale, et d'autre part discipline budgétaire des Etats. Ce résultat peut être confirmé par le graphique suivant qui met en relation le degré d'indépendance de la banque centrale¹⁶¹ part, et la discipline budgétaire¹⁶².

Graphique 2 : Indépendance de la banque centrale et déficit primaire moyen (1978-1992).



Source : A.Bénassy et J.Pisani-Ferry, « Indépendance de la banque centrale et politique budgétaire », Document de travail, Centre d'études prospectives et d'informations internationales n°94-02 - juin 1994.

161 En utilisant l'indice proposé par Cukierman, Webb et Neyapti. Cet indice sera développé dans la partie intitulée : Indépendance et performances économiques.

162 La discipline budgétaire est mesurée par le solde primaire, c'est-à-dire le solde financier hors intérêts de la dette publique ; l'évolution de la dette publique en découle directement lorsque le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance.

4-3 Indépendance et stabilisation de la conjoncture :

Alberto Alesina et Robert Gatti¹⁶³ remettent en cause le jugement trop enthousiaste à l'égard de l'idée d'une banque centrale indépendante. Ces deux auteurs mentionnent le fait qu'il est possible que la banque centrale fasse bénéficier l'économie de son indépendance vis-à-vis des cycles politiques, mais en ce faisant, elle n'exploite pas suffisamment sa capacité de réponse aux conjonctures économiques imprévues¹⁶⁴. L'absence d'effet visible de l'indépendance de la banque centrale sur l'activité économique serait ainsi le produit de deux effets contraires : un effet positif représenté par la meilleure gestion du cycle politique, et un effet négatif représenté par l'insouciance de la banque centrale à répondre suffisamment aux chocs qui frappent l'économie, du fait que sa flexibilité se trouve largement réduite. Une autre manière de minorer l'argument en faveur des banques centrales indépendantes est de noter qu'elles ne semblent guère favoriser l'activité économique elle-même.

Ce résultat est confirmé par Michel Sarel¹⁶⁵, où il mentionne qu'une inflation mal maîtrisée n'apparaît comme un facteur nuisible à la croissance que si elle dépasse un niveau de 8 % l'an. Au-delà, l'inflation affecte négativement l'activité, en-deçà, elle est indifférente. A partir de ce résultat, cet auteur critique les banques centrales des pays industrialisés du fait qu'elles enregistrent un taux d'inflation faible (approximativement 2%) et elles font toujours de la stabilité des prix, leur principal objectif. Donc, une banque centrale risque de privilégier exagérément la lutte contre l'inflation au détriment de l'emploi. Toutefois, cette idée ne fait pas l'objet de l'unanimité car il est généralement admis qu'il n'existe pas à long terme d'arbitrage possible entre inflation et croissance¹⁶⁶. Autant donc, privilégier la stabilité des prix qui présente des avantages intrinsèques.

L'indépendance procure à la banque centrale une liberté lui permettant d'assurer la politique monétaire la plus appropriée sur un horizon temporel de long terme. A ce sujet Alain

163 A. Alesina et R. Gatti (1995) ; « Independent central bank : low inflation at a cost ? » Economic Review, Papers and proceedings.

164 Cette idée a été critiquée et le point de vue inverse est de plus en plus fréquemment défendu. Une banque centrale indépendante pourrait disposer de plus de marges de manœuvre qu'un Etat conduisant directement la politique monétaire. Cette thèse semble admise au sein même de la BCE : 'La solution d'une banque centrale indépendante permet une plus grande flexibilité que l'adoption d'une règle strictement mécanique' ISSING O. (2000), "Should we have faith in central banks", allocution à la St. Edmund's College Millenium Year Lecture, Cambridge, 26 October. Une autre étude empirique de A. MUSCATELLI et C. TRECROCI (2000), "Monetary policy rules, policy preferences, and uncertainty: recent empirical evidence", Journal of Economic Surveys, vol. 14, n°5. revient également sur les règles de politique monétaire et montre que la littérature surestime généralement l'importance des hypothèses de l'indépendance et d'engagement sur la mise en place d'une règle de lutte contre l'inflation.

165 Michel Sarel (1993), « Non linear effects of inflation on economic growth » IMF Staff Papers.

166 Pour mieux comprendre cette idée, voir, chapitre 1, section 2 : la problématique de la crédibilité des banques centrales. Partie : la courbe de Phillips augmentée des anticipations rationnelles.

Greespan¹⁶⁷ disait que : « *La politique monétaire la plus appropriée pour assurer la stabilité des prix et la croissance économique à long terme peut ne pas être 'politiquement' populaire à court terme. De fait, l'histoire montre que des politiques monétaires appropriées sont difficiles à mettre en œuvre lorsque les banques centrales sont essentiellement des agents au service des ministres des finances. C'est pourquoi, dans la plupart des pays développés, on confère à la banque centrale l'indépendance en matière de détermination des instruments de politique monétaire et on la dote d'une structure institutionnelle protégeant cette indépendance* ».

5- L'indépendance et les performances économiques :

La littérature théorique montre les liens qui existent entre les concepts de crédibilité, d'indépendance et de politique économique. Ainsi, une plus grande indépendance de la banque centrale devrait entraîner une plus grande crédibilité de l'autorité monétaire vis-à-vis du public et se traduire par une efficacité plus grande de la politique monétaire.

Il existe plusieurs moyens de tester ces théories : on peut tester les liens entre crédibilité et efficacité de la politique monétaire ou directement entre indépendance et efficacité en éludant l'étape intermédiaire de gain en crédibilité. En pratique cette dernière option a été privilégiée, la notion de crédibilité étant difficilement appréhendable empiriquement¹⁶⁸.

Dans cette partie, on étudiera les liens qui existent entre l'indépendance d'une part et l'inflation, la croissance, la variabilité de la production, ainsi que le chômage d'autre part.

Toutefois, avant de commencer notre analyse, on note que l'indépendance de la banque centrale est aussi une notion difficilement mesurable. D'ailleurs, les différents travaux ayant essayé de mesurer cette notion, se heurtent à deux différentes difficultés principales : premièrement, le degré d'indépendance d'une banque centrale dépend de plusieurs facteurs qu'il faut pondérer pour en tenir une vision synthétique, et deuxièmement, l'indépendance ne peut s'apprécier à la seule lecture des textes de lois. Dans ce domaine, les usages revêtent une

167 Alain Greespan, « Comment les banquiers centraux rendent-ils compte de leur politique monétaire ? », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.

168 Pour mieux comprendre cette difficulté, voir 'la mesure de la crédibilité' chapitre 1: Les fondements théoriques de la crédibilité de la banque centrale, section 2 : La problématique de la crédibilité de la banque centrale.

importance particulière, mais il est difficile de réunir l'information informelle correspondante dans l'optique d'une comparaison internationale.

Malgré ces difficultés, plusieurs économistes ont publié des indices synthétiques d'indépendance des banques centrales. Dans notre travail de recherche, nous retiendrons trois études¹⁶⁹ : celle de Bade et Parkin¹⁷⁰, celle de Grilli, Masciandro et Tabellini¹⁷¹ (GMT) et enfin l'étude proposée par Cukierman, Webb et Neyapti¹⁷²(CWN).

La première étude qui a permis de mesurer l'indépendance de la banque centrale a été proposée par Bade et Parkin en 1982. Ces deux économistes ont construit un indice d'indépendance politique de la banque centrale à partir de l'observation des relations institutionnelles entre la banque centrale et le gouvernement, de la procédure de nomination ou de limogeage du gouverneur, du rôle des membres du gouvernement dans le conseil de la banque centrale et de la fréquence des contacts entre l'exécutif et l'autorité monétaire.

Ce premier travail proposé par Bade et Parkin n'a pas été à l'abri des critiques. D'ailleurs plusieurs auteurs remettent en cause la difficulté de se contenter d'une définition aussi restrictive de l'indépendance, car les différences entre l'indépendance légale et l'indépendance effective sont notables et ce d'autant plus que le champ d'étude intègre en plus les pays en voie de développement. En effet, la loi ne spécifie pas les domaines de compétence du gouverneur pour toutes les situations possibles et la pratique a souvent un poids aussi important que la loi. Il est donc apparu très rapidement nécessaire de construire des indicateurs d'indépendance plus perfectionnés.

La deuxième étude proposée est celle de Grilli, Masciandro et Tabellini (GMT), se base sur la distinction entre l'indépendance d'objectif (ou politique) et l'indépendance d'instrument (ou économique). L'indice d'indépendance politique est construit à partir de huit caractéristiques mesurant la capacité de l'autorité monétaire (procédure de nomination, durée de mandat et relation entre la banque centrale et le gouvernement). A chaque caractéristique vérifiée

169 Dans notre travail, on se base sur ces trois études pour trois raisons : 1- L'échantillon des pays étudiés (pays développés et en voie de développement), 2- Elles traitent le problème du passage de l'indépendance légale à l'indépendance réelle surtout dans les pays en voie de développement, 3- Chaque étude vient pour compléter la précédente (1982, 1991, 1992).

170 Bade R., Parkin M. (1982), Central Bank Laws and Monetary Policy.

171 Grilli, Masciandro, Tabellini (1991), Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries, Economic Policy, 13, October.

172 Cukierman A, Webb S., Neyapti B. (1992), Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes, World Bank Economic Review, 6(3), 353-398

correspond un point ; cet indice varie donc entre 0 (pas d'indépendance) et 8 (indépendance maximale). L'indice d'indépendance économique est construit de manière analogue à partir de 7 critères (le dernier étant décomposé en deux) décrivant la capacité pour la banque centrale à choisir ses instruments pour atteindre ses objectifs. Comme pour l'indice d'indépendance politique, un point est attribué à chaque caractéristique vérifiée. Les valeurs de cet indice s'échelonnent donc entre 0 (pas d'indépendance) et 8 (indépendance maximale). Un indice global est ensuite construit en faisant la somme des deux indices. La troisième recherche est celle de Cukierman, Webb et Neyapti (ci-après noté CWN), elle représente l'étude la plus perfectionnée en prenant en compte l'indépendance réelle, et c'est la raison pour laquelle notre travail de recherche va être basé sur l'indice proposé par ces auteurs (CWN).

5-1 Les indices d'indépendance de Cukierman, Webb et Neyapti:

L'étude de Cukierman, Webb et Neyapti (CWN) présente une description détaillée de la façon dont on pourrait mesurer l'indépendance des banques centrales en se basant sur un échantillon de 72 pays. Ces trois chercheurs procèdent par étape pour définir un indicateur global d'indépendance et construisent d'abord, trois différents indices : le premier mesure l'indépendance légale telle qu'elle est inscrite dans la loi. Une valeur faible indique une faible indépendance de l'autorité monétaire. Le deuxième indice prend en compte le *turnover* des gouverneurs des banques centrales (Le changement des gouverneurs à la tête de la banque centrale) afin d'approcher l'indépendance effective. Le troisième indicateur repose sur un questionnaire préparé par CWN aux gouverneurs des banques centrales et mesure les deux formes d'indépendance légale et effective.

5-1-1 L'indice basé sur l'indépendance légale :

Pour calculer l'indice de l'indépendance légale, CWN formulent 16 questions basées sur les informations suivantes :

- En premier lieu, ils se concentrent sur la charte définissant les lois de la banque centrale et non pas à l'application de ces lois ;

- Deuxièmement, ils prennent en considération d'autres informations concernant le gouverneur de la banque centrale, la formulation et la mise en place de la politique monétaire, les objectifs suivis par la banque centrale et le rapport entre cette dernière et le secteur public en particulier les opérations de prêts.

Ensuite, CWN regroupent les 16 questions dans les quatre catégories suivantes :

- Questions au sujet de l'indépendance des dirigeants ;
- Questions au sujet de la formulation de la politique monétaire ;
- Question au sujet des objectifs attribués à la banque centrale ;
- Questions au sujet des opérations de prêts au gouvernement.

Pour mieux illustrer cet indice d'indépendance légale ; nous proposons le tableau suivant qui regroupe l'ensemble des critères retenus par Grilli, Masciandro, Tabellini et Cukierman, Webb, Neyapti.

Tableau 2: Comparaison des critères d'indépendance légale selon Grilli, Masciandro , Tabellini et Cukierman, Webb, Neyapti.

Critères	GMT	CWN
<u>Indépendance des dirigeants</u>		
<u>Nomination des dirigeants :</u> Conseil d'administration de la banque centrale, décision collective de la banque centrale, du pouvoir exécutif et législatif.	18,75%	5%
<u>Durée du mandat des dirigeants :</u> ≥ 8 ans, de 6 à 8 ans, 5 ans, 4 ans ou < 4ans	12,5%	5%
<u>Limogeage du gouverneur :</u> non prévu par la loi, pour des raisons non liées à la politique monétaire, à la discrétion du conseil d'administration de la banque centrale, à la discrétion du pouvoir exécutif pour des raisons liées à la politique monétaire.	0%	5%
<u>Le gouverneur peut-il participer au gouvernement ?</u> non - seulement avec préalable autorisation du pouvoir exécutif – aucune réglementation en la matière.	0%	5%
Sous-total :	31,25%	20%
<u>Indépendance des objectifs :</u>		
<u>Objectif statutaire de stabilité des prix :</u> <u>Qui définit la politique monétaire ?</u> la banque seule - la banque participe mais a peu de pouvoir - la banque est un conseiller du gouvernement - la banque n'a aucun pouvoir	6,25%	15%
<u>Poids de la BC dans la résolution des conflits avec le gouvernement :</u> la banque a le dernier mot concernant ses objectifs tels que définis par la loi - le gouvernement tranche pour tout ce qui ne touche pas aux objectifs statutaires de la BC, ou en cas de conflit interne au sein de la BC - un conseil triparti (BC, pouvoirs exécutif et législatif) règle les conflits - le pouvoir législatif a le dernier mot en ce qui concerne les conflits liés à la politique monétaire - le pouvoir exécutif a le dernier mot pour les conflits sur la politique monétaire mais selon un processus prévu et avec possible protestation de la BC - le pouvoir exécutif décide sans condition	6,25%	5%
<u>Participation de la BC au processus budgétaire :</u> la BC joue un rôle actif - la BC n'intervient pas.	0%	5%
Sous-total :	18,75%	30%
<u>Indépendance des instruments :</u>		
<u>Restriction aux financements monétaires des déficits</u> <u>Interdictions et limites quantitatives aux avances :</u> aucune avance n'est autorisée - avances permises mais dans des limites strictes (ex : maximum des avances = 15% des revenus du gouvernement) - avances permises avec des limites plutôt lâches (ex : maximum des avances = au-delà de 15% des revenus du gouvernement) - pas de limites légales	12,5%	17,5%
<u>Caractère temporaire des avances :</u> < 6mois - < 1 an - > 1 an - non-définie dans la loi	6,25%	2,5%
<u>Accès privilégié du Trésor aux crédits de la BC :</u> Oui-non.	0%	5%
<u>Coût des crédits de la BC au Trésor :</u> fixées unilatéralement par la BC - spécifiées par les statuts de la BC - négociées par le gouvernement avec la BC - imposées par le gouvernement	6,25%	12,5%
Non participation de la BC au marché primaire de la dette publique :	6,25%	2,5%
Oui - non	31,25%	40 %
Sous-total :		
<u>Instruments de politique monétaire :</u>		
<u>La BC fixe le taux d'escompte :</u> Fixées unilatéralement par la BC, négociées par le gouvernement avec la BC - imposées par le gouvernement.	6,25%	5%
<u>La BC n'est pas chargée de surveillance prudentielle :</u> - oui - non	12,5%	5%
Sous-total :	18,75%	10%
Total :	100%	100%

Source : A.Bénassy et J.Pisani-Ferry, « Indépendance de la banque centrale et politique budgétaire », Document de travail, Centre d'études prospectives et d'informations internationales n°94-02 - juin 1994.

Ce tableau réunit les critères d'indépendance légale retenus ainsi que leur pondération dans les deux études. Le système de notation des banques centrales au regard des différents critères est plus détaillé dans l'indice de CWN que dans celui de GMT.

Les deux études se recoupent largement dans leur manière d'évaluer l'indépendance des dirigeants des diverses banques centrales. L'indice GMT accorde davantage d'importance que CWN à l'indépendance des dirigeants, alors que CWN s'intéresse davantage que GMT à l'existence explicite d'un objectif unique ou prioritaire de stabilité des prix dans les statuts de la banque centrale.

Presque la moitié de l'indice CWN porte sur les restrictions au financement monétaire des déficits budgétaires. L'indice GMT accorde moins de poids à ce critère, mais examine à quelle institution incombe la surveillance prudentielle du système bancaire.

Les auteurs justifient ce critère a priori surprenant par le fait que, si la banque centrale impose aux banques de second rang des ratios prudentiels limitant leurs crédits au secteur privé, elle accroît de fait les crédits disponibles pour le secteur public. Ainsi, la banque centrale est plus indépendante du pouvoir budgétaire lorsqu'elle n'est pas chargée de la surveillance prudentielle.

Enfin, l'indice GMT et de CWN considèrent comme plus indépendantes les banques centrales qui fixent elles-mêmes le taux d'escompte.

Afin de mieux tenir compte du fait que l'esprit de la loi et son application sont généralement plus importants que la loi elle-même, à cause première de l'incomplétude des lois à régler les conflits possibles entre la banque centrale et le pouvoir politique, et aussi pour tenir compte de l'interprétation des lois et de l'instabilité politique au niveau des pays en voie de développement, Cukierman, Webb et Neyapti, construisent deux autres indices permettant de mesurer l'indépendance réelle des banques centrales.

5-1-2 L'indice basé sur le turnover des gouverneurs :

Pour mieux cerner le sens de l'indépendance réelle dans les pays en voie de développement, compte tenu de leur particularité institutionnelle, Cukierman, Webb et Neyapti (1992) suggèrent de retenir comme indicateur de l'indépendance de la banque centrale *le turnover* des gouverneurs. Cet indicateur repose sur la présomption selon laquelle un changement fréquent des gouverneurs traduit un faible degré d'indépendance de la banque centrale. L'utilisation d'un tel indicateur suppose qu'un turnover important des gouverneurs est le reflet d'un degré d'indépendance plus faible que ne laisse présager la loi. En effet, si le turnover est important, le mandat du gouverneur de la banque centrale sera plus court que celui du gouvernement, ce qui laisse à penser qu'il y a un risque de non continuité de la politique monétaire, et de ce fait la crédibilité de la banque centrale se trouve menacée. Donc, Cukierman, Webb et Neyapti considèrent l'indépendance en termes de vulnérabilité politique en analysant la fréquence de changement du gouverneur de la banque centrale juste après le renouvellement du gouvernement (probabilité de survie du gouverneur après les élections ou un changement de nature politique), autrement dit : l'instabilité politique peut réduire la stabilité de la banque centrale.

Toutefois, il faut noter que l'indice du turnover doit être pris avec beaucoup de prudence car une rotation réduite ne signifie pas nécessairement une indépendance majeure : le gouverneur de la banque centrale soumis aux gouvernements peut durer plus facilement.

5-1-3 L'indice basé sur le questionnaire :

Le dernier indice mesurant l'indépendance de la banque centrale est fait à partir d'utilisation des résultats d'un questionnaire élaboré par CWN à un groupe des décideurs de politique monétaire, les questions sont concentrées sur la pratique plutôt que les variables légales décrites plus haut.

La mesure de cet indice se base sur la même logique utilisée dans l'indice d'indépendance légale, à chaque réponse donnée, on attribue une valeur et après, on calculera la valeur moyenne qui sera utilisée comme élément important du classement des banques centrales selon leur degré d'indépendance.

Les indices d'indépendance ainsi construits permettent de retrouver des résultats connus tels que la relative grande indépendance de la Bundesbank et de la Banque Nationale Suisse, mais montre aussi la diversité des situations au niveau mondial et même au sein de l'Europe.

Après avoir défini l'ensemble des indices d'indépendance de la banque centrale, nous passerons à l'étude la relation de ces derniers avec des variables économiques, telle que : l'inflation, la croissance, et la production.

5-2 Relation Indépendance et variables économiques :

De nombreux travaux empiriques ont cherché à apprécier, en comparant les performances de différents pays, l'efficacité de chacun des deux modèles d'organisation monétaire (banque centrale sous-tutelle, banque centrale indépendante) au regard des critères de l'inflation et de croissance. Ils conduisent à une double conclusion : l'inflation est d'autant plus faible que la banque centrale est plus indépendante ; il n'y a pas à long terme de compensation entre inflation et croissance, ce qui signifie que la modération de l'inflation ne se paie pas par une croissance plus faible (baisse de la croissance). Pour mieux développer ces deux conclusions, nous essayerons maintenant d'étudier la relation entre l'indépendance et les différentes variables économiques.

5-2-1 L'inflation :

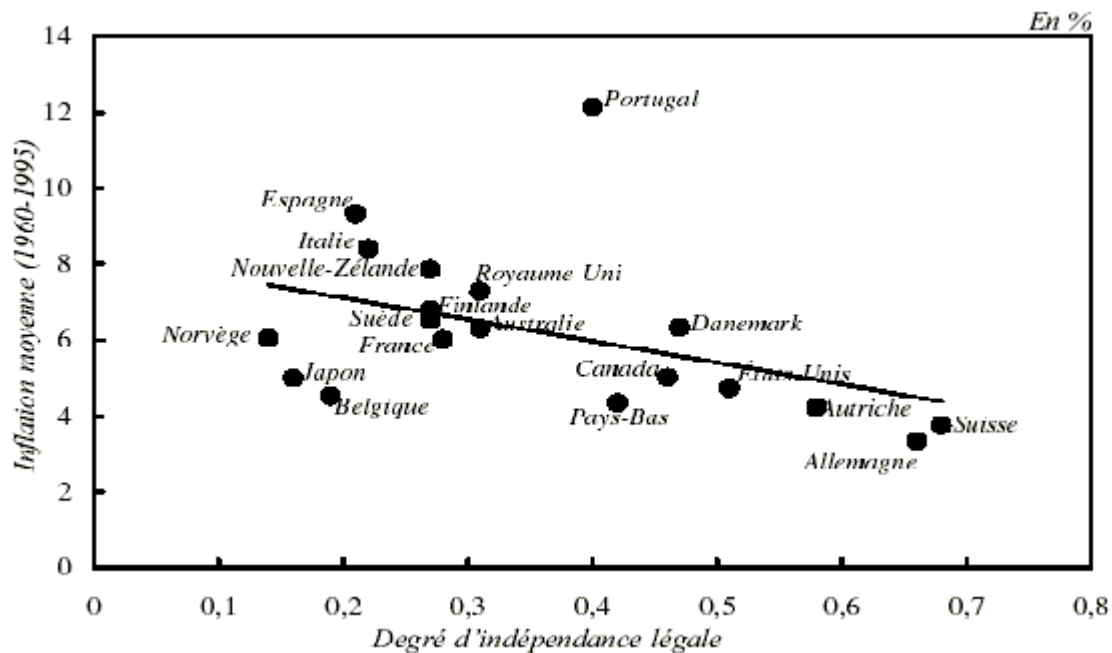
La relation négative entre indépendance et taux d'inflation est largement admise, confirmant les attentes théoriques¹⁷³. Cette relation a déjà été remarquée dans un article précurseur par Banaian & Laney & Willett¹⁷⁴ (1983 - p. 56). D'ailleurs, comme le montre Schaling¹⁷⁵ (1995 - pp. 123-128), en appliquant différents indices de l'indépendance à une même série de donnée (12 pays occidentaux sur la période 1972-1991), presque tous les indices indiquent une relation négative entre indépendance et inflation.

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

174 Banaian, K. et al. (1983), Central bank independence: an analysis, Economic Impact, 44, pp. 52-57.

175 Schaling, E. (1995), Institutions and monetary policy. Credibility, flexibility and central bank independence, Aldershot Hants UK, Edward Elgar.

Graphique 3 : Relation entre inflation et indépendance de la Banque centrale



Taux d'inflation moyen pour la période 1960-1995 et l'indice d'indépendance de Cukierman et *al.*.

Source : Wyplosz Charles (2002), « La Banque centrale en quête de maturité », extrait de *La banque centrale européenne*, rapport n° 38, Conseil d'analyse économique, Paris, La Documentation française.

Cependant, lorsqu'on approfondit ces résultats, des difficultés surgissent. Tout d'abord, ces études se limitent au cas des pays industrialisés alors qu'une relation de signe opposée apparaît pour les pays pauvres ou de revenus moyens. Ce point de vue a été développé surtout après les travaux de Cukierman & Webb et Neyapti en 1992. Ces auteurs affirment ce résultat en cas d'indice quantifiant l'indépendance réelle. De son côté, Barro¹⁷⁶ en 1995, en se basant sur un échantillon de 76 pays entre 1960 et 1990, et en utilisant le même indice d'indépendance construit par Cukierman, Webb et Neyapti, conclut à partir d'estimations économétriques que cette relation est quasiment nulle.

La question semble justement être la nature de ces indices, car si on utilise des indices fondés sur l'indépendance réelle (notamment le turnover des banquiers centraux), on retrouve la relation négative. Cela peut être expliqué par un écart entre l'indépendance légale et la pratique réelle. Cette idée est confirmée aussi par Eijffinger et Schaling¹⁷⁷ (1993) :

176 Barro R.J (1995), Inflation and Growth, NBER Working Paper 5326.

177 Eijffinger, S. et Schaling, E. (1993), Central bank independence in twelve industrial countries, Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 46, n. 184, mars, pp. 49-89.

« L'indépendance légale de la banque centrale est nécessaire ; mais elle n'est pas suffisante pour garantir l'indépendance réelle, qui implique également la prise en compte de la culture et des traditions des décideurs de la politique monétaire » (Eijffinger et Schaling, 1993 - p. 64).

Dans une autre étude, Eijffinger & Van Keulen¹⁷⁸ (1995) obtiennent des résultats qui s'inscrivent dans la même direction. Ils ne constatent pas des relations négatives significatives entre taux d'inflation et indépendance. Cela semble être marqué d'une part, par les types de pays choisis : 5 pays (Pologne, Portugal, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Hongrie) ont changé le statut légal de la banque centrale après 1990, ils ont donc des banques indépendantes récentes; d'autre part, la période temporelle est assez courte par rapport à d'autres analyses. Si ce deuxième élément réduit la portée du résultat, le premier est intéressant, car si on ne considère que les pays ayant une loi plus ancienne que 1990, on retrouve la relation négative entre indépendance et taux d'inflation. Cela peut au moins nous faire supposer, qu'au delà de l'indépendance légale, l'indépendance effective joue un rôle important. Autrement dit, que pour réduire l'inflation la modification du cadre légal n'est pas suffisante, il faut aussi du temps pour afficher la volonté de la banque centrale de réaliser une politique non inflationniste.

5-2-2 La croissance :

Plusieurs auteurs soutiennent l'existence d'une relation nulle entre indépendance et taux de croissance. Cela semble suivre le cadre théorique de la crédibilité selon lequel la réduction de l'inflation réalisée par l'indépendance, étant donné l'apport de la crédibilité, ne provoque pas des coûts en termes de réduction de la croissance (Graphique n°3). Ce résultat semble confirmer l'idée du *free lunch*¹⁷⁹ et de la neutralité de la monnaie à long terme. Cukierman & Kalaitzidakis & Summers & Webb¹⁸⁰ en 1993, étendent le champ d'étude à un ensemble vaste de pays '16 pays industrialisés et 24 pays en voie de développement' pour la période 1960-1988 et prennent en compte dans leur estimation l'influence d'autres variables (termes de

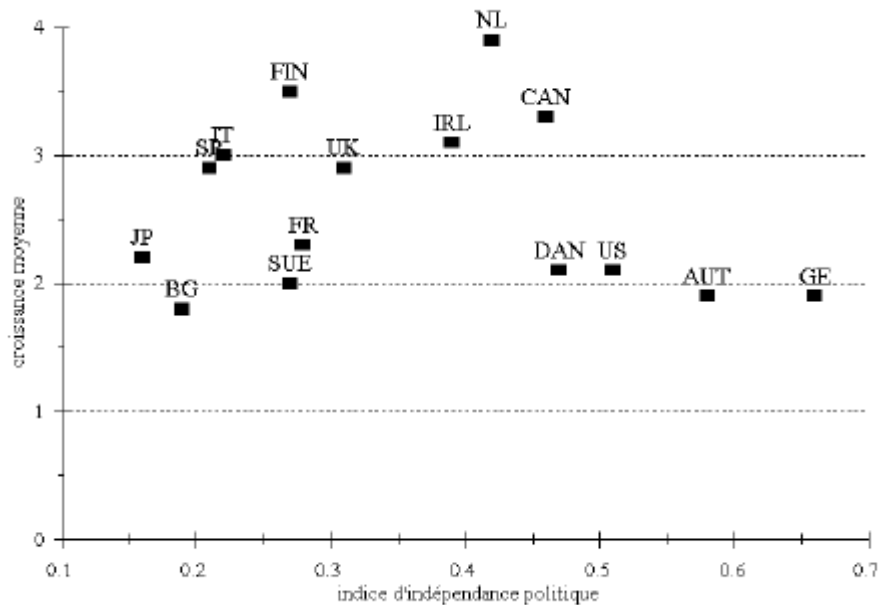
178 Eijffinger, S. et Van Keulen, M. (1995), Central bank independence in another eleven countries, Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 48, n. 192, mars, pp. 39-83.

179 L'idée du *free lunch* consiste à dire qu'il n'y a pas une compensation de la baisse de l'inflation par une baisse de la croissance, c'est-à-dire la baisse de l'inflation n'aura pas d'effet pervers sur la croissance.

180 Cukierman, A. et al. (1993), Central bank independence, growth, investment and real rates, Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy, vol. 39, décembre, pp. 95-140.

l'échange, niveau initial du PIB). Ils trouvent que l'indépendance légale n'est pas liée à la croissance moyenne. L'indice construit à partir de l'introduction des changements des banquiers centraux 'turnover' a quant à lui, un impact significativement négatif pour le groupe des pays en voie de développement mais n'a pas d'effet pour les pays industrialisés. Autrement dit, la variance de la croissance est moins élevée dans les pays industriels que dans les pays en voie de développement, les mêmes pays industriels étant aussi ceux qui possèdent un taux de rotation des gouverneurs moins fort. Cela explique la relation négative constatée, mais ne permet pas de soutenir un véritable rôle de l'indépendance.

Graphique 4 : Indice d'indépendance et croissance moyenne dans les années quatre-vingt pour les pays industrialisés.



Lecture : AUT : Autriche, BG : Belgique, CAN : Canada, DAN : Danemark, FIN : Finlande, FR : France, GE : Allemagne, IRL : Irlande, JP : Japon, IT : Italie, NL : Pays-Bas, SP : Espagne, SUE : Suède, UK : Royaume-Uni, US : Etats-Unis.

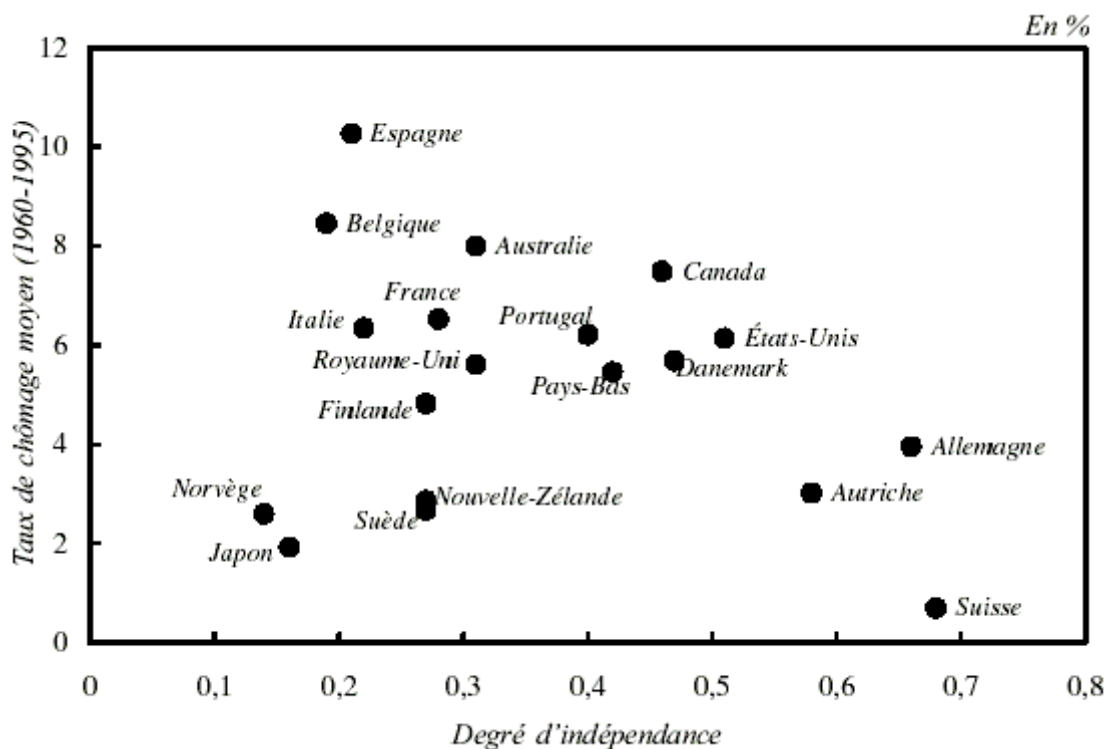
Source : Annabelle MOURUGANE, (1997) « *Crédibilité, indépendance et politique Monétaire : Une revue de la littérature* », Série des documents de travail de la direction des études et synthèses Économiques, Institut national de la statistique et des études économiques.

5-2-3 Le chômage :

L'indice d'indépendance des banques centrales a été aussi étudié en relation avec la variable du chômage. D'ailleurs plusieurs études soulignent qu'il n'y a pas une relation significative entre cet indice et cette variable ; cela veut dire que la baisse de l'inflation ne sera pas compensée par une augmentation du chômage. Toutefois, cette idée reste contestée, car si on se base sur l'exemple de la Suède, du Norvège et du Japon (Graphique n°5), on constate que

les banques centrales de ces pays ont un faible degré d'indépendance et un niveau de chômage inférieur aux pays ayant une forte indépendance (Nouvelle-Zélande, l'Autriche et l'Allemagne).

Graphique 5 : Relation entre chômage et indépendance de la Banque centrale



Taux de chômage moyen pour la période 1960-1995 et l'indice d'indépendance de Cukierman et al.. **Source :** Wyplosz Charles (2002), « La Banque centrale en quête de maturité », extrait de *La banque centrale européenne*, rapport n° 38, Conseil d'analyse économique, Paris, La Documentation française.

5-2-4 La variabilité de la production :

Pour ce qui est de la variabilité de la production, les analyses soutiennent presque à l'unanimité la non relation avec l'indépendance. L'indépendance des banques centrales doit certes se traduire par une inflation plus faible en moyenne mais aussi, par une moindre capacité des autorités monétaires à stabiliser les chocs d'offre : les pays dont les banques centrales sont les plus indépendantes devraient donc connaître en moyenne plus de fluctuations importantes de leurs activités. Or, lorsqu'on rapproche simplement la variance du PIB d'un indice d'indépendance, aucune relation n'apparaît (Graphique n°6).

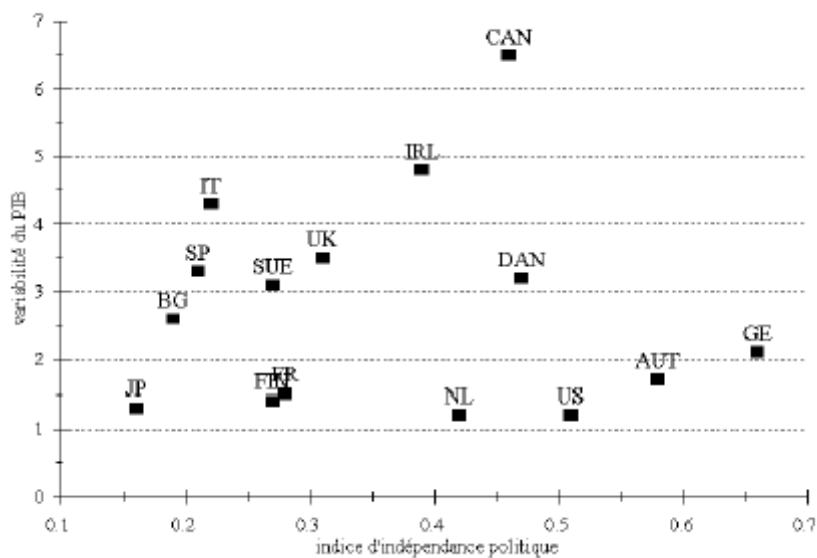
Cukierman & Kalaitzidakis & Summers & Webb étudient aussi la relation entre l'indépendance et la variabilité de la production. Pour l'ensemble des pays étudiés, ils

trouvent que l'indice d'indépendance légale n'est pas lié à la variabilité du produit mais un changement plus fréquent des gouverneurs se traduit par une accentuation des fluctuations de la croissance.

Alesina et Gatti¹⁸¹ en 1995, suggèrent que cette absence de résultat peut résulter de la baisse de variabilité du pouvoir provenant des décisions politiques induite par la présence d'un gouverneur conservateur. Ainsi, ils montrent qu'une instabilité politique se traduit par une plus grande variabilité de la production, le degré d'indépendance étant fixe.

En définitive, une plus grande indépendance ne semble pas avoir un impact significatif sur la variabilité de la production.

Graphique 6 : Indice d'indépendance et variabilité des PIB dans les années quatre-vingt pour les pays industrialisés.



Lecture : AUT : Autriche, BG : Belgique, CAN : Canada, DAN : Danemark, FIN : Finlande, FR : France, GE : Allemagne, IRL : Irlande, JP : Japon, IT : Italie, NL : Pays-Bas, SP : Espagne, SUE : Suède, UK : Royaume-Uni, US : Etats-Unis.

Source : Annabelle MOUROUGANE, (1997) « *Crédibilité, indépendance et politique Monétaire : Une revue de la littérature* », Série des documents de travail de la direction des études et synthèses Économiques, Institut national de la statistique et des études économiques.

181 Alesina, A. et Gatti, R. (1995), How independent should the central bank be? Independent central banks: low inflation at no cost?, American Economic Review, Papers and Proceedings, vol. 85, mai, pp. 196-200.

Après avoir défini et présenté les avantages que procure l'indépendance à la banque centrale en terme de crédibilité et de performances économiques, il nous apparaît nécessaire de conclure cette section en considérant la responsabilité, car il s'agit là, d'un élément clé du fonctionnement de toute démocratie, où toute institution qui a le pouvoir, par son action d'influencer la vie et le bien être des citoyens est tenue à ses obligations. L'indépendance implique donc, la prise en compte de la responsabilité. Si la banque centrale est indépendante, cela ne signifie pas qu'elle puisse être irresponsable.

6- Indépendance versus Responsabilité :

La question de l'indépendance des banques centrales a fait l'objet d'une discussion large partout dans le monde, surtout dans le vingtième siècle, a peu près entre la mi quatre-vingt et la mi quatre-vingt-dix, où on a assisté à un mouvement impressionnant vers ce nouveau cadre de banque centrale, au moins pour ce qui concernait la conduite de la politique monétaire.

Aujourd'hui, les banques centrales des pays industrialisés sont indépendantes, les grandes institutions internationales, notamment le FMI, recommandent que les banques centrales puissent accéder à l'indépendance dans les pays émergents et en développement.

L'argument qui soutient ce fort mouvement vers l'indépendance des banques centrales se base sur l'idée selon laquelle, la stabilité des prix est généralement une bonne chose pour l'économie, et une banque centrale indépendante aide à la réaliser. L'économie fonctionne mieux, si les décisions d'investissement et de salaires ne sont pas contrecarrées par une inflation forte. La stabilité des prix garantie non seulement, le bon fonctionnement de l'économie mais elle permet aussi la cohésion et la paix sociale. Donc, une banque centrale coupée du pouvoir politique serait la garante de la stabilité des prix et cela, sans influencer d'autres variables macroéconomiques comme la croissance et le chômage.

Toutefois, la plupart des banquiers centraux doivent admettre que le fait de parvenir à l'indépendance implique de plus grandes responsabilités. Une banque centrale indépendante doit reconnaître qu'elle est responsable, au bout du compte, des missions que lui a déléguées le Parlement ou le gouvernement, telles qu'elles sont définies dans ses statuts¹⁸². Cette

¹⁸² Il s'agit en général de la politique monétaire et de la réalisation et du maintien de la stabilité des prix.

responsabilité est importante car la politique monétaire affecte tous les citoyens et parce qu'elle peut redistribuer des revenus d'un groupe de citoyens vers un autre. Les agents économiques n'acceptent plus que les responsables politiques leur présentent des décisions toute arrêtées et non négociables. Les décisions forcées échouent. Les responsables politiques sont de plus en plus contraints à expliciter leurs idées, à dialoguer avec leurs opinions publiques pour essayer de dégager un consensus ou du moins une majorité.

Pour mieux cerner le sens de cette question cruciale à savoir la responsabilité de la banque centrale, nous essayerons de répondre aux trois questions suivantes : la banque centrale est : responsable de quoi ? Responsable comment ? Et responsable devant qui ?

6-1 Définition de la notion de responsabilité de la banque centrale :

Dans le dictionnaire une institution 'responsable' se définit comme étant une institution 'susceptible d'être mise en cause en cas de perte ou d'échec'. La responsabilité est le mécanisme par lequel les banques centrales indépendantes s'exposent d'elles-mêmes à un contrôle par l'opinion publique et acceptent, par la même, la responsabilité de tout défaut dans la conception et la mise en œuvre de la politique monétaire.

Dans ce contexte, la responsabilité peut être considérée comme une contrepartie naturelle de l'indépendance de la banque centrale. Il s'agit d'un élément clé du fonctionnement de toute démocratie : toute institution qui a le pouvoir, par son action d'influencer la vie et le bien être des citoyens est tenue à ses obligations. Dans une société démocratique, les citoyens et leurs représentants élus doivent avoir la possibilité d'exercer un contrôle sur la conception et la mise en œuvre, par des organes indépendants, de politiques publiques importantes. Dans le cadre de la politique monétaire, la responsabilité de la banque centrale constitue, par conséquent, un élément essentiel d'une société démocratique.

6-2 La banque centrale responsable de la stabilité des prix ?

Il semble s'être dégagé un consensus pour dire qu'une banque centrale est responsable de l'inflation à moyen terme. C'est explicitement la stratégie que la plupart des banques centrales ont adoptée. Certes cette stabilité des prix est primordiale à réaliser mais la politique

monétaire affecte aussi les citoyens et les entreprises à court terme et ses effets réels sur un horizon de deux à trois ans sont parfois très importants. Donc, la responsabilité de la banque centrale peut aussi porter sur les questions de : l'instabilité financière, le rôle de l'inflation du prix des actifs, le risque de bulles spéculatives, qui ont une importance considérable pour l'ensemble des citoyens et des entreprises, donc une banque centrale ne peut les ignorer au prétexte que son objectif est exclusivement la stabilité des prix à moyen terme.

Toutefois, il faut noter que la préoccupation de la banque centrale des objectifs autres que la stabilité des prix ne fait pas l'objet d'un consensus, car il y a certains auteurs qui soulignent l'argument selon lequel le comportement d'une banque centrale doit être stable et prévisible, et qu'il serait contre-productif de répondre à des inquiétudes ou à des modes de court terme. Il est exact que la qualité de la politique monétaire se juge sur ses résultats dans le long terme, mais la vie réelle a lieu dans le court terme et les accidents de parcours, économiques et politiques ne peuvent être ignorés.

6-3 Comment la banque centrale peut-elle être responsable ?

La responsabilité de la banque centrale peut prendre deux formes : une responsabilité ex post et une responsabilité ex ante. La responsabilité ex post consiste à annoncer des objectifs et être jugé sur pièces. La responsabilité ex ante au contraire signifie que la banque centrale doit expliquer et justifier ce qu'elle a l'intention de faire dans le futur pour faire face à la situation telle qu'elle est envisagée à ce jour. Ce type de responsabilité (ex ante) se base sur la relation entre la banque centrale et les agents privés, c'est non seulement l'action mais aussi, et ce sera de plus en plus, la parole : la politique monétaire a consisté de plus en plus, non seulement à imposer tel ou tel niveau de taux d'intérêt, mais également à dialoguer avec les marchés, à les convaincre du bien-fondé de la politique menée et même, quelques fois, à les amener à aller d'eux-mêmes dans la direction voulue sans qu'il soit nécessaire d'agir. L'art de la communication est ainsi devenue un instrument à part entière utilisé par les banquiers centraux pour être pleinement transparents et le plus responsables possible.

Pour que cette communication soit efficace et engage les actes des banquiers centraux, plusieurs auteurs soulignent l'importance de mettre en œuvre une stratégie qui permet de

rendre la banque centrale plus responsable et ainsi renforcer sa crédibilité. Cette stratégie repose sur certains éléments, parmi ces derniers, on peut noter :

6-3-1 L'annonce des objectifs :

L'annonce des objectifs est une condition nécessaire des performances de la banque centrale. Le choix des objectifs peut relever du Parlement, du gouvernement ou de la banque centrale elle-même. Le respect des objectifs fixés est d'autant plus facile à contrôler que ceux-ci sont hiérarchisés et quantifiés.

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

6-3-2 La reddition des comptes :

Si les objectifs sont clairement définis, c'est sur la réalisation de ceux-ci que la banque centrale devra rendre des comptes. Sinon, la banque centrale devra s'expliquer sur les arbitrages effectués. Même si la justification des décisions prises amène la banque centrale à dévoiler sa stratégie, l'explication de la stratégie adoptée est avant tout nécessaire à la prévisibilité du comportement future de la banque centrale, tandis que la société et ses représentants s'intéressent surtout aux résultats obtenus.

6-3-3 Les sanctions éventuelles :

La possibilité de sanctionner la banque centrale peut la rendre plus responsable et renforcer la crédibilité de l'objectif suivi par cette dernière, mais peut aussi porter atteinte à son

indépendance. La révocation du banquier central par les autorités pourrait être une forme de sanction. On pourrait aussi considérer comme sanction morale la mise en œuvre d'une convention entre le gouvernement et la banque centrale selon laquelle, si l'inflation courante s'écarte de plus d'un point de pourcentage de l'objectif, le gouverneur doit faire rapport écrit au ministre des Finances sur les causes de la déviation, sa durée attendue et les mesures préconisées pour y remédier rapidement. Enfin, un autre type de sanction consiste, pour le gouvernement à suspendre ou annuler les décisions de la banque centrale et réorienter la politique monétaire (reprise en main). Il est important que soient précisées les modalités d'application de cette procédure, sa durée et sa portée. La présence de ce mécanisme révèle que la politique monétaire demeure, in fine, sous la responsabilité du gouvernement, au même titre que les autres politiques économiques.

L'existence de ces éléments (l'annonce des objectifs, la reddition des comptes, et les sanctions) destinés à garantir la responsabilité de la banque centrale vis-à-vis du public peut néanmoins contribuer à favoriser la crédibilité et par conséquent, l'efficacité de la politique monétaire. Ces mécanismes constituent à ce titre, un dispositif efficace sur le plan économique. En outre, ils fournissent à la banque centrale un moyen d'expliquer et de justifier ses décisions, ce qui permet un échange efficace d'informations entre les différentes institutions habilitées à prendre des décisions, entre le secteur public et le secteur privé.

6-4 La banque centrale est responsable devant le public :

En théorie, selon le principe de démocratie, les banques centrales sont responsables devant les peuples et leurs représentants élus. En pratique, l'indépendance telle qu'elle est couramment pratiquée, limite considérablement l'influence du gouvernement, et dans beaucoup de pays la solution démocratique a été de charger le Parlement de contrôler la banque centrale. Or, on commence à s'apercevoir que ce type de contrôle, s'il est bien adapté à une responsabilité ex post, est beaucoup plus difficile dans le cas d'une responsabilité ex ante, en raison de la fréquence des événements monétaires et financiers auxquels toute banque centrale se doit de réagir. D'ailleurs les banques centrales ont bien compris que cette responsabilité devant le Parlement ne suffit pas : elles dépensent désormais une énergie considérable à communiquer directement avec les opinions publiques. Cette idée est partagée par plusieurs auteurs qui soulignent que la responsabilité de la banque centrale se situe à plusieurs niveaux.

Responsabilité vis-à-vis du pouvoir politique : C'est lui (le gouvernement ou Parlement) qui nomme, selon des modalités variées, les dirigeants des banques centrales. C'est le parlement qui a délégué l'indépendance à la banque centrale et ce qu'une loi a fait, une autre peut le défaire.

Responsabilité vis-à-vis de la nation : les banques centrales ont un mandat précis et elles doivent régulièrement prouver qu'elles sont fidèles à ce mandat et que leur démarche est en cohérence avec ce dernier. Les dirigeants des banques centrales ont en permanence un devoir d'explication de leur action, devant leur Parlement, devant les citoyens. Rapports écrits périodiques, témoignage devant le Parlement, au minimum dans le cadre de ce qui est prévu par les statuts, mais en fait, au-delà puisque, dans les pays où les banques centrales sont indépendantes, les représentants de la nation peuvent à tout moment requérir de témoignage de dirigeants de l'institution.

Cette responsabilité des banques centrales vis-à-vis des représentants élus et de l'opinion publique peut être renforcée par la transparence qui entoure les mesures de politique monétaire et les motivations à l'origine de ces décisions. Ainsi, les banques centrales annoncent maintenant généralement leurs décisions, en les commentant brièvement, tout de suite après les avoir prises.

Conclusion :

Les développements théoriques importants de la littérature sur la crédibilité, notamment la théorie de l'indépendance de la banque centrale, ont permis de justifier le choix privilégié ces dernières années dans beaucoup de pays (Angleterre, France, Nouvelle-Zélande) de doter la banque centrale d'une indépendance vis-à-vis des organes politiques et de l'inciter à rechercher la stabilité des prix. En particulier, les résultats de cette littérature ont souvent été avancés dans le débat concernant les statuts de la Banque Centrale Européenne (BCE).

Cette littérature récente soutient aussi qu'un degré supérieur d'indépendance conduit à des taux moyens de croissance monétaire et d'inflation plus faibles, et à une stabilité monétaire plus grande. L'indépendance aiderait donc, la banque centrale à s'engager de toutes ses forces en faveur de la stabilité des prix, et par là à contenir l'inflation à un faible niveau, ce qui lui permet de renforcer sa crédibilité.

En conséquence, il est devenu clair aujourd'hui que la tendance générale des autorités monétaires dans leur conduite de la politique monétaire correspond au modèle théorique standard des banques centrales¹⁸³, selon lequel l'indépendance est un gage de crédibilité. Elle permet en effet selon les théories traditionnelles d'assurer la cohérence temporelle de la politique monétaire menée par l'institution, surtout à travers la nomination d'un gouverneur conservateur et de faire face aussi aux velléités électorales du gouvernement.

Pourtant, ce phénomène est plus complexe et plus diversifié que ne l'affirment ces théories, puisque la crédibilité d'une autorité monétaire ne se limite pas à la seule cohérence temporelle de ses politiques. Le degré de confiance qu'inspire une institution dépend de nombreux éléments, à la fois économiques et psychologiques. En outre, la crédibilité d'une autorité monétaire ne peut être indépendante de la crédibilité de la monnaie qu'elle pilote, ni de celle de la zone économique qu'elle représente. En définitif, nous pouvons dire que l'indépendance de la banque centrale apparaît comme une condition essentielle, voire, un gage pour accroître la crédibilité et garantir la continuité de la politique monétaire ; mais elle reste insuffisante, et il faut que la banque centrale soit aussi responsable et transparente.

¹⁸³ Le modèle théorique standard des banques centrale défend la principale thèse suivante : pour qu'une autorité monétaire soit crédible, elle doit être indépendante des pouvoirs politiques.

SECTION 2 :

La transparence de la politique monétaire.

Introduction :

Aujourd'hui, pratiquement tous les pays du monde ont une banque centrale, elles exercent les mêmes grandes fonctions, mais il y a entre ces institutions des différences importantes qui résultent de l'histoire monétaire et politique de chaque pays. En particulier, leur cadre institutionnel est différent en terme : d'indépendance, de responsabilité et de transparence.

Cette dernière décennie a été témoin d'un intérêt accru pour les études menées sur le cadre institutionnel de la politique monétaire qui permet de renforcer la crédibilité de la banque centrale, et de ce fait, les nouveaux débats qui ont émergé sont liées au sujet des caractéristiques institutionnelles de ces banques centrales et leurs effets sur la crédibilité et les performances économiques. Les analyses récentes ont essayé d'identifier les degrés optimaux de l'indépendance, de la responsabilité et de la transparence de la politique monétaire.

La fin des années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix ont été marqués par l'émergence du phénomène d'indépendance des banques centrales. Les avantages de ce dernier, ont été justifiés par plusieurs recherches menées par les universitaires et les banquiers centraux et de ce fait, la littérature sur l'indépendance de la banque centrale reste abondante.

Ces avantages acquis grâce à l'indépendance de la banque centrale ont permis un mouvement très net en faveur des recherches sur les questions de la responsabilité et de la transparence de la politique monétaire qui restent limitées jusqu'à présent.

En cette partie d'étude, nous commençons par la définition de la notion de la transparence, ensuite, nous essayerons d'expliquer cette nouvelle tendance vers une transparence accrue après une période où l'opacité des banques centrales faisait l'unanimité, nous étudions aussi la possibilité d'élaborer une stratégie permettant de garantir un niveau élevé de la transparence, et la relation de cette dernière avec les variables macroéconomiques, surtout l'inflation et la variabilité du rendement, et enfin, on étudiera les différents défis à relever par les banques centrales en matière de transparence.

1-Définition de la transparence :

Depuis quelques années, la problématique de la crédibilité s'est déplacée vers la notion de transparence et le contenu de la politique de communication de la banque centrale. La transparence est avant tout une exigence démocratique d'autant plus forte que la banque centrale est indépendante.

La transparence implique que la banque centrale fournit au grand public et aux marchés, ouvertement, clairement et en temps voulu, toutes les informations utiles concernant sa stratégie, ses analyses et ses décisions de politique monétaire ainsi que ces procédures¹⁸⁴.

Dans un article reliant la notion de la transparence à celle de la crédibilité, Faust et Svensson¹⁸⁵, définissent la notion de la transparence de la manière suivante : « *Elle est liée à la facilité avec laquelle, le public peut déduire les objectifs et les intentions des banques centrales d'éléments observables* ». Le public est chargé d'extraire de l'information et, plus facile elle est à rassembler, plus la transparence est forte. Pour ces deux économistes, la transparence est la facilité par laquelle le public peut rassembler de l'information.

De son côté, Nicolas Parent¹⁸⁶, définit la transparence de la politique monétaire par « *Le résultat de l'ensemble des mesures prises par la banque centrale en vue de permettre aux marchés financiers et aux agents économiques en général d'avoir une bonne connaissance et une bonne compréhension des éléments qui sont pris en considération dans la conduite de la politique monétaire* ». Pour Geraats¹⁸⁷, cependant, « *La transparence économique correspond à la publication des prévisions d'inflation et de croissance du PIB par la banque centrale* », cette officialisation des prévisions permet au public de prendre les meilleures décisions possibles, du fait qu'il est en possession des informations utiles sur les modèles sous-jacents de la banque centrale, donc sur ses modalités de réactions aux chocs exogènes.

184 Définition donnée par la Banque Centrale Européenne.

185 Faust J, et Svensson. L.E.O, « Transparency and Credibility : Monetary Policy with unobservable goals », miméo, février 2000.

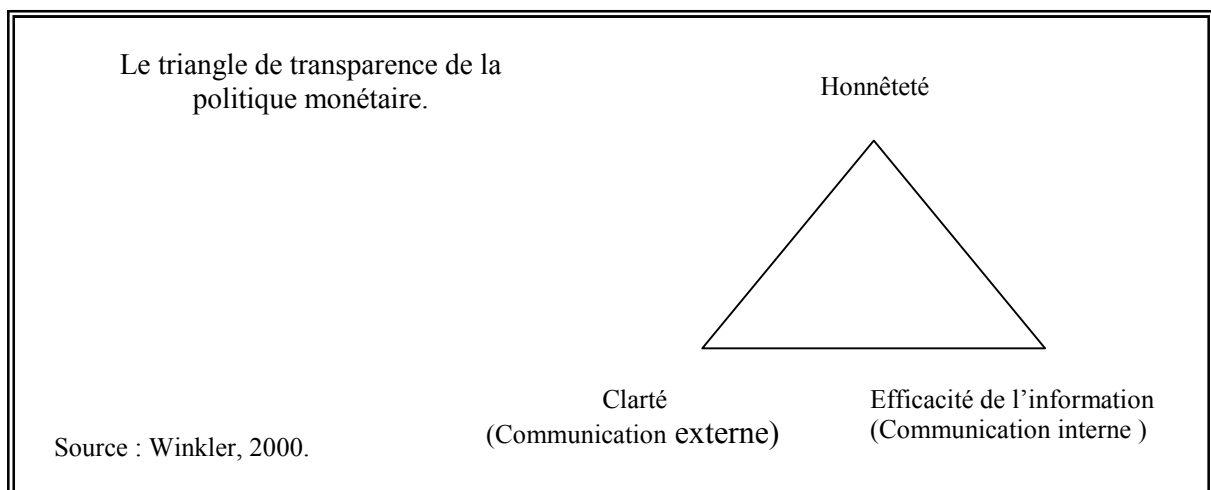
186 Nicolas Parent, « Transparence et réaction des taux d'intérêts à la publication périodique des données macroéconomiques », Revue de la Banque du Canada, (Hiver 2000-2001).

187 Geraats. P.M, « Why adopt transparency ? The publication of central bank forecast », Document de travail, n°41, BCE, Janvier 2001.

En 2000, Winkler¹⁸⁸ propose une définition beaucoup plus complète de la notion de transparence. Pour cet auteur, pour être pleinement efficace, la transparence doit assurer les trois fonctions suivantes : clarté, honnêteté, et efficacité.

La clarté dans la communication vis-à-vis du public, l'honnêteté, c'est-à-dire la conformité de la structure de l'information délivrée en externe avec celle délivrée en interne, et ceci, afin que le public n'ait à craindre, ou le moins possible, une manœuvre stratégique de la part de la banque centrale et enfin, l'efficacité de l'information délivrée en interne.

Toujours dans ce même article, Winkler propose un schéma définissant un triangle de compatibilité qui permet de déterminer le contexte idéal de la transparence de la banque centrale, cette dernière doit être claire, franche et efficace.



En 1999, de son côté le Fonds Monétaire International¹⁸⁹ a publié le code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière. Ce document recense les pratiques de transparence pour les banques centrales dans la conduite de la politique monétaire et d'autres organes financiers dans la conduite de la politique financière. Le FMI propose une définition large du concept de la transparence. Selon cette institution, « *La transparence signifie que le public est informé avec clarté, accessibilité et sans délais des objectifs de l'action, de son cadre juridique, institutionnel et économique, des décisions y afférentes et de leurs objectifs, des données et informations relatives aux politiques monétaire et financière.*

188 Winkler. B, « Which kind of transparency ? on the need for clarity in monetary policy making », Document de travail n°26, BCE, Aout 2000.

189Fonds Monétaire International, « Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaires et financières : Déclaration de principe », Septembre 1999.

Aussi, les pratiques de transparence qui figurent dans le code visent à atteindre les objectifs ci-après :

- 1- Définition claire du rôle, des responsabilités et des objectifs des banques centrales et des organes financiers ;*
- 2- Transparence du processus d'élaboration et d'annonce des décisions de politique monétaire par la banque centrale ;*
- 3- Accès du public à l'information sur les politiques monétaire et financière ;*
- 4- Obligation de rendre compte et garantie d'intégrité de la banque centrale et des organes financiers ».*

Donc, le FMI propose une définition assez complète qui détermine l'élaboration d'une stratégie de transparence, qui commence de la précision des rôles des institutions, à l'élaboration des politiques et enfin la responsabilité à rendre compte.

Généralement on admet que cette notion de transparence recouvre trois dimensions : la transparence relative aux instruments, la transparence relative aux objectifs et la transparence relative à la mise en place de la politique monétaire.

1-1-La transparence relative aux instruments :

Cette catégorie de transparence est relative au fait que le public connaît les instruments de la politique monétaire que la banque centrale utilise, et à sa connaissance du niveau souhaité de cet instrument, c'est-à-dire, quand une cible est fixée pour l'instrument. Cette définition montre déjà l'ambiguïté sous-jacente à la transparence. Si la banque centrale révèle qu'elle va utiliser le taux d'intérêt comme instrument mais qu'elle ne dévoile pas le niveau, cela ne sert à rien, on n'est pas plus avancé. Il y a donc, toute une gamme de degré de transparence différent.

Cette idée de la transparence relative aux instruments ne date pas d'aujourd'hui. En 1976, un citoyen américain M. Merryll avait attaqué le Federal Open Market Committee¹⁹⁰ (FOMC), où il avait porté plainte car il estimait que ne pas être au courant de la politique menée pouvait être préjudiciable aux investisseurs car cela pouvait tromper leur décisions d'investissement,

190 Le FOMC est composé des sept membres du conseil des gouverneurs et les douze représentants des banques de réserve fédérale. Ils se réunissent toutes les six semaines pour arrêter les règlements relatifs aux opérations d'Open Market.

il trouvait que la Banque Centrale Américaine faisait exprès de rendre les choses peu transparentes. Les responsables du FOMC rétorquaient quant à eux qu'ils faisaient cela pour le bien des citoyens, pour qu'ils ne suréagissent pas, le FOMC diffusent l'information progressivement pour limiter la volatilité du taux d'intérêt. Donc, les choses peuvent paraître paradoxales, car l'argument du FOMC est de dire que plus, on est transparent, plus on augmente la volatilité des taux d'intérêt ce qui est mauvais pour l'économie. Cette attitude du FOMC a été confirmée par la suite par Alain Gresspan, lorsqu'il a dit « *Si vous m'aviez compris, c'est que je me suis mal exprimé* » ce qui confirme l'idée de l'opacité protectrice qui régnait dans les années soixante-dix et quatre-vingt.

1-2 La transparence relative aux objectifs :

Dans ce cas, il s'agit de la connaissance du public concernant les objectifs de la banque centrale, car en exposant les objectifs de la politique monétaire, la banque centrale permet au public de mieux comprendre ce qu'elle cherche à faire et fournit un cadre de référence pour définir ses propres choix, contribuant ainsi à l'efficacité de la politique monétaire, ce qui permet aussi au marché de former des anticipations de façon plus efficace.

On peut dire qu'ici est aussi une question de degré. Si on lit les objectifs de la Réserve Fédérale, on trouve « le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme », mais il n'est pas précisé la hiérarchie de ces objectifs. De ce point de vue là, la BCE est plus claire, car l'article 105 du Traité de Maastricht, lui impose l'objectif de la stabilité des prix comme principal objectif, et après sous réserve de cette stabilité, et sans peine de ne pas la remettre en question, elle peut soutenir les objectifs généraux de l'Union.

La transparence relative aux objectifs est liée à la transparence relative aux instruments, car l'anticipation des agents des instruments de la politique monétaire va leur donner de l'information sur les objectifs de la banque centrale. Les agents anticipent la façon dont la banque centrale va modifier l'instrument et de là, ils anticipent les objectifs de la banque centrale et la façon dont elle pondère ces différents objectifs. En d'autre terme, en essayant de deviner ce que la banque centrale fait, on obtient de l'information, non seulement sur ce qu'elle fait mais aussi sur ce qu'elle vise.

1-3 La transparence relative à la mise en œuvre de la politique monétaire :

On appelle aussi ce type de transparence la ‘ Transparence vis-à-vis de la stratégie de la politique monétaire’. Elle est donc relative à la façon dont la banque centrale présente l’économie et à la façon dont elle va utiliser l’information pour déterminer sa politique monétaire.

Ce type de transparence fait partie des principes d’action de la banque centrale. Il est d’ailleurs lié au principe de la crédibilité. Crédibilité implique transparence de la stratégie et des instruments mis à son service. Ayant reçu la délégation du pouvoir monétaire, la banque centrale doit rendre des comptes non seulement aux politiques mais à l’ensemble des agents. Il lui faut fournir une grille de lecture qui présente ses prévisions et explique sa stratégie. La transparence n’est pas seulement la condition de l’indépendance, elle est aussi source d’efficacité.

Sur ce point, les banques centrales, les plus transparentes sont, la Banque Royale de Suède et la Banque d’Angleterre. On connaît les modèles qu’elles utilisent pour prévoir les tensions inflationnistes à long terme, on sait donc, comment elles réagissent.

Pour ces trois dimensions, la différence réside donc, dans une question relative au degré de transparence qu’à une question relative à la nature de la transparence.

Enfin, on peut distinguer entre deux types de transparence : la transparence ex-ante qui représente le fait de rendre public son véritable référentiel de décision en expliquant les éléments qui fonderont ses décisions futures, et la transparence ex-post, le fait de rendre publics dans les délais le plus bref et de la façon la plus exhaustive, les éléments qui ont conduit aux décisions passées¹⁹¹.

Après avoir défini la notion de la transparence et présenté ses différentes formes, on fera un petit retour en arrière pour savoir comment ce nouveau phénomène à émerger ?

191 Monitoring the European central bank, CEPR, 2000.

2-La tendance à l'évolution vers la transparence :

Les institutions publiques connaissent depuis une dizaine d'années de profonds changements. L'un des plus importants est la place croissante accordée à la responsabilité, ou l'obligation de rendre compte, qui amène les institutions publiques à devenir plus ouvertes et à donner plus d'information sur leurs opérations, bref, à être plus transparentes pour employer le mot à la mode.

La communication est devenue une question essentielle pour les banques centrales. Faisant d'abord un petit retour en arrière. Il n'y a pas très longtemps, dans la tradition de la « mystique des banques centrales », on considérait que les marchés et les partenaires sociaux observaient de près la banque centrale et s'efforçaient d'affiner sans cesse leur compréhension de son action¹⁹². Les banques centrales dans cette tradition, devaient en dire le moins possible, et elles faisaient peu d'efforts pour informer le public sur ce qu'elles avaient l'intention de faire et sur les motifs de leurs actions. De fait, elles ne s'appliquaient guère, dans le cadre de la conduite de la politique monétaire, à expliquer les objectifs poursuivis parce que ceux-ci n'étaient pas clairement définis. En l'absence d'objectifs clairs en matière de politique monétaire, les mesures de la banque centrale n'étaient généralement pas prévisibles. Et le point de vue traditionnel des banques centrales sur le sujet était qu'il valait mieux ne rien dire et laisser les actes parler d'eux-mêmes. En gardant confidentiellement une partie de leurs informations, les banques centrales s'assuraient d'un avantage stratégique vis-à-vis du marché, Cukierman et Meltzer¹⁹³ évoquaient aussi un niveau optimal d'ambiguïté.

Aujourd'hui, la situation est bien différente et la mystique de la banque centrale est largement abandonnée au profit de la communication et de la transparence de la politique monétaire¹⁹⁴. De ce fait, s'il est un domaine où le point de vue des banques centrales a radicalement changé, c'est bien celui du rôle de la communication et de la transparence dans la politique monétaire.

Ce qu'on peut observer ces dernières années, c'est une tendance généralisée et constante des banques centrales à pratiquer une plus grande ouverture et une plus grande transparence dans

192 Wyplosz, C., « la banque centrale en quête de crédibilité », extrait de la BCE, rapport n°38, CAE, la documentation française, Paris, 2002.

193 Cukierman, A. and Meltzer, A. H. (1986), «A theory of ambiguity, credibility, and inflation under discretion and asymmetric information», *Econometrica* 54(5), 1099–1128.

194 Blinder, Alan S. Goodhart, Charles A.E.; Hildebrand, Philipp; Lipton, David and Wyplosz, Charles. «How Do Central Banks Talk ? » Centre for Economic Policy Research, October 2001.

la conduite de la politique monétaire. Cette tendance n'est pas le fruit du désir de vendre une image donnée de la banque centrale, mais elle s'appuie sur deux considérations.

Premièrement, le principe d'ambiguïté optimal n'est plus de l'ordre du jour, car l'hypothèse selon laquelle, les banquiers centraux sont sujets du biais inflationniste devient invalide dès lors que les banques centrales sont rendues indépendantes. Deuxièmement, la prise en compte de l'importance des anticipations comme canal d'efficacité de la politique monétaire conduit les banques centrales à accorder une importance réduite aux avantages d'informations. Donc, cette nouvelle situation est plutôt le fruit des modifications profondes dans la manière dont la politique monétaire est abordée et mise en œuvre et traduit la reconnaissance du fait qu'une plus grande transparence accroît l'efficacité de la politique monétaire. Et pour parvenir à la transparence, il faut une communication proactive et bien planifiée.

De son côté, J-C Trichet¹⁹⁵, lors d'une interview en répondant à une question sur l'importance de la transparence et de ce qu'il pense de la fameuse phrase d'Alain Greespan « *Si vous m'aviez compris, c'est que je me suis mal exprimé* », il disait clairement que « *c'était il y a très longtemps !, aujourd'hui nous sommes tous convaincus, et certainement Alain et aussi bien que moi, qu'il faut que les intervenants du marché comme l'opinion la plus large comprennent comment nous raisonnons et ce que nous faisons. Cultiver le secret est l'énigme, c'est du passé. Les mots aujourd'hui sont transparence et crédibilité* ». Donc, il est clair que la banque centrale doit être transparente car cette dernière est liée à la crédibilité, et la crédibilité implique la transparence de la politique monétaire menée par la banque centrale.

La justification d'une transparence accrue trouve aussi son explication dans la globalisation financière qui accroît généralement les contraintes pesant sur la politique monétaire, indépendamment de la stratégie adoptée. A ce sujet Edward George¹⁹⁶ disait : « *J'estime que l'importance de la transparence s'en trouve plus que jamais accrue, nous devons rester aussi clairs que possible sur les objectifs que nous poursuivons et indiquer les limites de ce que nous espérons atteindre, en tentant de démontrer au public que nos actions sont cohérentes avec nos objectifs. Si nos actes correspondent à nos paroles, les opérateurs de marché seront en mesure de mieux anticiper notre réaction probable à de nouvelles évolutions, de sorte que*

195 Interview réalisé par Corinne Lhaïk, « Cultivé le secret, c'est du passé », l'Expression, 11/10/2004.

196 Edward George, « Stratégies et tactiques de la politique monétaire dans le cadre de marchés globalisés », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.

leurs propres actions pourront contribuer à une plus grande stabilité. Du moins, cela vaut mieux que de les maintenir dans l'incertitude ».

Donc, l'opinion publique et le marché jouent un rôle très important car la crédibilité repose aussi sur la faculté de ces derniers à comprendre les actions menées par la banque centrale. La prise en compte de l'importance du marché et de l'opinion publique est déjà soutenue par Sirkka Hamalainen¹⁹⁷, ce dernier disait : « *La crédibilité de la banque centrale repose en premier lieu sur les résultats qu'elle a obtenus par le passé. Toutefois, cette crédibilité fondée uniquement sur les résultats passés n'est pas suffisante. Pour qu'une banque centrale soit crédible, il faut également que ses décisions soient constamment comprises –et considérées comme étant motivées– par les marchés et l'opinion publique. Dans ce contexte, les banques centrales mettent de plus en plus l'accent, partout dans le monde, sur leurs stratégies de communication ».*

Cette transparence est fortement liée à l'indépendance de la banque centrale, c'est-à-dire, il faut que la banque centrale soit libre de prendre toutes les décisions qu'elle souhaite. Cette idée est basée sur l'argument suivant :

Tout d'abord, si la banque centrale n'est pas indépendante, il est probable que la politique monétaire souffre d'un biais inflationniste et de ce fait, un degré optimal d'ambiguïté s'impose et l'opacité devient protectrice. Ensuite, une banque centrale indépendante à un devoir de responsabilité vis-à-vis de la population qu'elle sert, et pour rendre compte de leurs mandats, les banquiers centraux doivent pratiquer un degré élevé de transparence.

Par ailleurs, il est peut-être difficile pour les banques centrales d'être totalement transparentes en ce qui concerne l'orientation future de leur politique. Si les indications fournies par une banque centrale étaient réellement susceptibles de donner des informations sur l'évolution probable de la stratégie, elles renforceraient l'efficacité de la politique monétaire. Les opérateurs de marché seraient en mesure de se faire une idée plus précise de la politique future, réduisant ainsi l'incertitude et les primes de risque. Toutefois, il est difficile pour les banques centrales de prévoir précisément leurs décisions en raison du caractère imprévisible des données sur lesquelles elles se fondent et du besoin pour les responsables politiques de

197 Sirkka Hamalainen, « Stratégies et tactiques de la politique monétaire dans le cadre de marchés globalisés », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.

maintenir ouvertes leurs options dans un environnement dynamique. Les dirigeants des banques centrales pourraient en principe, faire des déclarations concernant les futures décisions de politique monétaire qui sont fonction des résultats économiques à venir. Dans la pratique, les marchés et le public semblent avoir du mal à interpréter ce type de déclaration qui reste soumis à des incertitudes.

Après avoir étudié cette nouvelle tendance vers une transparence accrue, nous essayerons maintenant de voir comment peut-on assurer cette tâche difficile ?

3-La stratégie de la transparence :

L'argumentation en faveur de la transparence de la politique monétaire repose sur deux principes fondamentaux. Premièrement, l'efficacité de la politique monétaire peut être renforcée si ses objectifs et si les instruments utilisés sont connus par le public et si les autorités peuvent s'engager de manière crédible à les respecter. Deuxièmement, la bonne gestion des affaires publique exige que les banques soient tenues de rendre compte en particulier lorsque les autorités monétaires bénéficient d'un degré élevé d'autonomie.

Afin de respecter ces deux principes fondamentaux, il faut que la banque centrale élabore une stratégie permettant d'assurer la transparence de sa politique monétaire. Donc, pour rendre leur comportement plus prévisible, les autorités monétaires doivent expliquer comment elles comptent atteindre leur objectif, c'est-à-dire définir leur stratégie. Cette stratégie est liée au modèle de fonctionnement de l'économie que la banque centrale tient pour vraisemblable et peut comprendre la définition d'un objectif intermédiaire. La banque centrale fait face à un dilemme entre clarté du message, qui supposerait l'annonce d'une règle la plus simple possible, et l'incertitude entourant les mécanismes de transmission, qui implique l'utilisation d'un maximum d'indicateurs.

Une stratégie de transparence selon J-P Pollin¹⁹⁸ doit s'efforcer de concilier trois caractéristiques qui ne sont pas aisément compatibles. Il faut que la règle de comportement :

198 J-P Pollin, « Théorie de la politique monétaire : Esquisse d'une refondation », 53 congrès annuel, 16 et 17 Septembre 2004, Association française de science économique.

- *« Soit assez claire ou lisible pour garantir l'engagement de la banque centrale, donc la crédibilité de sa politique, il faut que l'on puisse vérifier que la politique annoncée et effectivement appliquée ;*
- *Qu'elle s'approche autant que possible de l'arbitrage optimal entre variabilité de l'inflation et celle de la production ;*
- *Qu'elle offre une souplesse suffisante pour tenir compte d'évènement particulier ou d'évolution dans le modèle de l'économie. »*

Selon J-P Pollin, il existe trois solutions qui permettent de satisfaire à ces trois conditions de base d'une stratégie monétaire transparente, toutefois, ces solutions ne sont pas optimales.

La première solution est celle proposée par J. Taylor¹⁹⁹ en 1999 que l'on appelle communément par 'règle de Taylor'. L'avantage de cette règle est qu'elle est parfaitement transparente une fois qu'elle est affichée, les pondérations des objectifs connues, il est facile de vérifier ses propriétés et la façon dont elle est respectée. La règle de Taylor représente une équation exprimant le taux d'intérêt en fonction de variables macroéconomiques anticipées.

Toutefois, cette règle n'est pas à l'abri des critiques, et elle présente certains inconvénients. Tout d'abord, certaines variables de la règle par exemple : le taux d'intérêt naturel et l'output gap ne sont pas directement mesurables, et leur construction comporte une part d'arbitraire qui peut nuire à la transparence, ensuite, elle manque de souplesse face aux évolutions de l'environnement.

Donc, selon J-P Pollin, l'adoption d'une règle à la Taylor par la banque centrale, lui permet d'améliorer sa transparence et sa crédibilité, malgré les inconvénients qu'elle présente.

La deuxième solution, est proposée par Bernanke et Mishkin²⁰⁰ en 1997 qui proposaient une nouvelle règle appelée par 'Politique discrétionnaire contrainte'. Elle s'agit d'une solution moins contraignante, qui consiste à laisser aux autorités monétaires toute latitude pour prendre

199 Taylor, J. B. (1993), «Discretion versus policy rules in practice », Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, pp. 195-214. cette règle monétaire sera étudiée en détail dans la section 3 : la règle monétaire adéquate.

200 Bernanke (B. S.) et Mishkin (F. S.) (1997) : « Inflation targeting: A new framework for monetary policy? », Journal of Economic Perspectives, volume 11, p. 97-116.

ses décisions tout en lui fixant des objectifs précis et une fonction de perte à minimiser, cette stratégie appelée aussi ‘règle d’objectif’.

Cette solution suppose que la banque centrale est censée agir en mobilisant toutes les informations et les prévisions disponibles pour répondre à la mission qui lui est confiée, elle suppose aussi que les autorités monétaires n’ont pas à expliciter leur fonction de réaction, celle-ci peut être à la fois très souple et très compliquée : elle peut être ajustée en fonction des évolutions perçue du fonctionnement de l’économie et elle peut intégrer un grand nombre de variables.

Cependant, cette solution présente aussi certaines limites : le contrôle des décisions devient très difficile à effectuer. Il serait impossible de vérifier si la banque centrale agit de façon systématique dans la poursuite des objectifs qui lui ont été fixés. La transparence reste une condition nécessaire, cependant, il est évident irréaliste d’imaginer que l’on puisse fournir à la banque centrale une fonction de perte quantifiant l’arbitrage entre l’activité et l’inflation. Dans ces conditions, toutes les interprétations sont possibles, et le seul contrôle envisageable porte sur les performances, ce qui demande pas mal de recul et d’approximation de la transparence.

Enfin, J-P Pollin propose d’utiliser une règle plus spécifique comme solution, en précisant l’objectif et l’horizon de réalisation de ce dernier. Il semble, selon les recherches actuelles dans le domaine de l’économie monétaire, que la stratégie assurant le mieux la transparence est celle du ciblage d’inflation. Cette règle est fortement défendue par Svensson en 1997, l’idée est que la banque centrale s’appuie alors sur l’énoncé d’un objectif clair, constitué par sa propre anticipation de l’inflation future, compte tenu du niveau auquel, elle a fixé son taux directeur. Elle permet aussi d’explicitement sa fonction de réaction en visant à amener le taux d’inflation effectif au niveau du taux ciblé. Cette stratégie implique, la publication régulière d’un rapport sur l’inflation. La détermination de l’horizon permet aussi un ajustement graduel de l’instrument et donc du niveau d’activité, face à un choc inflationniste, plus le délai de retour à l’objectif est éloigné et plus on laissera l’évolution de la production. La détermination d’un horizon définit donc, un arbitrage entre l’inflation et l’output gap.

Cette stratégie même si elle garantit un niveau élevé de transparence, elle présente aussi certaines limites, du fait qu’on utilise une fonction de réaction définie implicitement, rien ne

prouve qu'elle est optimale, ainsi qu'un horizon bien défini introduit certaine rigidité qu'on trouve dans la même critique des règles d'instruments.

4- L'importance de la transparence :

Pour les banques centrales, la transparence est devenue une priorité stratégique dans la poursuite de l'objectif consistant à maintenir un climat où l'inflation est basse et stable. Nous sommes convaincus qu'une inflation faible, stable et prévisible est la meilleure contribution que la politique monétaire peut apporter au fonctionnement efficace de l'économie.

En exposant publiquement les objectifs de la politique monétaire, la banque centrale permet au public de mieux comprendre ce qu'elle cherche à faire et fournit un cadre de référence pour définir ses propres choix, contribuant ainsi à l'efficacité de la politique monétaire. Par ailleurs en décrivant clairement au secteur privé les considérations qui guident les décisions de politique monétaire, la transparence du processus accroît généralement l'efficacité du mécanisme de transmission de la politique monétaire, en partie en veillant à ce que le marché parvienne à former ses anticipations de façon plus efficace. En fournissant au public des renseignements appropriés sur ses activités, la banque centrale peut mettre en place un mécanisme lui permettant de renforcer sa crédibilité en faisant correspondre son action à ses annonces publiques.

On peut dire que la stratégie de transparence mise par la banque centrale permet d'assurer trois éléments : ancrer les anticipations du marché, faciliter la réalisation de l'objectif avec moindre de perturbation, et augmenter la responsabilité de la banque centrale.

4-1- Ancrer les anticipations du marché :

Une forte transparence et une bonne communication aident à mettre la banque centrale et les marchés financiers sur la même longueur d'onde. Cela est très important parce qu'en général la politique monétaire parvient mieux à ses fins quand les marchés financiers comprennent comment la banque évalue la conjoncture économique par rapport à ses objectifs en matière de politique. En étant en possession de la même information que la banque centrale, les

marchés peuvent anticiper les mesures relatives aux taux d'intérêt prises par la banque centrale, plutôt que simplement d'y réagir.

Si la banque réussit à faire correspondre les attentes des marchés financiers à l'orientation de sa politique, ces derniers auront tendance à être moins volatils et toute modification de la politique tendra à se répercuter plus rapidement sur le taux d'intérêt. Autrement dit, une politique de communication efficace améliore le processus de transmission de la politique monétaire et entraîne des réactions des taux d'intérêt plus conformes aux intentions de la banque.

4-2- Faciliter la réalisation de l'objectif avec moindre perturbation :

La deuxième raison de l'importance de la transparence a trait à l'incidence des attentes et du comportement du public sur la capacité de la banque d'atteindre ses objectifs en matière de politique monétaire. Une plus grande compréhension et une plus grande acceptation de ce que la banque centrale s'efforce de réaliser accroissent les chances qu'à cette dernière d'atteindre ses objectifs d'inflation avec le moins de perturbations économiques possibles. Il est question ici de la crédibilité de l'engagement de la banque envers ses cibles.

Si les agents économiques estiment que la banque centrale fera le nécessaire pour que le taux d'inflation demeure près de l'objectif ciblé, il est plus probable qu'ils prendront leurs décisions économiques et financières en conséquence. Et de ce fait, les prix fixés reflèteront des attentes d'inflation compatibles avec l'objectif annoncé. En définitive, l'environnement économique sera plus stable et la banque centrale parviendra mieux à maintenir l'inflation à un bas niveau.

4-3- Augmenter la responsabilité de la banque centrale :

En tant qu'institution publique jouissant d'un haut degré d'indépendance pour mener la politique monétaire, la banque centrale est tenue de rendre compte au peuple des résultats qu'elle obtient dans sa mission. Un objectif d'inflation défini de manière explicite et établi conjointement avec le gouvernement lui fournit une base claire pour rendre compte de ses actes. Une base claire permettant d'évaluer les résultats de la banque centrale et extrêmement

importante pour la crédibilité de l'institution. Mais pour que celle-ci puisse répondre pleinement de ses actes, elle doit fournir au public l'information dont ce dernier a besoin pour connaître et comprendre les objectifs en matière de politique, les facteurs dont la banque centrale tient compte à sa prise de décision et les progrès qu'elle accomplit dans la réalisation de ses objectifs, c'est à cela que sert la communication.

Après avoir défini la notion de la transparence, présenté l'émergence de ce phénomène et montré son importance pour la banque centrale, nous allons maintenant analyser la relation entre la transparence et les différentes variables économiques notamment l'inflation.

5-Transparence et variables macroéconomiques :

Durant les vingt dernières années²⁰¹ on a vu un consensus de plus en plus large se former parmi les experts en politique monétaire sur le fait qu'il est dans l'intérêt des autorités monétaires d'un pays d'opter pour une stratégie de transparence élevée et de communication constante avec le marché. Cette nouvelle tendance vers la transparence a été renforcée par les études théoriques et empiriques mettant la transparence en relation avec les variables macroéconomiques, surtout l'inflation, la variabilité de l'inflation, le rendement et la variabilité du rendement.

Dans cette partie d'étude, nous essayerons de répondre aux questions suivantes : la transparence est-elle liée à l'inflation ? Et comment le degré de transparence de la politique monétaire affecte-t-il les variables macroéconomiques ?

Pour répondre à ces questions, nous allons nous baser sur des études qui ont été faites au cours de ces dernières années, et surtout à partir des résultats d'enquête menée par : Fry, Julius, Mahadeva, Roger, et Sterne²⁰² (FJMRS).

Ces auteurs 'FJMRS' ont fourni des essais empiriques de l'effet de la transparence sur l'inflation et la variabilité de l'emploi, en utilisant un échantillon de 87 pays au cours de la

201 Goodfriend en 1986 est le premier auteur qui a mis en œuvre une étude portant sur les avantages et les coûts de garder le secret dans la politique monétaire en se basant sur l'exemple du conflit du citoyen américain Meryll avec le FOMC.

202 Fry, M., Julius, D., Mahadeva, L., Roger, S. and Sterne, G. (2000), Key issues in the choice of monetary policy framework, in L. Mahadeva and G. Sterne, eds, 'Monetary Policy Frameworks in a Global Context', Routledge, London, pp. 1–216.

période de 1995-1999. Le principe de leur étude est simple, pour ces 87 pays, ils ont essayé de construire un indice de transparence pour le rapprocher par la suite aux variables macroéconomiques, surtout, l'inflation et le chômage.

FJMRS emploient un concept particulier de la transparence qui se relie au détail de prévisions éditées par la banque centrale, donc, pour cette étude, le mot transparence est similaire à la publication des prévisions.

Les auteurs se basent sur le détail des prévisions publiées par la banque centrale car cette variable est d'intérêt commun dans les modèles théoriques de la transparence et au cours des discussions des politiques, en outre la publication des prévisions peut permettre la diffusion des informations sur les préférences de la banque centrale et la représentation de l'économie par cette dernière. Un autre argument en faveur de l'utilisation de cette variable comme indice de transparence est l'existence d'asymétrie d'information dans la politique monétaire, surtout que les travaux récents confirment que les banques centrales peuvent posséder une information supérieure à celle du public. Cette idée a été confirmée par Romer C.D et Romer D.H²⁰³ en 2000, pour qui « *si les prévisionnistes de métiers avaient accès aux informations de prévisions de la Réserve Fédérale, ils le trouvaient généralement optimal pour adopter, jetant leurs propres prévisions* ». Cela mentionne toute l'importance de la publication des prévisions par la banque centrale et leurs effets dans la réduction de l'asymétrie de l'information et de l'incertitude sur la politique monétaire, et de ce fait légitime son choix comme indice de transparence.

Les résultats de cette étude prouvent qu'un degré élevé de transparence dans la conduite de la politique monétaire est associé à une inflation inférieure. Le rapport est robuste selon les diverses caractéristiques économétriques, surtout si la politique monétaire est basée sur une cible d'inflation. En revanche, ces résultats suggèrent que la publication des prévisions n'a aucun impact significatif sur l'inflation dans les pays qui ont une stratégie basée sur un ciblage de taux de change. En outre, il n'y a aucune évidence d'un coût de transparence en termes de volatilité de l'emploi.

203 Romer, Christina D. and Romer, David H. "Federal Reserve Information and the Behavior of Interest Rates." *American Economic Review*, June 2000, 90(3), pp. 429-57.

Suite aux avantages clairs de la transparence montrés par cette étude, on cherche à savoir pourquoi les banques centrales ne publient pas plus en détail leurs prévisions d'inflation ? Pour répondre à cette question, nous avançons trois explications possibles :

Tout d'abord, ces auteurs affirment que la publication des prévisions aura un petit impact sur l'inflation, quand la crédibilité est fixée par d'autres moyens, par exemple une forte transparence a peu d'impact sur l'inflation pour un pays qui se base sur des cibles de taux de change, et les effets sont plus petits aussi sur l'inflation pour les pays qui ont une forte crédibilité.

En second lieu, on peut avancer l'idée de l'existence possible d'une causalité inversée, c'est-à-dire, le fait d'avoir une inflation basse conduit les banques centrales à devenir plus transparentes et pas le contraire. Cette idée n'est pas exclue par les auteurs : « *Nos essais statistiques ne peuvent pas complètement rejeter une telle possibilité 'causalité inversée', mais nous avons démontré qu'il est peu susceptible de nuire aux résultats* ».

Enfin, on peut dire qu'il reste encore plusieurs banques centrales qui n'ont pas accompli leurs transitions vers une plus grande transparence, du fait que l'évidence théorique et empirique sur les effets de la transparence sont relativement nouvelles.

Faust et Svensson²⁰⁴ en 2001, confirment les résultats de cette étude, où ils trouvent qu'un degré élevé de transparence de la politique monétaire améliore en général le bien-être, la transparence réduit l'inflation, la variabilité de l'inflation et la variabilité de l'emploi. Ces deux auteurs distinguent trois régimes de transparence :

Le premier régime est celui où la transparence est au minimum : ni l'objectif de stabilisation, ni les intentions de la banque centrale ne sont observables par le public. Le second régime est caractérisé par un degré assez élevé de transparence où les intentions d'inflation de la banque centrale deviennent observables. Le résultat d'un tel régime est la baisse de l'inflation car il augmente la sensibilité de la réputation de la banque centrale à ses actions, la rendant plus coûteuse pour que la banque centrale poursuive une politique d'inflation élevée. Le troisième régime est appelé par la transparence extrême où l'objectif de l'emploi et les intentions de la

204 Faust, Jon and Svensson, Lars E.O. "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals." *International Economic Review*, May 2001, 42(2), pp. 369-97.

banque centrale sont observables. Les actions de la banque centrale ne donnent plus d'information additionnelle sur l'inflation et sa réputation n'est plus affectée par ses actions.

La même idée est partagée par Tarkka et Mayes²⁰⁵ en 1999, qui suggèrent que la publication des prévisions par la banque centrale améliore les performances macroéconomiques parce que les informations publiées réduisent l'incertitude du secteur privé au sujet des intentions de la banque centrale.

De son côté, Geerats²⁰⁶ en 2001, emploie un modèle de Barro-Gordon à un horizon temporel en deux périodes, où il se base sur l'idée que la transparence est liée à la publication des prévisions par la banque centrale. Cette institution a des informations privées sur les chocs de demande et n'édite pas sa cible d'inflation.

Pour cet auteur, plus de transparence dans la première période permet au secteur privé d'observer dès le début les chocs de demande qui peuvent frapper l'économie, et de ce fait, faire des inférences au sujet de la cible d'inflation de la banque centrale. Donc, plus de transparence rend la réputation de la banque centrale plus sensible à ses actions, ainsi un régime d'opacité de la politique monétaire se caractérise par une inflation plus élevée dans la première période, car la non publication des prévisions de la banque centrale implique une perte de réputation étant donné l'incertitude au sujet du type du banquier central, le public tend à interpréter la non publication comme signe que la banque centrale est faible. Il montre aussi que la transparence élevée réduit la variabilité de l'inflation mais l'effet sur l'emploi reste ambigu.

On peut, donc, dire qu'en matière de transparence que la conclusion la plus robuste dont on dispose pour l'instant, c'est qu'augmenter la capacité du public à comprendre les objectifs de la banque centrale augmente la sensibilité des anticipations du public aux variations de la politique monétaire. Cette sensibilité accrue aux variations de la politique monétaire pourrait, via un effet de réputation, contraindre la banque centrale à poursuivre une stratégie d'inflation réduite.

205 Tarkka, Juha and Mayes, David G. "The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts." Discussion Paper 22/99, Bank of Finland, 1999.

206 Geraats, Petra M. "Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts." Working Paper No. 41, European Central Bank, 2001a.

6- Les différents défis à relever par la banque centrale en terme de transparence :

Aujourd'hui, tous les banquiers centraux sont d'accord sur l'importance d'une bonne communication, d'une plus grande ouverture et d'une plus grande transparence. Toutefois le fait de reconnaître l'importance de la transparence ne signifie pas que cette tâche soit facile à mener, et de ce fait, elle crée tout un éventail de défis. Le premier découle du cadre à moyen terme dans lequel s'inscrit la conduite de la politique monétaire ; le deuxième défi consiste à savoir la meilleure façon par laquelle la banque centrale assure l'information nécessaire et, enfin, le dernier défi qui réside dans le fait que la communication de la banque centrale s'adresse à un public hétérogène qui exprime des intérêts différents.

6-1 L'horizon temporel à moyen terme :

Ce défi découle du cadre de moyen terme dans lequel s'inscrit la conduite de la politique monétaire. Lorsque la banque centrale relève ou abaisse les taux d'intérêt, il faut environ 12 mois pour que les effets de cette intervention se fassent ressentir pleinement sur la demande globale et de 18 à 24 mois pour qu'ils agissent totalement sur l'inflation. Donc, l'intervention de la banque centrale, se fait en fonction d'une évaluation de la conjoncture et de l'impact que l'évolution observée aura sur l'économie et l'inflation dans un an ou deux, tout en veillant à atteindre sa cible d'inflation sur cet horizon temporel.

Ce défi en matière de communication se trouve compliqué par le fait que l'évaluation de la conjoncture économique future n'est pas une science exacte, mais un exercice comportant une tâche difficile d'interprétation. Des événements imprévus ou des chocs se produisent continuellement, et il y a toujours un élément d'incertitude dans l'ordre de grandeur et la durée de ces phénomènes et si ces incertitudes planent sur les prévisions de la banque centrale, cette dernière ne peut rien affirmer aux marchés financiers et au public avec un haut degré de précision et de certitude.

6-2 Assurer une communication efficace :

Ce deuxième défi peut être formulé de la manière suivante : en vue d'une plus grande ouverture et une transparence élevée, quelle est la meilleure façon d'assurer une communication efficace ?

Dans le domaine de la communication et de la transparence, « plus » n'est pas nécessairement synonyme de « meilleur », c'est la qualité qui importe le plus dans la transparence et non la quantité.

Comme on l'a déjà montré précédemment, la politique monétaire doit être considérée dans une perspective à moyen terme. Ainsi, la banque centrale peut apporter une contribution très valable en expliquant ce qu'elle observe comme tendance dans l'évolution de l'économie et de l'inflation, ainsi que la relation existant entre la conduite de la politique et ces tendances. En général, c'est en accumulant les renseignements que l'on arrive à donner un sens à ses tendances. Pour cette raison, la banque centrale ne doit pas commenter chaque nouvelle donnée ou information économique publiée, mais elle exprime son point de vue sur les tendances plus larges qui se dégagent de l'économie, elle peut favoriser une meilleure anticipation de l'orientation de la politique monétaire.

Un autre point important relatif à la qualité de l'information concerne la manière dont la banque parvient à ses décisions en matière de politique monétaire et de ce fait la communication qui présente la plus grande valeur dans ce contexte est un exposé clair des motifs justifiant la prise de décision.

6-3 Une communication adressée à des agents économiques hétérogènes :

Le dernier défi réside dans le fait que les communications de la banque s'adressent à des auditoires divers, qui peuvent manifester des degrés d'intérêt différents pour ce que la banque dit et fait. En général, presque tout le monde, s'intéresse à l'inflation et veut savoir si oui ou non, les taux d'intérêt vont augmenter ou diminuer, bref, ce qui influence leurs décisions quotidiennes. Pour ce qui est des marchés financiers, ils s'intéressent vivement à l'orientation de la politique monétaire et tendent à être très sensibles à toute mesure de la banque et les

conférences de ses cadres supérieurs pour détecter les moindres incitations sur l'orientation que pourrait prendre la politique monétaire.

Le défi consiste alors à rédiger des messages qui expriment le plus clairement possible l'évaluation de l'état de l'économie par la banque et l'orientation qu'elle imprime à sa politique, et ce sans perdre de vue les préoccupations spécifiques et les besoins en information des divers auditoires. Ce dernier défi prend des proportions plus grandes quand les banquiers centraux s'adressent aux médias, car c'est le test qui détermine si la communication se fait avec succès ou non, surtout que la communication de la banque centrale dépend fortement des médias pour transmettre son message au public. Les médias ont pour mission d'interpréter les décisions de la banque et les perspectives qu'elle livre et de commenter la manière dont elle s'acquitte de son mandat. Il leur incombe aussi de refléter les points de vue des tiers sur ce que dit et fait la banque centrale.

Dans ce cadre de communication complexe, la banque a tout intérêt à ce que les médias donnent à la politique monétaire une couverture aussi complète et fidèle que possible. Et les possibilités que les médias publient une information complète et fidèle sont nettement meilleures, si ces derniers sont bien informés sur la politique monétaire et sur les facteurs qui influencent les interventions de la banque.

Conclusion :

En conclusion, on peut dire que le consensus en faveur d'un degré élevé de transparence de la banque centrale dans sa politique de communication avec les agents économiques ne cesse de se confirmer car, dans une économie de marché, le bon fonctionnement des marchés repose sur une large diffusion de l'information auprès de l'ensemble des acteurs. L'absence d'information comme l'apparition d'asymétries d'information, peuvent en effet, engendrer des distorsions dans l'allocation des ressources et des inégalités de traitement entre les différents acteurs.

Toutefois, nous soulignons que la tâche d'une transparence efficace est loin d'être achevée et les banques centrales doivent continuer leurs recherches à réaliser de nouveaux progrès en matière d'ouverture et de transparence. La communication jouera un rôle stratégique et de plus en plus décisif à cet égard, un rôle que la banque centrale doit prendre aux sérieux, surtout que les dernières recherches montrent que la politique monétaire est efficace quand elle est communiquée efficacement.

De plus, la banque centrale peut renforcer sa crédibilité en expliquant clairement la manière dont elle accomplit ses missions. Lorsqu'une banque centrale est perçue comme étant capable et désireuse de remplir son mandat, les anticipations des prix sont solidement ancrées. Une communication régulière de l'évolution de la situation économique par la banque centrale est particulièrement utile. A cet égard, il est essentiel pour la banque centrale de se montrer ouverte et réaliste sur ce que peut faire la politique monétaire et ce qui est encore plus important sur ce qu'elle ne peut pas faire.

Une transparence accrue renforce aussi la responsabilité de la banque centrale à atteindre ses objectifs, ce qui garantit aussi une cohérence de ces décisions et des explications fournies au fil du temps. Cette forte transparence permet aussi de faciliter le contrôle exercé par le public sur les interventions de politique monétaire renforce l'incitation des instances de décisions concernées à remplir leur mandat de manière optimale.

SECTION 03 :

Une règle monétaire adéquate.

Introduction :

La conduite de la politique monétaire durant les trente dernières années, aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement, a connu des mutations profondes, passant d'un système de régulation de type quantitatif (contrôle direct des taux d'intérêt et des agrégats monétaires), à un système indirect de régulation de la monnaie au moyen des taux d'intérêt directeurs. Cette évolution s'inscrit dans le cadre de l'objectif de stabilité des prix assigné à la politique monétaire dans la quasi totalité des pays.

En effet, depuis la fin des années soixante dix, la lutte contre l'inflation est universellement devenue la priorité des banques centrales. Cela découle d'un consensus sur trois points : Tout d'abord, une banque centrale est jugée crédible par les agents économiques nationaux et internationaux si ceux-ci sont convaincus qu'elle a la volonté et dispose de la capacité de maîtrise du niveau général des prix. Ensuite, une politique monétaire discrétionnaire s'accompagne d'un biais inflationniste et, enfin, une politique fondée sur des règles de conduite est plus crédible qu'une politique discrétionnaire.

Ce consensus sur la politique monétaire est le résultat de la littérature économique sur le long et passionnant débat « règle versus discrétion ». Ce débat oppose, d'une part, les économistes favorables aux politiques monétaires basées sur des règles de conduite strictes et prédéfinies et, d'autre part, les partisans des politiques monétaires discrétionnaires.

Certains économistes à l'instar de Barro et Gordon ont démontré que pour être efficace, la politique monétaire doit être crédible et qu'une politique fondée sur des règles de conduite est plus crédible qu'une politique discrétionnaire. C'est la raison pour laquelle un courant de la littérature académique s'est attaché à identifier des règles²⁰⁷ opérationnelles de politique monétaire susceptibles de limiter au maximum, voire d'éliminer, le recours à la discrétion. Ainsi Friedman a préconisé l'utilisation d'une règle automatique (ou non activiste), c'est-à-dire indépendante de l'état de l'économie, selon laquelle la banque centrale devrait viser un taux de croissance constant de la masse monétaire.

207 Le concept de règles de politique monétaire peut être défini comme des guides contenant des recommandations pour la conduite de la politique monétaire.

Toutefois, l'application aveugle de ces règles automatiques risque de conduire à une forte variabilité de production, ce qui a permis à d'autres auteurs comme Mc Callum et Taylor de tenter de définir des règles non automatiques ou activistes de politique monétaire. Ces règles activistes prévoient que l'orientation de la politique monétaire puisse être modifiée en fonction des événements qui affectent l'économie. Elles comportent donc, des éléments de rétroactions.

Dans cette partie d'étude, nous essayerons d'analyser le débat opposant les deux types de conduite de la politique monétaire en l'occurrence la règle et la discrétion, où nous mettrons l'accent sur la controverse entre les deux écoles britanniques : Currency School et Banking School. Ensuite nous étudierons l'état de ce débat dans l'élaboration des stratégies des banques centrales. Enfin, pour dépasser cette opposition entre la règle et la discrétion, nous proposons le recours à des règles contingentes (activistes) où nous présenterons la règle de Taylor. Cette dernière s'inscrit dans la recherche d'une règle activiste de politique monétaire et des conditions de son insertion dans le processus de décision de la banque centrale. A la différence d'autres règles de ce type, sa formulation, qui relie le niveau du taux d'intérêt à très court terme, contrôlé par la banque centrale, à l'inflation et à l'output gap, est simple et attrayante ce qui certainement contribué à son succès

1- Principe et nature des règles monétaires :

Généralement, les économistes admettent deux approches de politiques possibles : soit une politique discrétionnaire qui consiste à maximiser à court terme le bien-être, au coup par coup, et après formation des anticipations des agents privés, soit une politique à partir d'une règle qui consiste à définir à l'avance la réaction de la politique monétaire, aux différentes variables et aux différents chocs pertinents. Cette règle doit porter sur les instruments de la politique monétaire, par exemple sous la forme d'une variation de l'instrument en réponse à une déviation par rapport aux objectifs finals (absence d'inflation, stabilité des changes, plein emploi..).

Donc, on peut dire que le principe des règles monétaires se définit d'abord par son opposition aux politiques discrétionnaires. On sait que ce débat a une longue histoire. Afin de mieux clarifier l'opposition des politiques à la règle contre les politiques discrétionnaires, nous commencerons par l'étude de la controverse entre les deux écoles britanniques de la pensée économique « *Currency et Banking School* ». Cette controverse consiste dans l'opposition entre les partisans de la « *Currency School* » favorables à une application stricte de la règle liant la quantité de livres en circulation au stock d'or détenu par la banque centrale aux partisans de la « *Banking School* » qui considéraient que la monnaie devait plutôt être régulée en fonction des besoins de l'économie, c'est-à-dire principalement des crédits. Ensuite, on mettra l'accent sur l'opposition entre les monétaristes favorables à une politique monétaire basée sur une règle et les keynésiens partisans des interventions discrétionnaires, et enfin, on analysera le rôle de ce débat dans l'élaboration des stratégies monétaires par les banques centrales.

1-1 La controverse entre les deux écoles britanniques : *Currency School et Banking School*.

Ce débat passionnant entre les deux écoles britanniques en l'occurrence *Currency et Banking School* date du dix-huitième siècle suite à la situation de crise qu'a connu l'Angleterre. En effet, en 1797, suite à une profonde crise de méfiance envers les billets, la Banque d'Angleterre décida de suspendre la convertibilité de la livre sterling. Toutefois, la prise de cette décision n'a pas mis fin à cette situation de crise et, de 1797 à 1810, les prix s'élèvent sensiblement en Angleterre et le taux de change se déprécia. Et de ce fait s'est engagé un long

débat, tant théorique que politique, où s'affrontent plusieurs économistes : certains pensaient que cette évolution était l'effet de facteurs réels : les mauvaises récoltes, les dépenses militaires, les subsides que le gouvernement anglais versait à ses alliés expliquaient, à la fois, le déficit des échanges extérieurs, la dépréciation de la monnaie et la hausse des prix. D'autres, soutenaient au contraire, que cette situation de crise est due à l'émission excessive de papier-monnaie qui avait provoqué la baisse de sa valeur.

En 1821, les billets émis par la Banque d'Angleterre ont été de nouveau redevus convertibles à la parité qui était la leur avant 1797. La banque d'Angleterre espérait que cette décision permettrait de stabiliser le système mais les difficultés ne furent pas résolues pour autant. Elle a dut faire face à de nouvelles crises en 1825, en 1837 et en 1839 notamment. Ces différentes crises ont été analysées de façon différente par les économistes, ce qui a permis de relancer encore la controverse entre les deux écoles britanniques sur la façon dont la Banque d'Angleterre doit gérer la monnaie : Doit-elle opter pour une règle automatique ou doit-elle intervenir d'une manière discrétionnaire ?

Pour les membres de la *Currency School* (principe de circulation), notamment Ricardo²⁰⁸, Torrens et Lord Overstone, pensaient que la convertibilité n'était pas suffisante et qu'il était nécessaire d'assurer une relation étroite entre la quantité de billets et les réserves en or de la Banque d'Angleterre ; car c'est l'émission excessive de billets inconvertibles qui est à la source de la hausse des prix des marchandises.

Les chefs de la *Currency School*, ont repris l'idée selon laquelle le papier en circulation devait varier exactement comme aurait varié, en son absence, une monnaie purement métallique. Pour atteindre cet objectif, il fallait, selon eux, modifier les structures de la Banque d'Angleterre et lier étroitement la quantité de billets en circulation au montant des réserves métalliques détenues par la Banque. Donc, ils proposaient que l'émission de billets ne puisse désormais avoir lieu qu'en contrepartie d'un apport de métal (la quantité de billet en circulation doit exactement correspondre à l'encaisse or figurant à l'actif d'institut d'émission). L'offre de monnaie serait ainsi rendue exogène, la banque centrale se contentant de faire circuler une quantité donnée de moyens de paiement, sous la forme alternative de pièces métalliques ou de billets convertibles (donc, il s'agit là d'une gestion monétaire basée

208 Ricardo meurt en 1823, et en toute logique, il ne fait pas vraiment parti des membres de la *Currency School* ; mais on le cite car sa pensée a inspirée les principes de base de cette école.

sur une règle stricte et prédéfinie). L'adoption en 1844 de l'*Act* de Peel marque le triomphe de leur thèse. Il limitait l'émission de billets en imposant à la Banque d'Angleterre un coefficient de réserve marginal égal à 100%. Elle ne pouvait émettre de nouveaux billets que si ses réserves en métaux précieux augmentaient d'un montant égal.

Les membres de la *Banking School*, notamment Tooke et Fullarton, s'opposèrent à cette réforme. Selon ces économistes, en établissant une relation étroite entre émission de billets et réserves métalliques, la banque risquait, selon eux, d'aggraver l'instabilité du système car il pouvait exister des situations où les sorties d'or n'étaient nullement l'effet d'une émission excessive de monnaie et où une politique monétaire restrictive était inappropriée. Tooke et Fullarton pensaient que l'inflation anglaise avait des causes réelles, liées notamment à la guerre avec la France et au blocus continental qui perturbaient la production et les échanges, renchérisaient le prix des marchandises et engendraient ainsi une hausse des besoins de moyen de paiement. Autrement dit, l'offre de monnaie est endogène car son volume est commandé par les « besoins de l'industrie et du commerce » : les modifications de la masse monétaire résultent des variations de la demande de crédits commerciaux auprès des banques. Dès lors vouloir rattacher la masse monétaire à un stock de métaux précieux serait néfaste car cela engendrerait une pénurie de moyens de paiement qui renforcerait l'instabilité économique et financière.

L'école de la Banque défend donc le pouvoir discrétionnaire des autorités monétaires et le statu quo. Pour Tooke et Fullarton, les partisans du *Currency Principle* s'appuient sur une définition trop étroite de la monnaie. Ils traitent des billets de la Banque d'Angleterre comme s'ils étaient essentiellement distincts des autres moyens de paiement. Ils prétendent que les autorités monétaires, si elles contrôlent les émissions de billets, contrôlent aussi l'ensemble des moyens de circulation et les prix. Tooke soutient, au contraire, que les lettres de change et les chèques remplissent les mêmes fonctions que les billets et doivent être considérés de la même façon comme des moyens de paiement. Même si l'*Act* de Peel permettait aux autorités de contrôler les émissions de billets de la Banque d'Angleterre, il ne leur permettrait pas de contrôler l'ensemble des moyens de circulation. Cette controverse sur la gestion monétaire en suivant une règle stricte ou des interventions discrétionnaires perdue encore aujourd'hui – même si plus aucun économiste ne préconise le retour à la convertibilité-or – dans les positions monétaristes et keynésiennes.

1-2 L'opposition entre les keynésiens et les monétaristes :

Toujours dans le même débat opposant les partisans de la règle et les partisans de l'intervention discrétionnaire, on a d'un côté ceux qui considèrent qu'il suffit de donner un cadre stable et aussi neutre que possible au jeu des marchés (les monétaristes), et de l'autre, ceux qui pensent que la politique économique peut intervenir utilement dans la coordination des décisions individuelles (les keynésiens). Dans le premier cas la forme passive de la politique monétaire l'autorise à se soustraire à la responsabilité du politique ; tandis que dans le second cas l'autorité monétaire est censée réaliser des arbitrages, ce qui nécessite au moins un contrôle démocratique de choix effectués.

1-2-1 Les fondements des politiques keynésiennes discrétionnaires :

Durant les « 30 glorieuses », l'ensemble des pays industrialisés ont adopté des politiques keynésiennes à partir d'un certain nombre de fondements théoriques qui justifient l'intervention de l'Etat.

Keynes justifie le recours à des politiques discrétionnaires en se basant sur l'idée suivante : les mécanismes économiques ne s'expliquent pas par les comportements individuels mais par des grandeurs globales interdépendantes telles que la production, le revenu, l'investissement, la consommation, l'épargne. Les prix ne sont pas flexibles mais rigides à court terme. Les déséquilibres entre l'offre et la demande sont donc possibles car les ajustements se réalisent par les quantités et non pas par les prix.

Si les mécanismes du marché ne permettent pas l'équilibre entre l'offre et la demande, les entreprises ne sont jamais sûres de pouvoir écouler la totalité de leur production. Elles décident du volume de leur production en fonction des anticipations sur la demande. Tant que la demande anticipée par les entreprises est supérieure à l'offre, les entreprises sont incitées à augmenter leur production. Cette demande effective détermine le volume de la production et de l'emploi. Le niveau de l'emploi dépend donc de la demande anticipée et ne correspond pas nécessairement à la population active. Le chômage involontaire est possible et s'explique par l'insuffisance de la demande. Pour réduire le chômage, il faut augmenter la production et par conséquent la demande. L'Etat doit se substituer à l'initiative privée défaillante et intervenir dans l'économie par une politique active, d'où l'intérêt d'une politique discrétionnaire.

Les politiques économiques des années 50 jusqu'à la fin des années 70 s'inspirent de cette approche keynésienne qui permettait un 'réglage fin' de la conjoncture. Les politiques monétaire et budgétaire sont combinées dans le cadre de policy-mix qui combine les instruments budgétaires et monétaires, qui favorise l'expansion du budget, tout en contenant l'inflation par une politique monétaire restrictive. Elle vise à maintenir la croissance de plein emploi compatible avec la stabilité des prix et l'équilibre extérieur. Les Etats assurent une régulation macroéconomique conjoncturelle, freinant l'activité économique en cas de surchauffe inflationniste et/ou déficit extérieur en relançant l'économie en cas de croissance trop lente et de montée du chômage. Ce sont les politiques de 'Stop and go'. Ce mode d'intervention discrétionnaire a été à la base de la forte croissance et le faible taux du chômage enregistrés durant les trente glorieuses.

Toutefois, il faut noter que durant les années 70, le contexte a changé et les Etats étaient obligés de repenser les politiques économiques, surtout après les deux chocs pétroliers et la situation de la stagflation (stagnation de la croissance + inflation), où les politiques économiques de relance par la demande devenaient inefficaces. Elles aggravent l'inflation sans résorber le chômage, ce qui a permis aux libéraux²⁰⁹ de remettre en cause les politiques keynésiennes discrétionnaires et de proposer des politiques basées sur des règles strictes.

1-2-2 Les libéraux et la politique à la règle :

Le cadre théorique des monétaristes et des économistes de la nouvelle économie classique est celui d'un système économique conforme à l'analyse néoclassique traditionnelle, dans laquelle la flexibilité des prix assure l'équilibre.

Tout en se basant sur les idées que les anticipations des agents sont rationnelles, l'inflation est un phénomène monétaire et que n'existe pas d'arbitrage entre inflation et chômage à long terme, les économistes libéraux aboutissent à la conclusion suivante :

Une préférence pour la politique monétaire qui est plus neutre que la politique budgétaire et plus respectueuse du jeu du marché, l'objectif principal devient alors la lutte contre l'inflation

209La critique est portée essentiellement par le courant monétariste (Friedman, Hayek) et par le courant de la nouvelle économie classique (Sargent, Wallace, Lucas, Barro et Gordon) qui fait un retour à la théorie quantitative.

et pour l'atteindre il faut une politique monétaire restrictive pour lutter contre l'inflation c'est-à-dire une contraction de la masse monétaire obtenue par une raréfaction de la monnaie banque centrale et donc une hausse des taux d'intérêt. Cette politique monétaire doit surtout être automatique pour neutraliser les effets perturbateurs de l'intervention publique. L'existence de délais de réaction nombreux justifie le recours à une politique automatique, plutôt qu'à une politique discrétionnaire. La politique monétaire optimale consiste à fixer un taux de croissance désiré de la masse monétaire pour le futur, à annoncer ce taux, les autorités monétaires devant se borner à exécuter la décision.

Donc, pour les keynésiens, la décision monétaire doit être discrétionnaire et modulée par l'Etat en fonction des circonstances. Alors que Milton Friedman et les autres économistes libéraux restent méfiant à l'égard des banques centrales et de l'Etat, et donc de toute action discrétionnaire de leur part. Aussi, au lieu de manipuler l'offre de monnaie, en fonction de la situation économique (politique discrétionnaire) les autorités monétaires devraient-elles mener une stratégie de stabilisation monétaire en faisant progresser la masse monétaire à un taux constant, cela afin d'annoncer aux agents économiques le taux d'inflation toléré. Il doit être ainsi adopté une politique non contingente ne dépendant pas de la situation économique courante.

A partir de ces débats doctrinaux, on remarque que la controverse entre les politiques discrétionnaires d'inspiration keynésienne et les politiques basées sur des règles strictes date depuis des siècles.

Toutefois, cette opposition entre les deux types de politiques (politiques basées sur des règles et politiques discrétionnaires) a été renouvelée récemment grâce à la fois à des avancées théoriques et à des observations factuelles. C'est la raison pour laquelle qu'après avoir présenté, l'historique de ces débats doctrinaux, nous essayerons maintenant d'analyser cette controverse entre les politiques discrétionnaires et les politiques basées sur des règles dans l'élaboration des stratégies monétaires par la banque centrale. Donc, une fois les objectifs définis, la question qui se pose à la banque centrale est de savoir : si elle doit mettre en oeuvre une stratégie monétaire basée sur une règle automatique et prédéfinie, ou une politique d'intervention discrétionnaire ?

2- Les politiques économiques basées sur des règles strictes :

Généralement, les économistes qualifient les politiques fondées sur des règles par celles qui fixent les objectifs de politique monétaire à moyen et long termes (par exemple, pour stabiliser la valeur de la monnaie, il faut une croissance de la masse monétaire de 5% l'an, tous les dix ans), et où les autorités monétaires doivent procéder par une annonce préalable et publique de différentes mesures ainsi que de modifications qui peuvent surgir éventuellement, et prennent l'engagement intangible de pouvoir les respecter quoiqu'il advienne.

Selon Poole²¹⁰, le concept de règle de politique monétaire peut être défini comme : « un processus systématique de prise de décision, sur la base d'informations économiques et financières fiables et prévisibles ». La littérature récente (Svensson²¹¹ 1997, Rudebusch et Svensson²¹² 1998) permet de classer les règles de politique monétaire en deux groupes : les règles d'instrument (Instrument rules) et les règles d'objectif (Targeting rules).

a)- Les règles d'instrument font référence à l'identification d'une forme fonctionnelle [entre l(es)'instrument(s) utilisé(s) et la variable macroéconomique visée] permettant de déterminer le niveau des instruments à un moment donné. Ces règles peuvent être soit implicites, soit explicites. Selon qu'elles sont définies avec ou sans les variables anticipées. Svensson parle d'une règle explicite lorsque les variables entrant dans la fonction de réaction sont toutes des variables observables, et d'une règle implicite lorsque certaines d'entre elles sont des variables anticipées. Le dilemme est que pour se donner une bonne règle d'instrument, il faut choisir entre des variables pertinentes, mais non directement observables (l'inflation et la production dans dix-huit mois) et des variables directement observables, mais moins pertinentes : la masse monétaire, le PIB nominal, les indicateurs de prix et de coûts passés.

Donc, on peut dire que la règle d'instrument permet à la banque centrale de se donner une fonction de réaction qui détermine la valeur de son (ou ses) instruments(s) en fonction de variables macroéconomiques.

210Poole, W. (1999), « Monetary policy rules », Review of Federal Reserve Bank of Saint-Louis, March/April.

211Svensson, L.E.O. (1997) : «Inflation Targeting : Some Extensions», NBER, Working Paper No 5962.

212Rudebusch, G.D. et L.E.O. Svensson, (1998): «Policy Rules for Inflation Targeting», Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, No 1999.

La plupart des économistes qui se sont penchés sur la question des règles monétaires distinguent principalement trois règles d'instrument : la règle de Taylor²¹³ (1993), la règle de Henderson-Mckibbin²¹⁴ (1993), et la règle de Mc Callum²¹⁵ (1997a, 1997b). Les deux premières règles considèrent comme instrument le taux d'intérêt à court terme et comme cible le taux d'inflation. Celle de Mc Callum diffère par le fait que l'instrument retenu est l'agrégat monétaire de base, et la cible est le PIB nominal.

b) -Les règles d'objectif (ou de ciblage) ont pour fondement le respect d'un objectif fixé par les autorités monétaires. La littérature économique distingue deux types de concepts : la variable-objectif (*Target variable*) et le niveau-objectif (*Target level*) anticipé (sur la base des informations pertinentes disponibles) de la dite variable. Une règle d'objectif vise alors à minimiser dans une fonction de perte, l'écart entre le niveau anticipé de la variable cible et le niveau objectif de la dite variable. L'objectif ici peut être soit un objectif final, soit un objectif intermédiaire.

L'une des règles d'objectif qui a suscité une abondante littérature ces dernières années est la règle de ciblage du taux d'inflation. Ainsi, depuis le début des années 1990, plusieurs banques centrales (Banque du Canada, Banque d'Angleterre, Banque de Réserve de la Nouvelle Zélande, Banque de Suède, Banque de Pologne, Banque de Finlande et Banque d'Australie) ont explicitement opté pour un objectif d'inflation²¹⁶. L'inflation est exprimée en termes de hausse des prix à la consommation. La définition de la règle d'objectif d'inflation se résume aux conditions suivantes :

- La cible de l'inflation doit être quantifiée. C'est soit un point bien déterminé (comme dans la règle de Taylor), soit un intervalle de points ;
- Les autorités monétaires doivent pouvoir estimer le niveau futur du taux d'inflation

213 Taylor, J. (1993): «Discretion Versus Policy Rules in Practice». Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, No 49.

214 Henderson D.W. et W.J Mc Kibbin (1993): «A Comparison of Some Basic Monetary Policy Regimes for Open Economy: Implications of Different Degrees of Instrument Adjustment and Wage Persistence», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, p. 221-317.

215 McCallum B.T. (1997a): «Issues in the design of monetary policy rules», NBER, Working Paper, No 6016. McCallum B.T. (1997b): «The alleged instability of nominal income targeting», NBER, No 6291. Ongena, H. et W. Röger (1997): «Les Estimations de l'Ecart de Production de la Commission Européenne». *Economie Internationale*, No 69, p. 77-95.

216 Siklos, P.L. (1999): «Inflation Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries», Review of Federal Reserve Bank of Saint-Louis, march/april.

sur la base d'informations fiables. Ce niveau prévisionnel du taux d'inflation représente la cible intermédiaire.

La principale caractéristique d'un régime de ciblage d'inflation est le degré élevé de transparence et de responsabilité. En effet, les banques centrales ayant adopté un objectif d'inflation sont tenues de publier des relevés d'inflation et d'expliquer leur politique. Cette transparence représente en elle-même un engagement à minimiser la fonction de perte.

Lorsque l'objectif d'inflation est le seul objectif de la banque centrale, on dit qu'on est dans un régime strict de ciblage d'inflation (*strict inflation targeting*). Si la Banque Centrale poursuit d'autres objectifs tels que la stabilisation de la production ou du taux d'intérêt, on dit qu'on est dans un régime flexible de ciblage d'inflation (*flexible inflation-targeting*). Dans ce dernier cas, la politique monétaire est moins activiste, dans le sens où les instruments sont faiblement ajustés par rapport à un choc donné, et le niveau d'inflation s'ajuste progressivement au niveau objectif ou cible de l'inflation. Il en résulte que l'horizon de l'ajustement du niveau de l'inflation à la cible est plus long.

Dans un régime flexible de ciblage d'inflation, il y a asymétrie entre l'inflation et la production dans la fonction de perte. En effet, pour l'inflation, il s'agit à la fois d'un objectif de niveau (la cible fixée) et de stabilité (écart entre le niveau anticipé de la variable cible et l'objectif fixé de ladite variable). Mais pour la production, on ne retient que l'objectif de stabilité.

2.1- Les arguments en faveur de la règle stricte :

Pendant longtemps les règles automatiques ont été comprises comme des politiques passives ou non contingentes, souvent comme des normes de croissance de moyen-long terme, indépendantes des évolutions conjoncturelles. Un bon exemple en est donné par la proposition de Milton Friedman en faveur d'une règle monétaire se bornant à assurer la croissance à taux fixe d'un agrégat de monnaie sur longue période²¹⁷. On sait qu'il la justifiait en postulant que

217 Un autre exemple d'une règle monétaire stricte est : la Currency Board qui est un régime monétaire dans lequel la création monétaire est subordonnée à l'existence d'une contre partie en devises dans les réserves de change de la banque centrale. L'autorité monétaire ne peut donc créer de monnaie que dans l'exacte mesure où cette création est

l'intervention de la banque centrale en vue de réduire les fluctuations conjoncturelles ne pouvait avoir qu'une influence déstabilisante : du fait du délai de transmission de la politique monétaire les actions prétendument correctrices se révéleraient au bout du compte procycliques.

Pour Friedman, les interventions de la banque centrale ne peuvent se faire qu'à contretemps parce que l'impulsion monétaire se donne sur la base d'informations passées. Il y a un retard dans l'observation ; de plus, il y aura aussi un retard dans la mise en œuvre de la politique monétaire et un retard dans son impact sur l'économie. La politique monétaire en agissant avec décalage sur une conjoncture par nature cyclique, risque d'amplifier le cycle au lieu de le réduire.

Friedman croît davantage en une régulation naturelle des cycles. L'argument de ce dernier a un sens mais souffre de n'être pas empiriquement vérifié. En plus de cette limite, on peut dire qu'une des tâches des autorités monétaires est précisément d'anticiper les évolutions conjoncturelles pour que leurs décisions prennent effet en temps utile. L'exemple de la politique monétaire américaine au cours de ces quinze dernières années montre que les variations économiques peuvent être correctement anticipées et les effets des politiques monétaires compte tenu des décalages appréciés. Donc, cet exemple nous permet de montrer que la banque centrale peut agir de ce point de vue de façon efficace.

L'argumentation de Friedman a cependant été relayée par l'utilisation du principe théoriquement plus intéressant, d'incohérence temporelle²¹⁸. L'idée consiste à montrer que si les autorités monétaires sont libres d'arbitrer entre inflation et chômage, elles seront incitées à sélectionner un niveau d'activité incompatible avec la stabilité des prix. Le jeu non coopératif qui va s'instaurer entre les agents privés et l'autorité monétaire engendrera un biais inflationniste sans aucun gain en termes d'emploi et d'activité. Ainsi une politique discrétionnaire conduira à une situation sous-optimale parce qu'elle peut être suspectée de vouloir sacrifier la stabilité des prix. La politique monétaire n'assure donc sa crédibilité (ou encore la suppression du biais inflationniste) que si elle renonce à stabiliser l'activité

garantie par des réserves. De tels régimes ont existé en Argentine, à Hong Kong, etc. Toutefois, il faut noter qu'une telle règle désarme totalement la banque centrale, c'est pourquoi la haute autorité monétaire de Hong Kong a été conduite à la contourner lors de l'attaque spéculative contre le Peg, liant le dollars de Hong Kong au dollars des Etats-Unis en 1998.

²¹⁸Ce principe a été mis en évidence pour la première fois en 1977 par Kydland et Prescott, donc Friedman ne faisait en aucun cas allusion au problème d'incohérence temporelle pour montrer l'incapacité de la politique monétaire à stabiliser la conjoncture.

économique, en prenant un engagement irrévocable en faveur d'un seul objectif de prix. C'est-à-dire qu'elle doit se contraindre à l'application d'une règle passive.

L'argument de l'incohérence temporelle aboutit à la conclusion suivante : afin d'asseoir sa crédibilité et supprimer le biais inflationniste, la banque centrale doit suivre une règle passive. Pour mieux comprendre cette idée, suivons le raisonnement développé par Kydland et Prescott :

Kydland et Prescott ont montré qu'en raison de la possibilité ouverte aux autorités monétaires de revenir sur leurs engagements, les politiques monétaires discrétionnaires ont un biais inflationniste.

Les autorités (le gouvernement et la banque centrale en l'occurrence), cherchent à influencer les négociations salariales pour assurer la réalisation de leur objectif de lutte contre l'inflation ; mais l'issue de ces négociations dépend également de la manière dont les organisations syndicales interpréteront la fonction de réaction des autorités.

Les syndicats jouent la première manche ; les autorités jouent la deuxième. Pour influencer les décisions des syndicats (dans le sens de la modération salariale), le gouvernement annonce qu'il poursuivra une politique de stabilité. Si les syndicats acceptent de modérer leurs demandes et si le gouvernement honore ses engagements, le résultat sera le meilleur possible : inflation basse, chômage à son niveau « naturel ».

Mais, la question que doivent se poser les syndicats est la suivante : est-ce que, le jour venu (c'est-à-dire au moment de prendre les décisions attendues de politique monétaire dans un contexte de modération salariale), le gouvernement verra toujours le durcissement des conditions monétaires comme la meilleure politique possible ?

En fait, pour des raisons politiques, le gouvernement pourra toujours être tenté d'échanger un peu plus d'inflation contre un peu moins de chômage, même s'il sait que ce n'est qu'une manœuvre simulée (puisque nous sommes dans un environnement d'anticipations rationnelles, temporairement efficace si et seulement si les agents économiques sont pris par surprise). Donc, il paraît tentant de ne pas exploiter les possibilités d'arbitrages qui existent entre l'inflation et le chômage.

Une fois les agents privés fixent leurs anticipations d'inflation à un niveau bas, les autorités monétaires retrouvent les incitations à mener une politique monétaire expansionniste afin de réduire le chômage. Et de ce fait, l'affirmation d'aujourd'hui selon laquelle 'la banque centrale ne fera pas d'inflation' ne sera sans doute pas vraie demain car il paraît souhaitable pour la banque centrale d'envisager de laisser un peu d'inflation pour juguler un peu le chômage.

Toutefois, les syndicats sont rationnels et comprennent que lorsque la banque centrale aura atteint son objectif (les agents privés fixent leurs anticipations d'inflation à un niveau bas), elle reviendra sur sa position initiale, et essaiera de créer de l'inflation surprise afin de réduire le chômage même s'il s'agit d'un avantage transitoire. Donc, les syndicats ne vont pas croire en l'engagement pris par la banque centrale car elle n'est pas crédible ; ce qui aura comme conséquence des revendications salariales maximales afin d'intégrer cette inflation surprise (que la banque centrale cherche à créer) et de ce fait, préserver leurs salaires réels à peu près stables.

Face à ces réactions des agents économiques, la banque centrale se retrouve donc obligée de renoncer aux arbitrages entre l'inflation et le chômage et à pratiquer davantage une politique monétaire moins expansionniste et se résigne à accepter le taux de chômage naturel. L'équilibre final qui résulte de l'enchaînement des situations ainsi décrites est insatisfaisant : la banque centrale a commencé par pratiquer un peu d'inflation (qui subsiste) ; mais elle n'a pu, en raison des anticipations des agents qui n'ont pas crû en sa politique, réussir à résorber un peu de chômage. Il y a donc autant de chômage que dans la situation antérieure et davantage d'inflation, ce qui est qualifié souvent par le « biais inflationniste ».

Ce biais inflationniste est inhérent à la politique discrétionnaire. C'est parce que la banque centrale a la possibilité de choisir entre moins de chômage et plus d'inflation et que les individus savent qu'elle a cette possibilité. Donc, le fait que la banque centrale manque de crédibilité aux yeux des agents économiques conduit à un équilibre sous-optimal (la situation antérieure était meilleure). C'est une situation dommageable à la fois pour la banque et pour l'ensemble des individus.

La solution à ce problème est de lier les mains de la banque centrale pour qu'elle ne prenne plus des décisions incohérentes avec celles qu'elle s'est engagée à prendre au début. C'est ce qui est d'ailleurs au cœur du débat entre les politiques de règles et les politiques discrétionnaires. Ces dernières ont un biais inflationniste, qu'on peut supprimer soit en

instituant des règles, soit en accordant une indépendance totale de l'institut d'émission pour éliminer le biais inflationniste en période électorale.

Voilà comment l'argument de la crédibilité justifie les règles. C'est un tout autre argument que l'argument de Friedman. L'affirmation de Friedman selon laquelle la politique monétaire serait systématiquement *pro-cyclique* (amplifie le cycle) alors qu'elle prétend être *contra cyclique* n'était qu'une hypothèse ; l'idée de l'incohérence temporelle est une idée plus intéressante. Elle repose toutefois toujours sur l'hypothèse que la banque centrale, comme la collectivité, désire un taux de chômage qui est inférieur au taux de chômage naturel. Ce sont les rigidités sur les marchés, les distorsions fiscales qui font que l'on est obligé de vivre avec un taux de chômage qui ne nous convient pas. La banque centrale a une idée du taux de chômage qui est fautive. Elle désire un taux de chômage qui est inférieur au taux de chômage naturel. Les responsables de la politique monétaire se trompent sur l'équilibre économique et c'est parce qu'ils se trompent qu'il y a ce biais inflationniste.

Un autre argument en faveur de la règle est donné par B. Mc Callum²¹⁹ (1995). Selon ce dernier, le risque d'incohérence temporelle ne se situe pas au niveau de la banque centrale, mais plutôt à celui des instances qui la surveillent, sanctionnent son comportement, nomment ses dirigeants, contestent ses décisions... Et c'est plutôt de ce point de vue que les règles monétaires trouvent leur justification. Elles servent à protéger les autorités monétaires en même temps qu'elles contribuent au contrôle démocratique de leurs décisions, contrepartie de leur indépendance. La fixation d'une règle permet en effet de discuter du rôle de la politique monétaire et donc de fonder la légitimité de la banque centrale. Une fois qu'un tel dispositif a été annoncé, le temps et le coût (notamment en terme de crédibilité) qu'implique sa renégociation doivent lui assurer la pérennité nécessaire. Il est ensuite possible de se référer à cette règle pour rendre compte des décisions prises et pour les justifier. Une règle est ainsi avant tout un instrument essentiel de transparence pour la politique monétaire.

Après avoir présenté, les différents arguments qui justifient le recours à la règle monétaire par la banque centrale, nous allons maintenant étudier les différentes critiques adressées par les économistes à ce type d'intervention monétaire.

219 Mc Callum, B. T. (1995a), Two fallacies concerning central-bank independence, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 85, n. 2, pp. 207-211.

2.2- Les critiques des règles automatiques de politique monétaire :

Les politiques monétaires basées sur des règles automatiques à la Friedman ont certes permis de faire évoluer la pensée économique et renforcé les éléments permettant d'asseoir la crédibilité de la banque centrale. Toutefois, ces règles strictes et prédéfinies ne sont pas à l'abri des critiques et plusieurs auteurs avancent les idées suivantes :

Tout d'abord, ces auteurs contestent la nature de la règle, c'est-à-dire le fait que la quantité de monnaie doive augmenter à un taux constant. Cette idée dérive de la théorie quantitative et implique la stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie (donc de la demande de monnaie). En cas d'instabilité de la vitesse de circulation, la stabilité du taux de croissance monétaire n'assure plus la stabilité économique : si la vitesse augmente, on a l'inflation, alors que si la vitesse diminue, on tombe dans la déflation. Ainsi, afin de garder un niveau des prix stable, il faudrait que la quantité de monnaie varie inversement à la variation de la vitesse de circulation. Les innovations financières ont effectivement déstabilisé la vitesse de circulation, ce qui a rendu inopérante ce type de règle, en inspirant des définitions nouvelles.

La deuxième critique est liée à la rigidité de la règle, c'est-à-dire l'absence de réaction aux chocs économiques : la rigidité élimine tout activisme monétaire, dont on aurait parfois besoin. Donc, le recours à une règle automatique ne permet pas à la banque centrale de stabiliser la conjoncture économique, car une telle opération de stabilisation nécessite une politique discrétionnaire au lieu d'une règle fixe dans la conduite de la politique monétaire. La riposte de Friedman à cette critique consistait à dire que les principales crises des fluctuations cycliques dans l'économie sont dues en une grande partie à la volonté de la banque centrale à stabiliser le cycle alors que cette stabilisation désirée peut être réalisée par une croissance constante de la politique monétaire.

En plus de cette critique, plusieurs auteurs ont observé qu'aucune banque centrale n'a fixé sa politique monétaire sans tenir compte du caractère variable de la conjoncture économique. Le plus important est de fixer une règle de comportement qui permet de répondre aux différents chocs qui frappent l'économie tout en garantissant une stratégie de transparence permettant la disponibilité de l'information afin que la banque centrale puisse expliquer au public les motifs de ses décisions.

Troisièmement, on a constaté que même dans les années 80 et même pour la Bundesbank (la banque centrale qu'on assimile plus facilement avec le monétarisme) les pratiques bancaires ont été très rarement conformes à la règle souhaitée par Friedman, sans pour autant perdre le contrôle de l'inflation. On peut expliquer ces comportements par l'esprit de pragmatisme que la règle avait peut être oublié.

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

Après avoir présenté, les arguments qui sous-tendent la stratégie de la politique des règles et qui justifient le refus de laisser la politique monétaire à la discrétion des responsables politiques, nous allons maintenant étudier l'importance des politiques discrétionnaires dans la réalisation des objectifs de la banque centrale y compris la stabilisation de la conjoncture, en nous appuyons sur un modèle IS-LM.

3- La politique discrétionnaire :

Les économistes parlent généralement, de politique monétaire basée sur la discrétion lorsque la latitude est laissée aux décideurs politiques d'évaluer ou d'apprécier, à chaque fois, l'évolution de la situation économique, et de savoir réagir, en appliquant les politiques qui leur semblent les plus appropriées aux fins de correction.

L'avantage de cette politique réside dans le fait que l'environnement économique étant sujet à des chocs imprévisibles, lorsque les décideurs politiques sont à la fois intelligents, prévenants et désireux du bien public, ils peuvent cerner les facteurs qui sont la cause et, par conséquent, apporter la meilleure réaction.

Aussi, la souplesse d'adaptation à l'évolution des conditions économiques confère à la discrétion un avantage énorme.

3.1- Les arguments en faveur des politiques discrétionnaires :

Les économistes keynésiens justifient le recours à des politiques discrétionnaires en se basant sur deux arguments : le premier est lié à la flexibilité de la politique discrétionnaire qui permet à la banque centrale de faire face aux différents chocs imprévus et le rôle que la politique monétaire peut jouer dans la réduction du chômage et la relance économique. Le second argument se base sur l'idée selon laquelle, la discrétion permet à la politique monétaire de s'articuler correctement avec les politiques suivies dans d'autres domaines (les finances publiques par exemple).

On peut ainsi dire que l'avantage le plus important que procure une politique discrétionnaire est la flexibilité qui permet à la banque centrale de répondre aux différents chocs imprévus qui frappent l'économie. Grâce à cette flexibilité, la politique monétaire peut efficacement réagir en présence de perturbations inattendues, telles que les chocs affectant l'offre de biens et de où encore la demande de monnaie.

Le second argument s'inscrit dans le but de la réalisation de la stabilité de la conjoncture et fait référence à la logique néo-keynésienne hostile au phénomène de l'indépendance des banques centrales et favorisant ainsi la combinaison des différentes politiques pour la réalisation des objectifs fixés par l'Etat régulateur. Cette idée s'inspire de la pensée keynésienne voulant éviter « les contradictions coûteuses qui pourraient découler de la déconnexion des différents niveaux d'interventions de l'Etat »²²⁰.

Afin de mieux cerner le sens de ce second argument, nous nous baserons sur un modèle IS-LM afin de montrer l'importance de la combinaison des deux politiques en l'occurrence : politique budgétaire et politique monétaire dans le cadre de policy-mix.

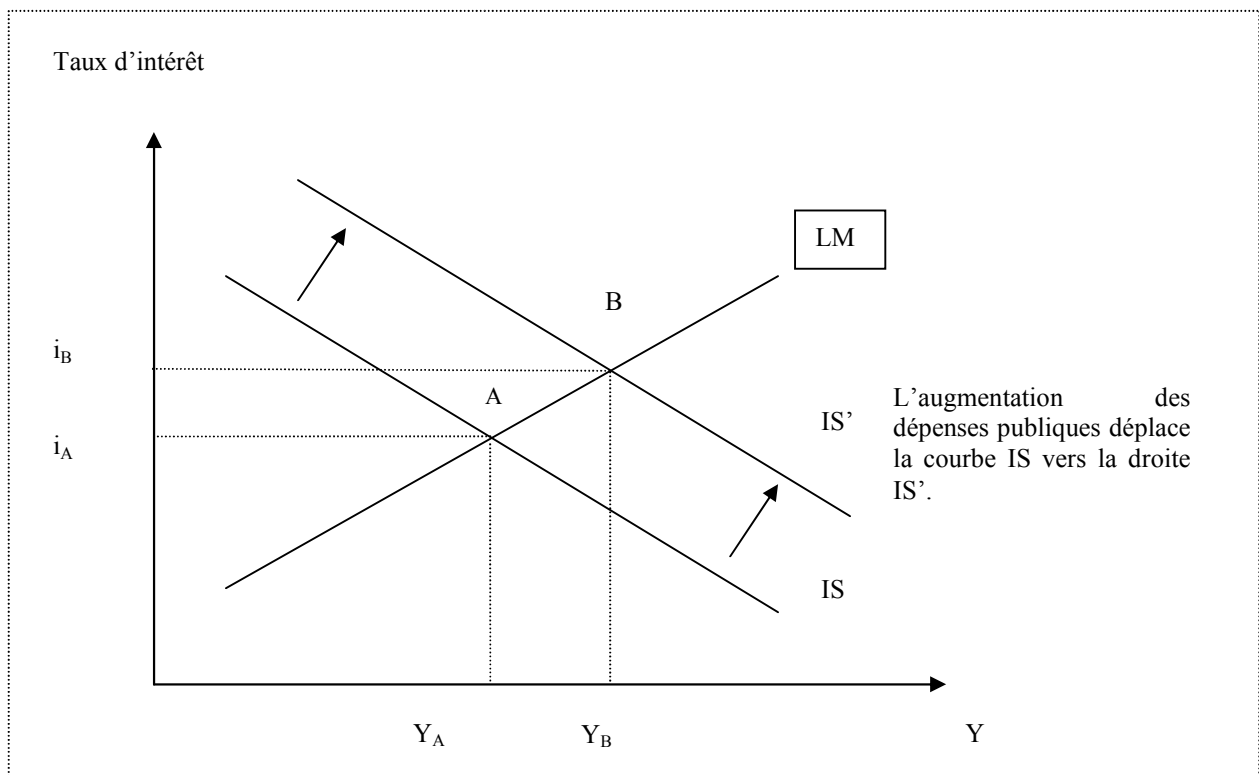
Tout d'abord, supposons qu'on se trouve dans une économie caractérisée par : une situation de sous-emploi de la main d'œuvre, et que cette économie ne subit ni des pressions inflationnistes ni des contraintes extérieures. L'objectif du gouvernement est de faire face au

220A. De Servigny, I. Zelenko « Economie financière », Dunod, 1999. La démarche que nous suivons pour montrer l'importance de la politique discrétionnaire est celle utilisée par ces auteurs dans leur ouvrage déjà cité.

problème du chômage qui caractérise cette économie. Pour atteindre son objectif, il dispose de la politique budgétaire comme outil de relance économique, soit en se basant sur une augmentation des dépenses publiques, soit par la baisse des impôts.

Donc, le gouvernement doit opter pour une politique de relance économique pour réduire le chômage, et c'est pour cela que, la relance budgétaire est considérée comme la meilleure solution pour réaliser cet objectif.

En se basant sur un modèle IS-LM, la relance budgétaire se traduit par le déplacement de la courbe IS vers la droite (IS'). [Graphique n°7]. Le nouveau équilibre atteint (le passage de A à B) permet un niveau supérieur du revenu national ($Y_B > Y_A$), mais au prix d'une hausse des taux d'intérêt ($i_B > i_A$), ce qui représente sans doute un futur handicap²²¹ pour l'économie qui se traduit par un freinage de l'investissement privé.



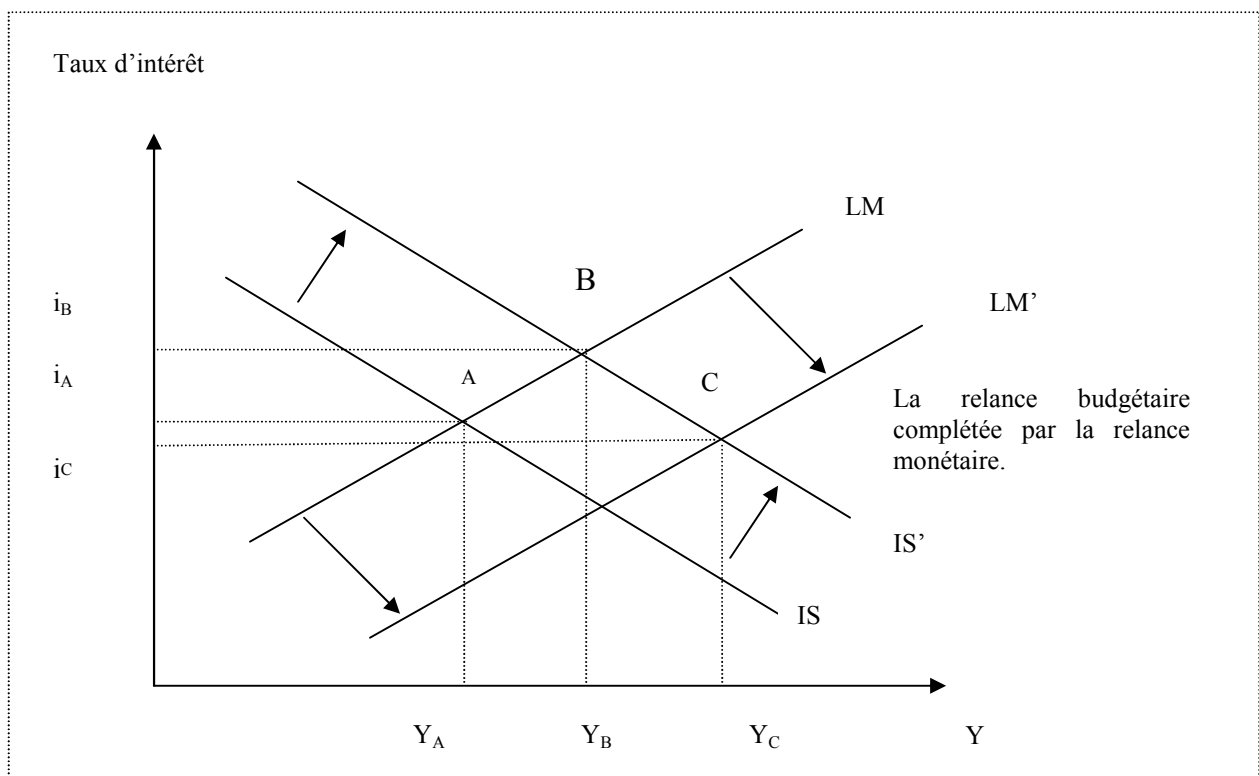
Graphique n° 7 : La relance économique par la politique budgétaire.

221 Ce handicap n'est pas seulement futur. Il est aussi immédiat puisqu'il a éviction partielle des investissements privés.

L'utilisation par le gouvernement de la politique budgétaire comme le seul outil en sa possession pour réduire le chômage, à certes lui a permis d'atteindre son but, mais au détriment des investisseurs privés qui seront pénalisés par la hausse des taux d'intérêt. Donc, il s'agit là d'une solution sous-optimale (la baisse du chômage, augmentation des taux d'intérêt).

Pour faire face à cette situation, il est dans l'intérêt du gouvernement de combiner les instruments budgétaires et monétaires afin de favoriser l'expansion du budget sans pour autant augmenter les taux d'intérêt ; car si cette relance budgétaire a été accompagnée d'une politique d'aisance monétaire, alors la courbe LM se déplace également vers la droite (LM')²²² [Graphique n°8], au même temps que la courbe IS.

Le nouvel équilibre s'établit au point (Y_C, i_C) avec un niveau de revenu national encore supérieur ($Y_C > Y_B > Y_A$) et un niveau de taux d'intérêt bas ($i_C < i_B < i_A$).



Graphique n°8 : La relance économique par la politique monétaire et la politique budgétaire.

Dans ce cas de figure, la politique monétaire sert bel et bien de levier à la politique budgétaire active ; l'une complète l'autre. Pour nombre de keynésiens, confier la conduite de la politique

²²² Le déplacement de la courbe LM à LM' ne provoque pas de l'inflation, les prix sont quasiment stables puisqu'on est dans le court terme.

monétaire à des autorités indépendantes du gouvernement, c'est aussi prendre le risque de se priver de telles synergies ; c'est aussi prendre le risque de mettre ces deux politiques en contradiction l'une avec l'autre, et donc d'entraver l'action régulatrice de l'Etat. La confiance dans l'efficacité des politiques conjoncturelles actives est ici totale ; c'est précisément cette confiance que n'affichent pas les libéraux contemporains.

A partir de cet exemple simple, on comprend l'idée de la hostilité des économistes keynésiens au phénomène d'indépendance de la banque centrale, car cela signifie privé l'Etat de toute possibilité de combinaison de politique et la réalisation de ces résultats.

3.2- Les critiques des politiques discrétionnaires :

Tout d'abord, on peut noter que les arguments en faveur des politiques discrétionnaires prennent appui sur l'idée que, pour être efficaces et agir sur l'activité réelle, les autorités monétaires doivent surprendre les agents économiques. C'est par exemple, le choix qu'a fait le système de Réserve fédérale aux Etats-Unis, qui ces dernières années, est intervenu sur les marchés de manière imprévue, sans référer à une règle préétablie que ce soit.

Cependant, ce type d'interventions est confronté à diverses difficultés. Tout d'abord on peut relever le problème des délais de transmission. Le temps nécessaire pour qu'une modification du taux d'intérêt directeur ait un impact sur l'activité économique est incertain. En plus, le bien-fondé d'une telle politique est mis en doute par le courant des nouveaux classiques, et en particulier R. Lucas pour qui cette façon d'agir ne peut avoir qu'une efficacité temporaire. Informés de telles pratiques, les agents vont rapidement adapter leurs comportements en anticipant rationnellement les surprises auxquelles peuvent procéder les autorités monétaires. Finalement, l'efficacité d'une politique purement discrétionnaire n'est pas prouvée, et dans certaines circonstances elle peut même avoir un effet néfaste sur l'activité.

Donc, l'utilisation de politique discrétionnaire rend l'action de la banque centrale moins crédible et crée un biais inflationniste, qu'on peut supprimer soit en instituant des règles et en

accordant une indépendance totale à la banque centrale pour éliminer le biais inflationniste en période électorale.

D'une manière générale, on constate une préférence académique en faveur de règles monétaires par rapport à la politique discrétionnaire. Elle s'appuie notamment sur le risque d'incohérence temporelle (time inconsistency). Ce risque se manifeste lorsque les décideurs annoncent, pour l'avenir, un plan considéré comme optimal (Stabilité monétaire, par exemple) mais qu'ils n'appliquent pas effectivement au moment de la décision. Et de ce fait, toute politique discrétionnaire risque de mettre en cause sa propre crédibilité en faisant apparaître un biais inflationniste. En effet, les agents économiques, en l'absence de crédibilité de la politique monétaire, anticipent un taux d'inflation élevé, ce qui accroît l'inflation. Seule la crédibilité de la politique anti-inflationniste permet de résoudre le problème posé par l'incohérence temporelle en lui permettant de convaincre les agents économiques que les autorités monétaires poursuivront sans faiblir une politique de stabilité des prix. Dès lors, les anticipations d'inflation tendent à disparaître et le taux d'inflation est maintenu au niveau souhaité par les autorités monétaires.

Après avoir étudié le débat entre les politiques monétaires basées sur des règles et les politiques monétaires discrétionnaires, nous allons maintenant nous pencher sur les différents critères permettant d'évaluer une règle de conduite monétaire.

4- Comment évaluer une règle monétaire ? :

Suite aux arguments développés au-dessus, on constate une préférence des auteurs en faveur des politiques basées sur des règles automatiques plutôt qu'aux politiques discrétionnaires. Toutefois, pour déterminer le genre de règle le plus propre à guider la conduite de la politique monétaire, il faut disposer de certains critères permettant d'en évaluer l'efficacité. Parmi ces derniers, on peut noter que :

a)- Tout d'abord, une règle de politique monétaire est une formule qui rattache l'instrument d'intervention des autorités à une conjoncture économique déterminée. De nos jours, l'instrument d'intervention de la banque centrale est généralement le taux d'intérêt à court terme. La règle monétaire optimale est celle qui minimise la fonction de perte sous réserve de

contraintes du modèle servant à décrire la structure de l'économie, tout en garantissant sa transparence, et sa compréhension par public. Le premier critère permettant d'évaluer une règle est donc sa simplicité. Une règle monétaire doit être facilement communiquée au public. Une règle que le public ne comprend pas ne fonctionnera pas d'une manière satisfaisante ; car tout changement de politique dû à l'application de cette règle ne sera pas anticipé par les agents économiques. Et de ce fait, le public n'accepte pas une telle règle qui crée des changements totalement imprévisibles et par conséquent arbitraires et capricieux.

b)- Ensuite, le second critère permettant d'évaluer une règle est son horizon temporel. Une règle de politique monétaire doit s'inscrire dans la durée et viser le long terme ; car un horizon de temps long permettra à la banque centrale de faire face :

- Aux tentations opportunistes du gouvernement d'arbitrer à court terme entre l'inflation et le chômage ; car à long terme, l'économie revient au taux de chômage naturel. La politique de relance ne peut faire reculer le chômage ; elle ne fait qu'accroître le taux d'inflation. Elle est donc condamnable ;
- Au cycle politico-économique dû à la création de l'inflation surprise par le gouvernement pour réduire le chômage à court terme afin de maximiser ses chances de réélection et de ce fait réaliser les objectifs fixés de long terme en l'occurrence un taux d'inflation bas tout en gardant la production au voisinage de son niveau potentiel.

L'affichage d'une règle monétaire et son respect automatique permettraient d'éliminer le biais inflationniste en mettant les autorités monétaires à l'abri des pressions des hommes politiques ou simplement de l'opinion publique. Cela éviterait des manipulations de la monnaie aux fins d'un objectif d'accroissement du bien-être collectif fallacieux (l'arbitrage inflation-chômage entraînant des coûts à moyen terme sous forme d'une inflation supplémentaire).

c)- En plus de ces critères déjà cités, plusieurs économistes conviennent à dire que l'efficacité d'une règle doit être aussi évaluée en fonction de sa capacité de garder l'inflation au voisinage du taux visé et d'atténuer les fluctuations de la production (ou du chômage). Les modèles qu'ils utilisent reposent sur l'hypothèse que, en longue période, la politique monétaire influe uniquement sur le niveau des prix, de sorte qu'il serait insensé pour les autorités monétaires de prendre pour cible le niveau ou le taux de croissance de la production ou le niveau du

chômage. A court terme, cependant, les imperfections du marché (le plus souvent, la rigidité des prix) impliquent que la politique monétaire influe aussi sur la production réelle. On fait donc l'hypothèse qu'à court terme, la politique monétaire doit viser à stabiliser l'inflation au voisinage du taux cible de long terme et le rythme de la production à proximité de celui qui est soutenable.

Cette définition des objectifs de la politique monétaire semble cadrer avec la manière dont les pays qui se sont dotés de cibles en matière d'inflation mènent actuellement leur politique monétaire et avec l'opinion voulant que le but ultime de cette dernière soit de favoriser une évolution stable aussi bien de l'inflation que de la production, et la meilleure règle monétaire est celle qui permet de garantir la réalisation des objectifs fixés par la banque centrale.

d)- D'autres auteurs, dans de nombreuses études estiment que la stabilité des taux d'intérêt est un critère supplémentaire devant servir à évaluer l'efficacité des diverses règles qui s'offrent aux décideurs. Certains chercheurs incluent ce critère pour tenir compte du fait que les relations décrites dans un modèle risquent de ne plus être valables si les circonstances exigent une modification des taux d'intérêt sans commune mesure avec les variations enregistrées dans le passé. Mishkin²²³ en 1999 soutient qu'il est important de lisser les taux d'intérêt, et cela pour deux raisons :

- Le lissage des taux aide à soutenir la réputation de la banque centrale car des changements de cap fréquents peuvent faire douter de la compétence de celle-ci et, par voie de conséquence, rendre sa politique moins crédible et moins efficace ;
- Il diminue les risques d'instabilité financière, puisqu'une forte variabilité des taux d'intérêt peut fragiliser le secteur financier. Selon un autre raisonnement formalisé par Woodford²²⁴ (1999), une politique de modification graduelle des taux d'intérêt par une série de changements de faible amplitude allant tous dans le même sens permet à la banque centrale de donner des indications plus claires au marché que si elle doit fréquemment faire marche arrière. Les mesures de la banque centrale auraient ainsi en effet plus marqué sur les taux d'intérêt à long terme et, donc, sur les décisions touchant la demande globale.

223Mishkin, F.S (1999) « Comment on G.D Rudebush and L.E.O Svensson 'Policy Rules for Inflation Targeting' ». In : Monetary Policy Rules, sous la direction de John B. Taylor, Chicago, University of Chicago Press, P. 247-253.

224Woodford, M. (1999). « Optimal Monetary Policy Inertia », The Manchester School Supplement, vol.67, P.1-35

e)- Enfin, une règle de politique monétaire ne doit jamais être considérée comme irrévocable ou inchangeable, car notre compréhension de l'impact de la politique monétaire sur l'état de l'économie (à court et à long terme) reste toujours insuffisante, et les informations dont on dispose le jour de la prise de décision sont incomplètes. Donc, on peut dire que l'adoption d'une règle passive n'est qu'un optimum de second rang. Il est théoriquement possible de définir une politique qui dépasse et surclasse l'opposition entre règle et discrétion. Une telle politique, qui conjugue les gains de la cohérence temporelle et les avantages de la flexibilité, se définit comme une règle monétaire active (ou contingente). Il s'agit d'une règle, c'est-à-dire d'une conduite prédéterminée de la banque centrale qui exclut une réoptimisation des décisions de période en période. Mais c'est une règle qui admet une réponse de l'autorité monétaire aux déséquilibres macroéconomiques, c'est-à-dire une réaction systématique aux écarts de production et d'inflation, préservant la compatibilité des objectifs de long terme de la politique économique.

5- Les règles contingentes :

Comme on l'a vu précédemment le débat entre : « la règle et la discrétion » est loin d'être terminé, car la distinction entre les deux (règle et discrétion) n'est pas si nette²²⁵. Une règle peut laisser plus ou moins de liberté à l'autorité monétaire, et elle peut aussi définir l'action monétaire dans tous les détails où aucune place n'est laissée à l'interprétation (règle instrumentale), alors que la discrétion permet à la banque centrale beaucoup plus de liberté dans les choix des objectifs et des instruments de l'action monétaire.

Entre ces deux pôles, il y a toute une série de combinaisons possibles entre normes et libertés et, de ce fait, le choix d'une option n'exclut pas nécessairement et totalement l'opinion alternative. Donc, des compromis sont possibles ; tout est affaire, en fait, de dosage qui permet une complémentarité entre la règle et les décisions discrétionnaires. Et c'est dans cette logique que s'inscrit l'élaboration des règles contingentes (activistes) qui cherchent à

225 Fischer, S. (1990), Rules versus discretion in monetary policy, in Friedman et Hahn (éds.), op. cit., vol. 2, pp. 1155-1184, chapitre 21.

conjuguer les avantages de la discrétion avec les avantages de la règle afin de garder la flexibilité sans perdre la crédibilité²²⁶.

Afin de justifier le recours à ce type de règle les économistes²²⁷ soulignent qu'il n'est pas vrai de dire que, seule une politique immuable sera crédible, car une règle activiste permet à la banque centrale d'être à la fois, flexible afin de stabiliser la conjoncture, et de gagner en termes de crédibilité. Ces économistes se basent sur l'exemple de la Banque Centrale Allemande. En effet, la Bundesbank a sans cesse manqué les objectifs qu'elle s'était elle-même donnée. Elle affichait des objectifs de croissance monétaires et, systématiquement les a ratés. Mais, elle s'en expliquait (l'augmentation de la demande de monnaie, des chocs extérieurs sur le prix des matières premières, la réunification). Et finalement, la Bundesbank est restée crédible et la situation de l'Allemagne (hormis la période de réunification) n'a pas été inflationniste.

Toutefois, il convient de noter d'entrée de jeu que dans l'esprit de la plupart des auteurs qui se sont penchés sur les règles contingentes, ces dernières ne peuvent et ne doivent pas être appliquées de façon mécanique par les décideurs. Elles apparaissent plutôt comme des balises qui nécessitent l'intervention du jugement²²⁸.

Donc, une règle contingente ou activiste est une règle qui va assurer sa crédibilité sur le long terme en se donnant la possibilité d'agir à court terme. Ces règles doivent être suffisamment flexibles pour permettre de réagir à court terme ; car l'un des défis à relever en pareil cas tient au fait que la politique monétaire agit avec retard sur le taux d'inflation et que l'économie est soumise en permanence à des chocs dont la nature et la durée sont inconnues au moment où la politique est mise en œuvre.

Dans ce contexte, les économistes ont cherché à déterminer comment le recours à des règles contingentes peut aider les autorités monétaires à garder le taux d'inflation au voisinage du taux visé sans pour autant engendrer une vulnérabilité excessive des autres variables

226 L'utilisation d'une règle contingente par la banque centrale lui permet de chasser deux objectifs par un seul coup : d'une part le fait qu'elle affiche une règle monétaire rend son engagement crédible aux yeux des agents privés, et d'autre part la règle activiste permet à la banque centrale de réagir aux différents chocs qui peuvent frapper l'économie.

227 Parmi ces économistes on note : J-P Polin et M. Aglietta.

228 Cette idée rejoint le principe de la discrétion contrainte développé par Bernanke. Ce principe se base sur l'idée suivante : la banque centrale a la liberté totale de stabiliser l'économie à court terme, à condition qu'elle assure un engagement fort à garder l'inflation à un niveau bas. Donc, tout dépend du jugement que porte la banque centrale sur le cycle économique.

économiques, tout particulièrement la production et le taux d'intérêt. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle l'application d'une telle règle nécessite en préalable de poser deux principales conditions :

- Tout d'abord, la banque centrale doit avoir un horizon de temps suffisamment long, car quand on donne l'indépendance à la banque centrale et que celle-ci a un horizon de temps très long, elle réalise que si elle dérive de ses objectifs par rapport au taux de chômage naturel, il y aura de l'inflation. L'inflation est un phénomène visible et les individus vont en tirer les conséquences. La courbe de Phillips se déplacera vers le haut. Si elle a un horizon de temps suffisamment long, la banque centrale va donc internaliser les effets négatifs qui sont dus au déplacement de la courbe de Phillips et par conséquent, elle sera tout à fait capable de comprendre ce qui se passe, de comprendre le jeu, de comprendre ce qu'elle va perdre à faire une politique non crédible inflationniste. Le problème sera résolu.
- Ensuite, la banque centrale doit appliquer une stratégie de transparence permettant la disponibilité de l'information afin que la règle appliquée soit publique et discutable. Par exemple, la banque centrale peut expliquer que la décision prise aujourd'hui (de laisser filer l'inflation) est une décision qui s'impose pour répondre à une situation conjoncturelle douloureuse (chômage) ; mais que le cap étant passé, on reviendra à une politique rigoureuse qui ne sera pas inflationniste.

Donc, les règles activistes utilisées par la banque centrale visent à réduire au minimum les fluctuations des prix et de la production autour des objectifs de la politique économique et, de ce fait, concilier la crédibilité à la flexibilité²²⁹.

Après avoir défini ce que c'est une règle contingente, on étudiera maintenant l'exemple de la règle de Taylor qui est la plus utilisée par les banques centrales pour cibler à la fois, l'objectif d'inflation et l'objectif de la production. Cette règle repose sur le principe que le taux d'intérêt de court terme doit être compatible avec l'objectif d'inflation de la banque centrale et l'évolution de l'output gap (écart entre la production observée et la production potentielle). Le taux d'intérêt de Taylor ainsi calculé est alors comparé au taux d'intérêt de court terme,

²²⁹Une règle contingente doit avoir un socle : être crédible, c'est-à-dire non inflationniste, mais en même temps, une règle qui réagisse aux évolutions de la conjoncture. Telle est l'essence des règles dites activistes ou règles contingentes.

afin d'apprécier l'adéquation de la politique monétaire aux données économiques fondamentales.

6- La règle de Taylor :

Depuis l'article fondateur de Taylor en 1993, l'idée de modéliser la fonction de réaction ou la stratégie des banques centrales sous la forme d'une équation simple reliant le taux d'intérêt nominal à un petit nombre de variables économiques, en général l'inflation et l'activité, a connu un succès croissant. Et de ce fait, une abondante littérature théorique et empirique s'est développée, explorant les conditions d'optimalité de la règle de Taylor pour la politique monétaire conditionnellement à un modèle donné de l'économie d'une part, et s'efforçant d'estimer les fonctions de réaction des grandes banques centrales sur le passé d'autre part.

Dans cette partie d'étude, nous commencerons par la présentation de la règle de Taylor, ensuite nous analyserons les avantages qu'elle procure à la banque centrale, et enfin, nous mettrons l'accent sur les différentes critiques adressées par les auteurs à l'utilisation de cette règle.

6-1 La présentation de la règle de Taylor :

Le recours à la règle proposée par John Taylor²³⁰ permet une évaluation de la politique monétaire prenant en compte à la fois les performances réalisées dans le domaine de l'inflation et les résultats en matière de croissance économique. Elle fournit une valeur de référence pour les taux d'intérêt : une banque centrale devrait fixer le taux d'intérêt de telle sorte qu'il soit égal à sa valeur d'équilibre – le taux d'intérêt réel correspond à la réalisation du plein emploi dans le long terme- corrigée en fonction de l'écart de production et de l'écart de l'inflation.

Donc, Taylor (1993) postule que la banque centrale doit modifier son taux d'intérêt nominal en réaction à trois variables : la valeur courante de l'écart de la production, l'écart courant de l'inflation et une mesure du taux d'intérêt réel d'équilibre ou neutre. L'inflation et la

230.J.B Taylor, « Discretion versus policy rules in practice », Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, n°39, 1993. John Taylor est économiste de l'Université de Stanford, aujourd'hui sous-secrétaire d'Etat aux affaires internationales au Trésor des Etats-Unis

production sont toutes deux assorties d'un coefficient de pondération. Cette règle s'écrit comme suit :

$$\dot{i}_t = 2 + \pi_t + 0,5 (y_t - y') + 0,5 (\pi_t - 2)$$

Où « \dot{i}_t » désigne le taux des fonds fédéraux, c'est-à-dire le taux des interventions du système du Réserve Fédérale, π_t le taux d'inflation des quatre derniers trimestres et $(y_t - y')$ l'écart entre le PIB effectif réel et le PIB tendanciel.

La règle de Taylor a pour ambition de définir une ligne de conduite qui s'impose aux autorités monétaires. Elle se fonde sur le calcul d'un taux d'intérêt de court terme, supposé 'optimal', compatible avec l'objectif d'inflation de la banque centrale et l'évolution de l'output gap. Le taux de Taylor ainsi calculé est comparé au taux d'intérêt à court terme observé pour juger de l'adéquation de la politique monétaire aux données économiques fondamentales. Toutefois, avant d'utiliser cette règle deux remarques s'imposent :

- On trouve, à droite du signe égal, les valeurs courantes des différentes variables, par exemple les valeurs courantes de l'écart de production et de l'écart de l'inflation. Sur ce point, la règle de Taylor se différencie d'une politique de cible d'inflation où la banque centrale fonde sa politique de taux d'intérêt sur ses prévisions portant sur ces deux variables.
- Il faut éviter tout malentendu sur la signification de la règle. En pratique, les autorités monétaires ne sont pas prisonnières d'une équation, d'un système d'équations ou d'un algorithme, mais introduisent tous les facteurs de la discussion pour former leur jugement. La règle de Taylor est seulement un instrument utile pour comparer ex post la politique suivie à l'élément systématique de la politique monétaire – la réponse à l'inflation et à la conjoncture économique – qui a prévalu sur la période étudiée.

Dans la formulation retenue jusqu'ici, comme nous l'avons souligné que la règle de Taylor détermine la politique de taux d'intérêt appropriée à un moment donné en fonction des valeurs courantes de l'écart de production et de l'écart de l'inflation. Pour les partisans d'une politique de cible d'inflation, c'est une vision trop statique de la politique monétaire, car il

faut du temps avant qu'elle agisse. La banque centrale doit être « préemptive » et déterminer son taux d'intérêt en fonction des prévisions d'inflation et de croissance. Il faudrait reformuler la règle de Taylor, et c'est ce qu'a fait d'ailleurs Goldman Sachs²³¹ qui a partiellement aménagé la règle initiale. La nouvelle règle s'écrit sous la formule suivante :

$$i_t = 2 + \pi_t + \alpha (\pi_t - \pi') + \beta (y_t - y')$$

$$i_t - \pi_t = 2 + \alpha (\pi_t - \pi') + \beta (y_t - y')$$

$$r' = 2 + \alpha (\pi_t - \pi') + \beta (y_t - y')$$

Où : i_t est le taux d'intérêt nominal (du marché monétaire interbancaire) de court terme, r' le taux d'intérêt réel, π_t , le taux d'inflation, π' sa cible, y_t le PIB réel, y' sa cible (PIB potentiel en général), α et β représentent respectivement les pondérations données par la banque centrale à l'objectif de l'inflation et de la production.

Le taux d'intérêt réel de court terme ($r' = i_t - \pi_t$) défini par la règle de Taylor (taux de Taylor) est adapté à la situation économique. Il s'écarte du taux d'intérêt nominal en lien avec l'écart entre l'inflation et la cible d'inflation ; il s'en écarte aussi en fonction de la différence entre le PIB et le PIB potentiel. Taux neutre et taux de Taylor ne sont confondus que lorsque inflation et production sont à l'équilibre.

Une valeur élevée du coefficient d'ajustement du gap d'inflation (α) implique une réaction relativement rapide du taux d'intérêt à l'écart entre le niveau anticipé de l'inflation et sa valeur cible. De même, un niveau élevé de (β) signifie que le taux d'intérêt de court terme est très sensible au gap de production.

Toutefois, il faut noter que Taylor suppose que la banque centrale réagit de façon équivalente à l'écart du taux d'inflation et au gap de production. Il attribue aux paramètres α et β la même valeur de 0,5. Il admet, en outre, que les valeurs du taux d'intérêt réel et de l'inflation cible sont des constantes : $r' = \pi' = 2$, et à partir de là, il montre, en utilisant des modèles à anticipations rationnelles, que cette règle peut être optimale au sens où elle minimise la volatilité du PIB et des prix.

231 Goldman Sachs, « The international economic analyst », volume 11, issue 6, juin 1996.

Cette règle indique que lorsque l'économie est à l'état d'équilibre, c'est-à-dire lorsque le taux d'inflation est égal au taux visé et que la production se situe à son niveau potentiel, le taux d'intérêt réel s'établit lui aussi à sa valeur d'équilibre (ou « neutre »). Si l'inflation est supérieure au taux cible ou que la production dépasse son niveau potentiel, les taux d'intérêt réels doivent passer au-dessus de leur valeur d'équilibre pour ramener les deux variables précédentes au niveau souhaité. Si, au contraire l'inflation ou la production sont inférieures à leurs valeurs visées ou d'équilibre, il faut que les taux d'intérêt diminuent pour rétablir l'équilibre.

6-2 Les avantages de la règle de Taylor :

La règle de Taylor déjà présentée procure des avantages considérables à la banque centrale, surtout en lui permettant plus de flexibilité sans mettre en danger sa crédibilité. Ces avantages peuvent être cités comme suit :

Tout d'abord, la règle de Taylor doit être interprétée comme un taux d'intérêt permettant au PIB et à l'inflation de retrouver leur valeur cible. Il n'a pas de valeur normative, mais plutôt être interprété comme une valeur de référence : l'écart observé entre le taux directeur des autorités monétaires et le taux de Taylor permet de caractériser une politique monétaire : une politique monétaire accommodante est caractérisée par des taux inférieurs au taux de Taylor et vice-versa. Il ne s'agit de surcroît que d'une rationalisation ex-post de l'évolution des taux : les données contemporaines ne sont souvent pas connues ou, au mieux, provisoires.

Ensuite, cette importance donnée par les chercheurs à la règle de Taylor peut s'expliquer aussi par le fait qu'elle est avant tout basée sur une régularité historique et elle reproduit fidèlement les évolutions passées des taux des Fed Funds à partir de deux variables, les prix et le PIB ; mais qui ne présage a priori en rien de leurs évolutions futures (changements de cible par exemple). En choisissant les coefficients aussi pour leur simplicité, J. Taylor a cependant conféré à cette règle des vertus pédagogiques évidentes : elle est simple à interpréter et facile à mémoriser.

De plus, cette règle activiste est basée sur l'argument selon lequel elle permet de concilier crédibilité et flexibilité. En effet, la règle de Taylor en fixant des objectifs en terme d'inflation et de production, permet à la banque centrale d'afficher sa volonté de réaliser l'objectif de la stabilité des prix, tout en veillant à ce que la conjoncture économique reste plus ou moins stable. Donc, le fait que la banque centrale se préoccupe à la fois de l'inflation et de la production, lui assure d'être crédible sur le long terme (objectif de la stabilité des prix) et lui donne la possibilité d'agir à court terme (objectif de la production).

On peut dire que la règle de Taylor, en tenant compte de l'inflation effective et de l'activité, permet surtout de concilier les objectifs de court et moyen terme du banquier central. En effet, les tensions inflationnistes de moyen terme naissent précisément de l'inadéquation entre la demande et l'offre. Il n'est donc pas paradoxal qu'une banque centrale ciblant l'inflation intègre aussi les variations de l'écart de production dans sa fonction de réaction. Et de ce fait, l'application d'une telle règle permet à la banque centrale de garder certaine flexibilité pour faire face aux différents chocs qui peuvent frapper l'économie, et d'afficher sa volonté de réaliser le taux d'inflation qu'elle s'est engagée de réaliser. Dans ce cas, la politique monétaire est à la fois crédible et flexible.

Malgré l'ensemble des avantages que procure la règle de Taylor aux différentes banques centrales pour l'élaboration de leur stratégie, elle reste soumise à diverses critiques. La plupart de ces dernières sont liées aux différentes estimations des variables utilisées dans cette règle (le taux d'intérêt réel d'équilibre, le gap d'inflation et le gap de production).

6-3 Les critiques adressées à la règle de Taylor :

La plupart des économistes soulignent qu'en dépit du côté pratique qui fait le succès de la règle de Taylor, son application n'est pas facile à mettre en oeuvre, car l'écart de production et le taux d'intérêt réel d'équilibre, tous les deux essentiels pour un usage normatif de ces règles, ne sont pas des variables directement observables. Leur estimation est une tâche difficile, qui rend ardue leur utilisation systématique pour guider la conduite quotidienne de la politique monétaire. De plus, selon les méthodes d'estimation retenues, les taux d'intérêt obtenus en

appliquant les règles de Taylor peuvent couvrir un large spectre et, dès lors, ne pas fournir des signaux clairs en matière de politique monétaire.

Le concept d'écart de production s'est révélé vague et les estimations disponibles sont très diverses. Les méthodes habituelles de lissage utilisées pour estimer l'excédent de la production observée par rapport aux capacités de production sont notoirement entachées de mesure en temps réel et souffrent de l'absence de fondement théorique. De la même façon, des tentatives visant à faire un usage intensif de la théorie économique pour construire des mesures du niveau 'naturel' de la production auquel les tensions sur les prix sont supposées inexistantes reposent également sur des hypothèses discutables et ne forment pas une base solide pour les prises de décision. A tout égard, lier les décisions de politique monétaire à des estimations de l'écart de production largement susceptibles d'être révisées a posteriori ou sensibles aux approximations retenues paraît être une tentative hasardeuse. Dans ces circonstances, le risque d'obtenir de mauvais résultats est élevé.

De façon générale, la règle de Taylor est très sensible aux différents paramètres requis pour son calcul. Drumetz et Verdelhan (1997) ont fait observer que «l'incertitude qui affecte la détermination des niveaux du taux d'intérêt neutre réel et de l'*output gap* peut conduire, d'un point de vue rétrospectif, à des appréciations divergentes quant à l'adéquation de la politique monétaire aux données fondamentales de l'économie. [...] D'un point de vue prospectif, cette incertitude affaiblit également la portée opérationnelle de l'équation de Taylor car elle est de nature à susciter des recommandations divergentes s'agissant de l'orientation à donner à la politique monétaire».

Donc, on peut dire que la règle de Taylor n'est peut être pas la règle optimale et il est sans doute possible d'accroître les pondérations liées à l'activité ou à l'inflation, mais cela risquerait d'augmenter fortement la volatilité des taux d'intérêt des banques centrales. Toutefois, il faut noter qu'il existe d'autres règles contingentes (ciblages d'inflation qui sont proches de la règle de Taylor) qui permettent d'atteindre les mêmes résultats. En effet, si on se fixe un objectif d'inflation, avec un horizon de temps pour l'atteindre, avec une marge de fluctuation pour l'atteindre, on peut établir des règles similaires avec des pondérations qui dépendent de l'horizon que l'on s'est fixé : avec un horizon de court terme, la pondération relative à l'activité doit être plus forte que celle relative à l'inflation ; avec un

horizon de long terme, la pondération relative à l'inflation l'emporte sur celle relative à l'activité, ce qui permet de garder la flexibilité tout en assurant l'objectif de la crédibilité.

Conclusion :

Depuis les années 1960, le débat sur les bonnes stratégies monétaires n'a pas cessé. Après de longues controverses entre partisans du contrôle par les prix (le taux d'intérêt) et avocats du contrôle par les quantités (les agrégats monétaires), la discussion s'est déplacée vers un autre domaine où la question est de savoir s'il est préférable pour les autorités monétaires de suivre une règle automatique dans la conduite de la politique monétaire, ou bien d'utiliser les moyens dont elles disposent d'une manière discrétionnaire.

Et de ce fait, un grand nombre de travaux ont été consacrés ces dernières années aux règles de conduite de la politique monétaire, afin de porter une réponse au choix crucial entre une stratégie monétaire basée sur une règle stricte ou sur des interventions discrétionnaires.

D'une manière générale, on a constaté une préférence en faveur des règles de conduite automatiques et prédéfinies par rapport aux interventions discrétionnaires menées par la banque centrale. Ce résultat se base sur l'idée selon laquelle, afin d'asseoir sa crédibilité et supprimer le biais inflationniste, la banque centrale doit suivre une règle passive. Toutefois, l'utilisation d'une telle règle est un optimum de second degré, car, d'une part, les informations dont dispose la banque centrale le jour où elle prend ses décisions sont incomplètes et, d'autre part, la rigidité qui qualifie la règle élimine tout activisme monétaire dont on aurait parfois besoin pour faire face aux différents chocs imprévus qui frappent l'économie. Donc, le recours à une règle automatique ne permet pas à la banque centrale de stabiliser la conjoncture économique, car une telle opération nécessite des interventions de coup par coup d'où l'intérêt d'une politique discrétionnaire. Cette dernière a le mérite de la flexibilité et devrait en principe permettre des réglages fins qui donnent à la banque centrale la possibilité de soutenir ou de renforcer, au moins ponctuellement, certains aspects de la politique économique du gouvernement. Cependant, ce type d'intervention est confronté à plusieurs critiques, surtout l'incertitude du délai de transmission, ou le temps nécessaire pour qu'une modification du taux d'intérêt directeur ait un impact sur l'activité économique, et l'idée du biais inflationniste qui est inhérent à la politique discrétionnaire.

Pour faire face à ce dilemme qui s'impose à la banque centrale (flexibilité ou crédibilité), plusieurs auteurs ont essayé de conjuguer les avantages de la discrétion avec les avantages de

la règle afin de garder la flexibilité sans perdre la crédibilité (les règles contingentes). Ces différents travaux tant théoriques qu'empiriques ont permis des progrès appréciables dans la représentation conceptuelle du problème que doit résoudre la banque centrale et qui consiste à déterminer la meilleure façon de maintenir l'inflation au voisinage du taux visé sans provoquer une variabilité excessive ailleurs dans l'économie.

Conclusion générale

Conclusion :

Bien que le rôle important de la crédibilité de la politique monétaire ait été reconnu depuis très longtemps, les recherches sur cette notion ont commencé seulement vers la fin des années soixante-dix avec la publication de l'article fondateur de Kydland et Prescott (1977). La crédibilité est importante surtout lorsque la banque centrale cherche à convaincre le public de sa détermination à stabiliser les prix, sa tâche s'en trouve grandement facilitée. Cependant, il n'existe pas de remède miracle pour convaincre les marchés financiers et le public que la banque centrale poursuit effectivement les objectifs qu'elle s'est fixée. Certes, la banque centrale peut se forger une réputation au fil du temps, en la voyant mener sans relâche une politique de rigueur qui réussit à ralentir progressivement l'inflation, le public vient à penser que l'inflation modérée prévaudra. Mais, cela peut prendre des années de travail acharné.

Et c'est la raison pour laquelle, nous avons étudié les différentes solutions qui permettent de d'accélérer l'acquisition de la crédibilité de la politique monétaire, parmi lesquelles l'indépendance de la banque centrale qui consiste à l'isoler des pressions politiques. Il s'agit là d'un arrangement institutionnel qui donne à la banque centrale plus d'autonomie dans la détermination et la mise en œuvre de la politique monétaire. A l'origine d'un tel arrangement on trouve la proposition de Rogoff (1985) qui consiste à désigner à la tête de la banque centrale un gouverneur « conservateur ». Cependant, en tant qu'institution publique jouissant d'un haut degré d'indépendance pour mener la politique monétaire, la banque centrale est tenue de rendre compte au public des résultats qu'elle obtient dans sa mission. Un objectif d'inflation défini de manière explicite et établi conjointement avec le gouvernement lui fournit une base claire pour rendre compte de ses actes.

La deuxième solution proposée consiste à adopter une règle de comportement par la banque centrale. En fixant une règle précise, la politique monétaire se trouve orientée vers la réalisation de l'objectif annoncé et non pas à la réalisation des 'surprises' d'inflation ce qui permet de rendre l'engagement pris par la banque centrale plus crédible. C'est donc une contrainte « externe » qui vient s'imposer aux autorités monétaires qui l'obligera à une certaine « discipline ».

Enfin, la transparence accrue de la part de l'autorité monétaire est considérée aussi comme un élément important lui permettant d'accroître sa crédibilité, car cette transparence est devenue une priorité stratégique dans la poursuite de l'objectif consistant à maintenir un climat où l'inflation est basse et stable. En suivant une stratégie transparente la banque centrale permet au public de mieux comprendre ce qu'elle cherche à faire, et fournit un cadre de référence pour définir ses propres choix, contribuant ainsi à l'efficacité de la politique monétaire.

Après avoir étudié ces différentes solutions permettant d'accroître la crédibilité de la banque centrale, nous essayerons dans la suite de notre étude de mettre l'accent sur un thème qui présente un haut intérêt qui consiste à étudier la crédibilité et l'indépendance des banques centrales des pays d'Afrique du nord, en l'occurrence l'Algérie, le Maroc et la Tunisie. On analysera dans cette partie d'étude les convergences et les divergences entre les trois institutions, en nous basant aussi bien sur leurs parcours, la transparence et le cadre assurant leur indépendance et enfin leurs responsabilités à rendre des comptes.

Chapitre III :

**Etude de la crédibilité et de l'indépendance des banques
centrales : d'Algérie, du Maroc et de Tunisie.**

Introduction :

Le terme de crédibilité désigne le degré de confiance que manifeste le public envers la détermination et la capacité de la banque centrale d'atteindre les objectifs qu'elle a annoncés. Dans les deux premiers chapitres, nous avons montré que la crédibilité de la banque centrale se construit autour de trois axes : tout d'abord, la banque centrale doit être indépendante, ensuite, les engagements qu'elle annonce doivent être compris, lisibles, clairs et transparents pour tous. Et enfin, les règles de conduite de la politique monétaire ne doivent donner lieu ni à des réactions mécanistes, ni à des mesures discrétionnaires mal comprises.

Nous avons montré aussi, les liens forts qui existent entre les concepts de crédibilité, d'indépendance et de politique monétaire. Ainsi, une plus grande indépendance de la banque centrale entraîne une plus grande crédibilité de l'autorité monétaire vis-à-vis du public et se traduit par une politique monétaire plus efficace.

L'indépendance de la banque centrale apparaît donc comme une condition essentielle, voire, un gage pour accroître la crédibilité et garantir la continuité de la politique monétaire. Une banque centrale soumise au pouvoir politique n'a pas la possibilité de prendre des engagements précis. Alors, qu'une banque centrale indépendante est mieux à même de s'engager à long terme et de tenir de tels engagements. Dans la suite de notre travail de recherche, nous essayerons de mettre l'accent sur la question de la crédibilité des banques centrales dans trois pays d'Afrique du Nord, en l'occurrence, l'Algérie, le Maroc et la Tunisie. Pour cela, nous allons nous baser principalement sur l'indépendance de ces instituts d'émission²³². Le choix de l'indépendance comme principal critère permettant de mesurer la crédibilité de ces banques centrales a été fait, suite, aux raisons déjà citées d'une part, et aux justifications avancées par la théorie du biais inflationniste d'autre part.

Cette théorie, constitue un premier essai fondé sur des arguments économiques qui permettent de justifier l'indépendance des banques centrales. Elle a introduit des notions très intéressantes dans le domaine monétaire comme la *crédibilité*, la *responsabilité* et la *transparence*. Son principal argument est que le jeu stratégique entre le gouvernement et les

232 Il existe plusieurs moyens d'étudier la crédibilité de ces banques centrales. Nous pouvons tester les liens entre crédibilité et efficacité de la politique monétaire ou directement entre indépendance et efficacité en éludant l'étape intermédiaire de gain de crédibilité. En pratique, cette dernière option a été privilégiée car la notion de crédibilité étant difficilement appréhendable empiriquement. De plus, le manque d'information, et surtout la difficulté de mesure liée aux deux autres piliers de la crédibilité en l'occurrence la transparence et la règle monétaire adéquate, nous ont poussé à nous contenter d'étudier l'indépendance de la banque centrale, comme principale source de crédibilité.

acteurs privés conduit au biais inflationniste²³³ dû à l'incapacité du gouvernement à assurer la réalisation de la stabilité des prix initialement déclarée. La volonté de réduire le chômage, les tentations électorales et la diversité des préférences entre partis politiques conduisent le gouvernement au reniement de la stabilité des prix. Les agents anticipent rationnellement cette situation de telle façon qu'ils augmentent les prix et les exigences salariales. L'indépendance de la banque centrale conjuguée à l'objectif de la stabilité des prix réduit, voire supprime, ces tentations. En conséquence, la politique monétaire devient crédible : la banque centrale réalise l'objectif qu'on lui attribue.

Dans ce chapitre, nous allons donc nous contenter d'analyser les relations entre le gouvernement et la banque centrale dans les pays du Maghreb. Étudier l'état actuel de ces relations dans ces pays ne peut que susciter de l'intérêt. Elles peuvent être analysées à partir des procédures de désignation des banquiers centraux et de la périodicité des mandats de ces derniers. En faisant donc référence au cadre institutionnel des trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, nous essayerons de mettre en évidence la liberté d'action des autorités monétaires au regard de leurs performances économiques surtout en matière d'inflation²³⁴. Pour ce faire, nous commencerons par la mesure de l'indépendance de chaque banque centrale (d'Algérie, du Maroc, et de Tunisie) en utilisant l'indice de Cukierman, de Webb et de Neyapti et, ensuite, nous essayerons de vérifier l'existence des corrélations (positives, négatives ou nulles) entre cet indice et les variables d'inflation et de croissance.

Nos résultats empiriques confirment ceux des études précédentes. En particulier, ils établissent la liaison négative entre l'inflation et le degré d'indépendance, surtout pour les banques centrales marocaine et tunisienne, et mettent en évidence l'influence de l'orientation de la politique du gouvernement sur l'autonomie des décisions monétaires. Au total, la banque d'Algérie apparaît moins indépendante que celle du Maroc et de Tunisie. Ce qui explique le manque de crédibilité reprochée à la banque d'Algérie ainsi qu'à celle du Maroc.

233 Le biais inflationniste est souvent assimilé à une forte inflation.

234 Pour chaque banque centrale, l'inflation est la variable la plus significative de ses performances économiques. Cela peut être expliqué par deux éléments : d'une part, l'inflation est la variable sur laquelle la banque centrale a le plus de maîtrise, et d'autre part, on assimile souvent, une inflation basse à un degré élevé de crédibilité.

L'analyse empirique « Indépendance – performances économiques » :

Plusieurs auteurs, à l'instar de Cukierman, Webb, Neyapti, Banaian, et Luksetich, ont analysé les relations empiriques entre l'indépendance de la banque centrale et les variables économiques. Ils partent généralement de la construction d'un indice de l'indépendance et ils vérifient ensuite l'existence d'une corrélation statistique avec chaque variable étudiée (par exemple : l'inflation). L'idée est de tester les différentes suppositions avancées par la théorie de l'indépendance des banques centrales²³⁵.

Dans cette partie d'étude, notre objectif consiste à mettre en évidence le gain en crédibilité inhérent à l'indépendance des banques centrales algérienne, marocaine et tunisienne. Pour cela, nous analyserons les performances économiques réalisées par ces institutions monétaires suite à leur indépendance.

Pour atteindre cet objectif, notre démarche est la suivante : nous commencerons par une brève présentation de l'indice de Cukierman, de Webb et de Neyapti²³⁶, qui sera utilisé pour la mesure de l'indépendance de ces banques centrales. Nous procéderons ensuite à un rapprochement entre cet indice et les différentes variables économiques tel que : l'inflation et la croissance.

D'une façon générale, Cukierman, Webb et Neyapti admettent qu'il existe deux groupes principaux d'indices de l'indépendance : les indices qui considèrent les aspects légaux inscrits dans la constitution ou dans la loi de la banque centrale, et les indices qui retiennent la pratique effective au moment de la réalisation de la politique monétaire. Cela reflète la distinction entre l'indépendance légale et l'indépendance réelle.

1-L'indice d'indépendance légale :

Pour l'élaboration de cet indice, Cukierman, Webb et Neyapti distinguent entre l'indépendance politique et l'indépendance économique. Cette distinction se réfère à la façon dont la politique monétaire est déterminée et réalisée.

235 Dans les deux premiers chapitres de notre travail de recherche, nous avons suggéré, qu'il y a une corrélation négative entre l'indice d'indépendance et la variable d'inflation. Pour une explication détaillée, voir, chapitre 2, section : indépendance de la banque centrale : indépendance et performances économiques.

236 Pour une présentation détaillée de ces indices voir, chapitre 2, section : indépendance de la banque centrale.

1-1-L'indépendance politique :

L'indépendance politique ou organique de la banque centrale signifie son aptitude à choisir ses objectifs de politique monétaire de façon autonome, sans contrainte, ni influence du pouvoir politique. On la désigne aussi par la notion d'indépendance d'objectifs ou de finalités. Elle concerne principalement les rapports institutionnels de la banque centrale avec l'Etat et les missions qui lui sont assignées. Elle est essentiellement déterminée par les trois éléments suivants :

- 1- Les procédures de nomination des dirigeants ;
- 2- Les relations formelles entre le gouvernement et la banque ;
- 3- Les responsabilités de la banque dans la formulation et la conduite de la politique monétaire.

Selon Cukierman, Webb et Neyapti, l'indépendance politique de la banque est d'autant plus importante chaque fois que l'un des six critères suivants est observé :

- 1- Ses principaux dirigeants (gouverneur, vice-gouverneurs, membres du conseil d'administration...) ne sont pas nommés par le gouvernement ;
- 2- La durée des mandats de ses responsables est suffisamment importante, supposons supérieure à cinq ans ;
- 3- Le gouvernement n'est pas représenté dans ses instances de décisions (conseil d'administration) ;
- 4- L'approbation du gouvernement n'est pas nécessaire pour mettre en œuvre la politique monétaire ;
- 5- La stabilité des prix est le principal objectif assigné à la banque centrale ;
- 6- Il existe des dispositions statutaires, en cas de désaccord avec le gouvernement, sur la politique à suivre, qui préservent la position de la banque.

Ces économistes admettent que plus la durée du mandat est longue, et moins le gouvernement intervient dans la nomination de l'exécutif de la banque centrale, plus celle-ci est indépendante. Ils admettent aussi, que la banque centrale bénéficiera d'un degré d'indépendance plus élevé, si elle formule directement sa politique monétaire (elle n'est pas soumise à l'approbation du gouvernement) et s'il y a de fortes restrictions au financement

public. Pour ce qui concerne l'objectif, plus celui-ci est clair et accentue la stabilité des prix²³⁷, plus la banque centrale est indépendante.

Pour la construction de cet indice, à chaque réponse favorable donnée aux différents critères précédents (nomination, durée du mandat..), Cukierman, Webb et Neyapti attribuent un point et après, ils calculent la somme qui sera utilisée pour le classement des banques centrales selon leur degré d'autonomie.

Après avoir brièvement présenté l'indice d'indépendance politique, nous essayerons maintenant de l'appliquer au cas de nos trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie. Pour cela, nous commencerons par l'étude des procédures de nominations des responsables de ces instituts d'émission et de la durée de leurs mandats. Nous nous intéresserons ensuite aux objectifs suivis par ces banques centrales ainsi que leur liberté pour l'élaboration de la politique monétaire.

1-1-1 La nomination des dirigeants des banques centrales :

En Algérie, au Maroc comme en Tunisie, le gouverneur de la banque centrale ainsi que ses principaux collaborateurs sont nommés et révoqués par le gouvernement. Ces nominations se font, généralement, par décret présidentiel (tableau 3 et 4). Le gouverneur de la banque d'Algérie, ses trois vice-gouverneurs, ainsi que trois autres fonctionnaires du rang le plus élevé, sont tous nommés selon cette procédure (cf. statuts : art. 18 du Titre II, Chapitre II)²³⁸. Il en est de même de celui de la banque centrale de Tunisie, de son vice gouverneur et de ses huit conseillers (Cf. statuts : art. 9, 14, Titre I, chapitre II). Quant au gouverneur de la banque du Maroc et les membres de son conseil d'administration, ils sont eux aussi nommés sur proposition du ministre des finances, par décret royal (cf. statuts : art.44). Ce pouvoir de nommer et de révoquer les dirigeants de la banque centrale réduit l'autonomie de ces institutions, et donne au gouvernement les moyens d'orienter à son gré les décisions de la politique monétaire. Dans le cas extrême, le gouvernement peut même remettre en cause le statut des banquiers centraux. C'est pourquoi, nous considérons que la procédure de leur nomination et les critères qui fondent leur sélection (exigence de qualification, itinéraire..), déterminent, en partie, l'efficacité de leurs actions. Il en est de même de la durée de leur

237 Voir chapitre 1, section : Banque centrale, métiers, évolutions et contraintes.

238 Loi 90-10, amendée par l'ordonnance de 2001, et remplacée par celle de 2003.

mandat. Cette seconde modalité détermine aussi l'attitude des dirigeants de la banque centrale dans leurs relations avec le gouvernement.

Pour ce qui est de la banque d'Algérie, afin de mieux comprendre les procédures de nomination de ses responsables, il est très utile, voire impératif, d'étudier l'état du système bancaire algérien avant et après la loi²³⁹ 90-10, relative à la monnaie et au crédit.

Durant les décennies soixante-dix et quatre-vingt en Algérie, le système bancaire (banque centrale et banques commerciales) s'est vu assujéti au Trésor qui exerçait le rôle de financier de l'économie. Le système bancaire apparaissait alors comme un démembrement de l'Etat devant exécuter les décisions du Plan. La loi autorisait le recours illimité au réescompte dont le taux est resté constant (autour de 2,5%). Sa révision à la hausse n'est intervenue que vers la fin des années quatre-vingt.

La loi sur la monnaie et le crédit (LMC) d'avril 1990 a modifié profondément les relations entre l'autorité politique et l'autorité monétaire. Elle a été inspirée des statuts des banques centrales des pays avancés à économie de marché. Ce qui lui a valu d'être analysée comme une apparition précoce dans le paysage économique et institutionnel de l'Algérie dans le cadre de sa transition vers l'économie de marché.

Cette loi conférait à l'autorité monétaire une autonomie importante. Elle était perçue comme le pivot autour duquel allaient s'articuler les autres réformes économiques. Elle a permis à la banque d'Algérie de jouer un rôle central dans le cadre du programme d'ajustement avec le FMI de 1994 à 1998 qui a permis la stabilisation macroéconomique, le retour aux équilibres financiers et la viabilité à moyen terme de la balance des paiements.

Le principe directeur qui l'a guidé en matière de prérogatives de l'institut d'émission est donc celui de l'indépendance de la banque centrale qui fait du conseil de la monnaie et du crédit, un organe indépendant du pouvoir exécutif. Ce conseil est composé du gouverneur de la banque centrale, nommé par le président de la République pour une durée de six ans renouvelable une fois, de trois vice-gouverneurs (dirigeants internes), nommés également par décret présidentiel pour une durée de cinq ans, et enfin, de trois hauts fonctionnaires (dirigeants

239 La loi 90-10, du 14 avril 1990, relative à la monnaie et au crédit.

externes, représentants du ministère des finances), nommés par décret du chef du gouvernement sans durée de mandat.

La composition de ce conseil est significative de l'indépendance que cette loi accorde à la banque centrale, car en effet, il ressort de cette composition un déséquilibre, en défaveur du gouvernement, puisque les représentants nommés par la présidence de la République sont majoritaires (quatre membres sur sept). En plus de cela, l'indépendance de la banque d'Algérie se manifeste également par le fait que, les décisions du conseil de la monnaie et du crédit peuvent être prises par les seuls représentants de la banque d'Algérie (les décisions sont prises à la majorité simple des voix), en l'absence des représentants de l'exécutif, puisque la présence de quatre conseillers²⁴⁰ suffit pour la tenue des réunions du conseil de la monnaie et du crédit.

Comme nous pouvons le constater, les dispositions de cette loi font clairement ressortir l'indépendance du conseil de la monnaie et du crédit vis-à-vis du gouvernement et du ministère des Finances.

Toutefois, cette forte indépendance accordée à la banque d'Algérie ne durera pas longtemps, puisqu'en 2001, des aménagements ont été apportés à la loi relative à la monnaie et au crédit, par l'ordonnance²⁴¹ n° 01-01. Cette ordonnance avait pour objectif principal d'atténuer le déséquilibre en défaveur de l'exécutif, et de ce fait, réduire l'indépendance de la banque d'Algérie. Cette ordonnance a permis de scinder le conseil de la monnaie et du crédit en deux organes : le premier organe est constitué du conseil d'administration, qui est chargé de l'administration et de la direction de la banque d'Algérie ; et, le second organe (différent du premier) est constitué par le conseil de la monnaie et du crédit, qui est chargé de jouer le rôle d'autorité monétaire.

Cette distinction entre l'organe chargé de l'administration de l'institut d'émission et celui qui détient les prérogatives d'autorité monétaire, a permis de réduire le déséquilibre existant en défaveur du gouvernement, puisque l'ordonnance de 2001 a apporté des modifications au niveau de la composition du conseil de la monnaie et du crédit. Ce dernier est désormais formé des membres du conseil d'administration de la banque d'Algérie, ou bien encore de

240 Art. 37 de la loi 90-10 du 10 avril 1990, relative à la monnaie et au crédit.

241 Ordonnance n° 01-01 du 27 février 2001 modifiant et complétant la loi n° 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit.

l'ex-conseil de la monnaie et du crédit (gouverneur, 3 vice-gouverneurs, et trois représentants du gouvernement) et des trois personnalités²⁴² indépendantes choisies en raison de leur compétence en matière économique et monétaire, nommées par décret du président de la République sur proposition du chef du gouvernement.

Ces modifications ont réduit sensiblement l'indépendance de la banque d'Algérie, surtout que la prise des décisions, dorénavant, n'est plus à l'avantage des représentants de la banque centrale, ce qui permet d'orienter la politique monétaire au gré du gouvernement, car les représentants de ce dernier sont majoritaires par rapport à ceux de la banque centrale²⁴³.

Malgré cette faible autonomie liée aux procédures de nomination, les gouverneurs de ces banques centrales bénéficient de certains pouvoirs statutaires qui peuvent être bénéfiques à leur indépendance. C'est le cas, lorsque le recrutement et la promotion du personnel de la banque sont du ressort exclusif de ses dirigeants. Où nous pouvons lire aux articles : 10 de la banque centrale de Tunisie : « ...il (le gouverneur) recrute, nomme à leur poste et fait avancer en grade.... Les agents de la banque centrale » ; ainsi que l'article 45 de la banque centrale du Maroc : « ...il (le gouverneur) propose au conseil la nomination des directeurs et nomme à tous les grades et emplois... » ; et l'article 16 de la banque d'Algérie « Le Gouverneur assure la direction des affaires de la Banque d'Algérie. Il recrute, nomme à leur poste, fait avancer en grade, destitue et révoque les agents de la Banque d'Algérie, dans les conditions prévues par le statut du personnel. ».

Toutefois, il faut noter que le caractère récent de ces banques centrales limite les exemples de manifestation de leur autonomie, car l'indépendance a de multiples implications. A titre d'exemple, les banquiers centraux peuvent, notamment, démissionner s'ils estiment que les conditions de leur travail ne leur permettent pas d'assurer efficacement leur mission.

Ils doivent aussi avoir le droit de porter sur la place publique d'éventuels litiges avec le gouvernement sans que leurs fonctions ne soient mises en danger, à titre d'illustration, on peut citer qu'en Algérie, le 21/07/1992, par décret présidentiel (pris par le président du Haut Conseil d'Etat faisant fonction de président de la République), a été mis fin aux fonctions du

²⁴²En 2003, le nombre de ces personnalités a été réduit à 2, art 58, de l'ordonnance n°03-11 du 26 Aout 2003 relative à la monnaie et au crédit abrogeant la loi 90-10 du 14 avril 1990.

²⁴³ Même après l'adoption de l'ordonnance 03-11 du 26 Aout 2003, où le nombre des personnalités externes a été réduit à deux au lieu de trois, la banque d'Algérie demeure toujours minoritaire (trois représentants contre cinq).

gouverneur de la banque centrale M. Abderrahmane Roustoumi Hadj Nacer, remplacé par M. Abdlelouhab Keramane. Cette décision trouve sa motivation, plus dans l'incompatibilité du premier nommé avec l'orientation politique et économique du moment (marquée par un retour au dirigisme) que dans quelque incapacité ou faute grave. Donc, on peut dire que ce limogeage a eu lieu pour des raisons autres que celles prévues par la loi n° 90-10 à savoir : l'incapacité dument constatée ou la faute lourde.

1-1-2 La durée du mandat :

Le souci de préserver leurs fonctions peut inciter les responsables de la banque centrale à plus d'attention aux sollicitations du gouvernement²⁴⁴. Des mandats fixes, longs, non renouvelables et non révocables, garantissent la sécurité juridique des banquiers centraux. Ils sont, ainsi, assurés de ne pas être remplacés sur un caprice politique. L'expérience montre, en effet, que l'attitude des dirigeants de la banque centrale, vis-à-vis du gouvernement est fonction de la durée de leur mandat. Un mandat long peut conduire les dirigeants de la banque centrale à identifier leurs intérêts personnels à ceux de l'institution monétaire. La durée du mandat est un gage de sécurité pour leur emploi, alors qu'un mandat court et renouvelable entraîne une relative subordination à l'égard du gouvernement.

Un mandat long permet aussi, à la banque centrale d'être à l'abri du risque du cycle politico-économique (*Political Business Cycle*). Ce dernier peut être expliqué comme suite : la politique économique est soumise aux échéances électorales, de telle sorte que le cycle politique détermine le cycle économique : politique expansionniste juste avant les élections, afin d'obtenir le soutien populaire, politique restrictive juste après, afin de contrebalancer la politique précédente et préparer ainsi le champ pour une nouvelle politique expansionniste juste avant les élections suivantes. Les politiciens cherchent à satisfaire les besoins des individus, afin d'en obtenir les voix nécessaires pour gagner les élections. Le cycle économique est ainsi déterminé par le cycle politique-électoral. A partir de là, l'intérêt d'un mandat long, non renouvelable et qui n'interfère pas avec les échéances électorales est mis en évidence, car il permet d'éviter l'orientation de la politique monétaire vers des objectifs autres que la stabilité des prix. La longévité du mandat peut être donc vue, comme une garantie de continuité qui met la banque centrale à l'abri des pressions politiques.

244 Woolley J.T (1980), « monetary policy instrumentation and the relationship of central banks governments », *Annals of the American academy of political and social science*, n° 434, November.

La situation de nos trois banques centrales à l'égard de ce critère, en l'occurrence la durée du mandat de leurs responsables est différente d'une banque centrale à une autre (tableau 3 et 4). Dans les statuts de la banque du Maroc et de Tunisie, la durée est explicitement fixée, elle est de six ans pour les deux banquiers centraux, renouvelable une fois (cf. statuts : art 9, 14 et 19 du Titre I, Chapitre II). Quant aux membres du conseil de la banque du Maroc, leur mandat est indéfini, alors que le vice-gouverneur et les huit conseillers de la banque de Tunisie bénéficient d'un mandat de trois ans renouvelables plusieurs fois (tableaux 3 et 4).

Pour ce qui est de la banque d'Algérie, l'indépendance de son personnel dirigeant était garantie dans la loi de 1990, conformément aux standards internationaux, par les mandats du gouverneur²⁴⁵ et des vice-gouverneurs qui étaient fixés respectivement à six et cinq ans avec possibilité d'un renouvellement unique²⁴⁶. Cette disposition a été retirée dans l'amendement de 2001 et l'Ordonnance de 2003 qui ne prévoient plus de mandat pour les gouverneurs et vice-gouverneurs, ce qui constitue un recul en matière d'indépendance de la banque centrale²⁴⁷.

Tableau 3 : Nomination et mandat des gouverneurs.

Banques centrales	Gouverneur nommé par :	Durée du mandat	Renouvelable
Algérie	Décret présidentiel	Indéfinie	Indéfinie
Maroc	Roi sur proposition du Ministre des Finances	Indéfinie	Oui
Tunisie	Décret présidentiel	6	Oui

Source : Statuts des banques centrales.

²⁴⁵ Le gouverneur est nommé par décret présidentiel, pour un mandat de 6 ans, renouvelable 1 seule fois aux terme l'article 22 de la loi n°90-10 du 14 avril 1990 (Par décret présidentiel du 15/04/1990, M. Abderrahmane Roustoumi Hadj Nacer, était nommé gouverneur de la banque d'Algérie). Le pouvoir de nomination du gouverneur par le président de la République est expressément mentionné à l'article 78-6 de la constitution de 1996.

²⁴⁶ Quant aux trois autres membres externes du CMC, sont nommés par le chef du gouvernement et n'avaient pas de mandat.

²⁴⁷ En effet, l'article 13 de l'ordonnance 01-01 du 27/02/2001 abroge les dispositions de l'article 22 de la loi 90-10 relatives aux mandats du Gouverneur et des Vice-gouverneurs et aux conditions de mise fin à leurs fonctions .

Tableau 4 : Nomination et mandat des membres du conseil d'administration de la banque centrale.

Banques centrales	Conseil nommé par :	Nombre de membres	Durée du mandat	Renouvelable	Gouvernement représenté
Algérie	Chef de l'Etat et le chef du gouvernement	9	Indéfinie	Indéfinie	Oui
Maroc	Ministre des Finances	9	indéfinie	Oui	Commissaire du gouvernement
Tunisie	Président de la République Sur proposition du 1 ^{er} ministre	9	3	Oui	Non

Sources : Statuts des différentes banques centrales.

Après avoir étudié la situation des banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie au regard des critères de nomination des représentants des banques centrales, et de la durée de leurs mandats, nous nous intéresserons maintenant aux objectifs suivis par ces instituts d'émission, ainsi qu'à leur liberté dans la mise en œuvre de leur politique monétaire.

1-1-3 L'objectif à réaliser par la banque centrale :

Pour ce qui est de l'objectif suivi, les trois banques centrales ont comme principal objectif la réalisation de la stabilité des prix²⁴⁸ (tableau 5). Monsieur Leksaci, gouverneur de la banque d'Algérie confirme la primauté de l'objectif de la stabilité des prix : « *Bien que les missions de la banque d'Algérie consacrées dans la loi bancaire vont au-delà de la stabilité des prix, dans les textes que la banque d'Algérie publie, il est clairement indiqué que l'objectif ultime de sa politique monétaire est la stabilité des prix*²⁴⁹ ». On peut lire aussi dans les rapports annuels de la banque d'Algérie (2002, p.72 et 2003, p.90) « *l'objectif ultime de la politique monétaire est donc de maintenir la stabilité des prix, entendue comme une progression limitée de l'indice des prix à la consommation* ». La banque d'Algérie s'est accordée une certaine liberté depuis 2003, où elle a annoncé explicitement une cible d'inflation chiffrée ne dépassant pas les 3 %²⁵⁰, et ce dans une perspective de moyen terme : « *l'objectif ultime de la*

248 La Banque d'Algérie, s'est vue confier, par la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit, outre l'objectif de la stabilité interne et externe de la monnaie, celui du plein emploi des ressources (la défunte Banque Centrale d'Algérie avait également ce double objectif). Cependant, l'ordonnance 03-11 du 26/08/2003, qui abroge et remplace la loi 90-10, a supprimé l'objectif de plein emploi des ressources pour ne garder que celui de la stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie, en compatibilité avec le développement rapide de l'économie.

249 Réponse de Monsieur Leksaci à la question relative à l'indépendance de la banque d'Algérie que lui a posée la commission « perspectives et développement économique et social » du CNES, 2005.

250 Ilmane, M.C. (2006b) : « *Indépendance de la Banque Centrale et performance économique : Le cas de la Banque d'Algérie* ». Actes du colloque international : Institutions et croissance économique, organisé par le CREAD et l'Université d'Oran les 11 et 12 mars 2006.

politique monétaire exprimé en termes de stabilité à moyen terme des prix, à savoir une inflation inférieure à 3 % a été atteint en 2003 ²⁵¹»

Cet objectif clair et précis permet de renforcer l'autonomie de ces banques centrales et de les rendre plus responsables devant le grand public. En plus, la stabilité des prix permet aussi d'ancrer les anticipations des agents à l'objectif annoncé et d'assurer des conditions de financement favorables à l'économie, du fait qu'elle réduit au minimum la prime correspondant à la compensation du risque d'érosion par l'inflation incorporée aux taux d'intérêt à long terme, ce qui favorise l'investissement et la croissance.

Cette indépendance accordée aux banques centrales ne doit pas être conçue par les gouverneurs au sens de l'isolement, la banque centrale doit prendre activement part, dans les différentes décisions prises par le gouvernement, car paradoxalement, la présence des banquiers centraux dans les différents organes de l'Etat, leur permet de renforcer leur autonomie en influençant l'action du gouvernement. Surtout que ces derniers, par leurs maîtrises techniques monétaires et financières, exercent une sorte de monopole sur l'information relative à leur domaine de compétence. Cette ascendance sur l'information monétaire donne aux banquiers centraux, la possibilité d'orienter en leur faveur les décisions politiques. Aussi, considère-t-on que, les banques centrales réalisent d'autant plus facilement leurs objectifs propres qu'elles conseillent leur gouvernement sur les questions monétaires et que leurs dirigeants sont associés aux décisions sur le crédit et les changes.

Donc, comme nous venons de le voir, les gouverneurs de la banque d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, peuvent réaliser facilement leur objectif et renforcer leur autonomie, en prenant activement part dans les décisions des gouvernements, surtout que les lois sont de leur côté, où nous pouvons lire, aux articles : - 8 et 34 de la banque centrale de Tunisie que : « le gouverneur est consulté par le gouvernement chaque fois que celui-ci délibère sur les questions intéressant la monnaie ou le crédit ou pouvant avoir des répercussions sur la situations monétaire... » et « ... la banque centrale prête son appui à la politique économique de l'Etat, elle peut proposer au gouvernement toute mesure qui, (...), est de nature à exercer une action favorable sur la balance des paiements, l'évolution des prix, le mouvement des capitaux, la situation des finances publiques et de manière générale le développement de

251 Banque d'Algérie (2004) : « Rapport 2003 : évolution économique et monétaire en Algérie ». Avril.

l'économie nationale... » ; ainsi que l'article 6 de la banque du Maroc : « la banque est le conseiller financier du gouvernement. Celui-ci la consulte en toute manière susceptible d'affecter l'exercice des prérogatives et des fonctions de la banque telles que celles-ci sont définies... Elle soumet au Gouvernement tous les avis et les suggestions relatifs aux mêmes matières » ; et l'article 36 (LIVRE III, TITRE I) de la banque d'Algérie : « (...) la banque centrale est consultée par le Gouvernement ...elle peut proposer au Gouvernement toute mesure qui est de nature à exercer une action favorable sur la balance des paiements, l'évolution des prix, le mouvement des capitaux, la situation des finances publiques et de manière générale le développement de l'économie nationale ».

Cette influence des banquiers centraux sur les décisions du gouvernement peut aussi être renforcée, lorsque ces derniers sont chargés de fixer l'ordre du jour des réunions du conseil de la banque. Où nous pouvons, lire aux articles : - 22 (LIVRE II, TITRE II, CHAPITRE II) de la banque d'Algérie : « ... le Gouverneur convoque et préside le conseil, il en arrête l'ordre du jour... » ; - 45 de la banque du Maroc ; « ... il (le gouverneur) préside le conseil, il arrête l'ordre du jour des séances du conseil... » ; - 10 de la banque centrale de Tunisie : « il (le gouverneur) convoque et préside les réunions du conseil... ».

Quant à la liberté de la mise en œuvre de la politique monétaire, la banque centrale de Tunisie se distingue par rapport aux deux autres banques, du fait que le rôle du gouvernement se limite à une opération de consultation, ce qui lui laisse plus de marge de manœuvre dans la mise en place de sa politique monétaire, alors que les banques centrales marocaine et algérienne sont soumises à l'approbation du gouvernement (tableau 5).

En nous basant toujours sur la charte définissant les statuts de ces instituts d'émission, nous constatons qu'il n'y a aucune loi qui permet de préserver les statuts des banque centrales algérienne et marocaine, en cas de désaccord avec le gouvernement, ce qui réduit naturellement leur autonomie, car ces banques centrales se retrouvent menacées surtout dans le cas d'un conflit avec le gouvernement.

Tableau 5 : Relation Gouvernements-Banques centrales.

Banques centrales	Relations entre le gouvernement et la banque.	Objectif de stabilité des prix.	Disposition pour préserver le statut de la banque.
Algérie	Approbation	Oui	Non
Maroc	Approbation	Oui	Non
Tunisie	Consultation	Oui	Oui

Sources : Statuts des différentes banques centrales.

Après avoir étudié, chaque critère de l'indice d'indépendance politique séparément, nous essayerons maintenant, de calculer la valeur de cet indice pour chaque banque centrale. Pour cela, nous allons additionner les points attribués à chaque caractère vérifié (tableau 4). La valeur de cet indice s'échelonne donc, entre 0 (pas d'indépendance ou aucun critère n'est vérifié) et 8 (indépendance maximale). Il est calculé dans la colonne (5) du tableau (6).

Tableau 6 : Indépendance politique.

Banques centrales	Nominations				Relations avec le gouvernement		Statuts		Indice
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Algérie							*		1
Maroc		*		*			*		3
Tunisie		*			*	*	*	*	5

Notes : (1) le gouverneur et les membres du conseil de la banque ne sont pas nommés par le gouvernement, (2) le mandat du gouverneur est de 5 ans, (3) tous les membres du conseil de la banque ne sont pas nommés par le gouvernement, (4) le conseil est nommé pour une durée > 5 ans, (5) le gouvernement n'est pas représenté dans le conseil, (6) l'approbation du gouvernement n'est pas nécessaire pour la mise en œuvre de la politique monétaire, (7) la stabilité des prix est l'objectif prioritaire de la banque centrale, (8) il existe des dispositions légales qui préservent le statut de la banque centrale en cas de conflit avec le gouvernement, (9) indice d'indépendance politique égale à la somme des astérisques attribués à chaque banque centrale.

La lecture de ce tableau est simple, chaque critère vérifié correspond à un point, ce qui nous permet, dans la colonne (5) de calculer la valeur qui mesure l'indépendance politique de la banque centrale. Ce même tableau (6), nous permet de constater que les modalités du premier critère de la colonne (nomination) du tableau (6) [le gouverneur et les membres du conseil de la banque ne sont pas nommés par le gouvernement] ne sont satisfaites par aucune des trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, ce qui explique la non attribution des points à ces institutions.

Tandis que, le deuxième critère de la même colonne du même tableau [durée du mandat du gouverneur et de celle des membres du conseil de la banque centrale supérieur à cinq ans] est remplie par : la banque centrale du Maroc, où la durée des mandats du gouverneur est supérieure à cinq ans et celle des membres de son conseil est indéfinie. De son côté, la banque d'Algérie ne satisfait à aucune modalité de ce critère²⁵², alors que la banque centrale de Tunisie répond favorablement à une seule des deux modalités, en l'occurrence, la durée des mandats de son gouverneur qui est de six ans, alors que les membres de son conseil d'administration ne sont nommés que pour trois ans.

La banque centrale de Tunisie est la seule banque de notre échantillon qui remplit les modalités des cinquième et sixième critère de la colonne [relation avec le gouvernement] du tableau (6) où le gouvernement n'est pas représenté dans le conseil d'administration et aussi, la conduite de la politique monétaire n'est pas subordonnée à son approbation. Tandis que, pour les deux autres banques centrales, le gouvernement prend activement part dans leur conseil d'administration via ses représentants²⁵³, et la mise en œuvre des politiques monétaires algérienne et marocaine sont subordonnées à l'approbation du gouvernement, ce qui réduit les marges de manœuvre de ces banques centrales, et de ce fait leur autonomie.

La banque centrale de Tunisie se distingue aussi, par rapport au deux autres banques centrales concernant le huitième critère de la colonne (statut) du tableau (6) [existence de dispositions statutaires préservant l'autonomie de la banque], où elle est la seule à le satisfaire (Cf. statuts : art 20). En Algérie comme nous l'avons déjà souligné ; il n'y a aucune garantie pour préserver le statut du gouverneur, surtout après l'adoption de l'ordonnance n° 03-11 du 26 Aout 2003 relative à la monnaie et au crédit qui a remplacé la loi n° 90-10. Où le mandat du gouverneur n'est plus explicitement défini et à tout moment, il peut être limogé de ses fonctions. L'exemple de l'ancien gouverneur Hadj Nacer est significatif de la difficulté d'assurer une indépendance réelle à la banque centrale dans les pays en voie de développement.

Quant aux modalités du septième critère [objectif de maintien de la valeur (interne et externe) de la monnaie colonne (statut) du tableau (6)] sont remplies par les statuts des trois banques

252 Ordonnance 01-01 du 27 février 2001, où la durée du mandat du gouverneur et de son conseil d'administration est supprimée.

253 Ils étaient 3 sur un nombre de 7 en 1990, ce qui donnait un avantage aux représentants de la banque d'Algérie sur le gouvernement, surtout dans la prise de décision, alors qu'en 2001, des aménagements ont été apportés à la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit, où l'avantage est devenu du côté du gouvernement, en augmentant ses représentants par rapport à ceux de la banque centrale).

centrales. L'idée ici est que la multiplicité, le flou ou l'absence d'objectif(s) explicite(s) de la politique monétaire réduisent l'indépendance de la banque centrale et de ce fait sa crédibilité. Une définition précise et concise de sa mission renforce la responsabilité de ses dirigeants.

Toujours dans le même tableau, nous lisons dans la colonne (5) la valeur de l'indice d'indépendance politique de chaque banque centrale. Notre étude aboutit donc, aux résultats suivants : La banque centrale de Tunisie apparaît comme celle dont l'indépendance organique est la mieux assurée (son indice d'indépendance politique est le plus élevé), alors que la banque d'Algérie est la plus dépendante de son gouvernement (son indice d'indépendance politique est le plus faible, il est de 1/8, tandis que, celui de la banque de Tunisie est de 5/8).

Toutefois, cette dimension politique ne mesure qu'un des aspects de l'indépendance de la banque centrale. Il est nécessaire donc, de lui adjoindre sa dimension économique pour parvenir à des comparaisons pertinentes. Sinon, l'analyse demeure partielle et risque de conduire à des conclusions trop imprécises, voire, erronées.

1-2- L'indépendance économique :

Les économistes définissent souvent l'indépendance économique de la banque centrale comme sa capacité à utiliser, sans aucune restriction et en toute liberté, les instruments de la politique monétaire pour atteindre ses objectifs. On la désigne par la notion d'indépendance des moyens ou instrumentale. Selon Cukierman, Webb et Neyapti, le calcul de l'indice d'indépendance économique de la banque centrale dépend essentiellement de deux facteurs :

- 1- Ses relations avec le gouvernement, en particulier celles ayant trait aux conditions d'emprunts de l'Etat ;
- 2- Les instruments dont la banque centrale dispose pour assurer la régulation monétaire.

Ces facteurs se décomposent en plusieurs modalités. Les conditions d'emprunt du gouvernement auprès de la banque centrale, sont appréciées en termes de facilités auxquelles ce dernier accède à ses crédits (automaticité, conditions de rémunération, durée, limites quantitatives...). La capacité de la banque des banques à déterminer ses instruments est par exemple, celle de sa responsabilité dans la gestion de la dette publique et de surveillance bancaire... Si le gouvernement peut influencer les conditions et la quantité de ses emprunts, il

est aussi en mesure de peser sur l'évolution de la base monétaire et donc, d'affecter les marges de manœuvre de la banque centrale²⁵⁴. Selon Cukierman, Webb et Neyapti, l'indépendance économique de la banque centrale augmente chaque fois que l'un de ces quatre critères est vérifié :

- 1- Le financement monétaire du déficit budgétaire n'est pas automatique, s'effectue dans les conditions du marché ; a un caractère temporaire et est en quantité limitée ;
- 2- La banque centrale ne gère pas la dette publique ;
- 3- Le taux d'escompte est fixé par la banque centrale ;
- 4- La banque centrale n'assume aucune responsabilité dans la surveillance bancaire.

Pour mesurer l'indépendance économique des trois banques centrales, nous allons suivre la même démarche utilisée pour la mesure de l'indépendance politique. Tout d'abord, nous commencerons par l'étude de chaque critère séparément en nous basant sur la charte définissant les statuts de ces banques centrales. Ensuite, à chaque fois qu'une des modalités de ces critères est satisfaite, nous affectons un point à la banque centrale et enfin, nous calculerons la somme de ces valeurs qui sera utilisée comme indice de classement de ces institutions monétaires selon leur degré d'indépendance économique.

1-2-1 Le financement du déficit budgétaire :

Comme principale pourvoyeuse de liquidité au sein de l'économie, la banque centrale court en permanence, le risque de fournir au gouvernement un moyen facile de financement de ses déficits budgétaires. Si sa législation ne la préserve pas d'un tel risque, elle n'est alors pas en mesure de défendre la valeur de la monnaie.

Les statuts des banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, nous permettent de constater qu'aucun de ces instituts d'émission n'est protégé par sa législation contre un tel risque, du fait que le découvert est accordé automatiquement aux Etats [la première modalité du premier critère, pas de découvert automatique aux Etats] et de ce fait, l'autonomie économique de ces banques centrales se retrouve réduite. Le même discours est valable, pour ce qui concerne la seconde modalité, du premier critère [le financement du déficit se fait au

254 Neumann M.J.M (1991) : « Central bank independence as a prerequisite of price » European Economy, Special edition n°1.

taux du marché], où aucune de ces banques centrales ne répond favorablement, ce qui laisse aux gouvernements, l'opportunité d'emprunter à des taux négociés et nettement privilégiés, par rapport aux taux du marché. Cela peut être confirmé, en lisant l'article 46 (TITRE III, LIVRE III, ordonnance 2003), de la banque d'Algérie où « Les découverts autorisés donnent lieu à la perception d'une commission de gestion dont le taux et les modalités sont fixés en accord avec le ministre chargé des finances. ».

Tandis que, les troisièmes et quatrièmes modalités [le financement monétaire du déficit budgétaire à un caractère temporaire et limité] sont satisfaites par les trois banques centrales. Cette autonomie relative dont bénéficient ces banques est considérée comme un dispositif d'autocontrôle qui s'impose aux gouvernements pour freiner ses tendances inflationnistes et permettre aussi d'éviter toute possibilité de monétiser un déficit budgétaire éventuel. De telles mesures de sauvegarde se retrouvent dans les différentes législations bancaires des trois pays. Au Maroc, l'article 34 stipule « (...) la banque peut consentir des avances à l'Etat à titre de facilités de caisse, limitées au dixième des recettes budgétaires ordinaires constatées, au cours de l'année budgétaire écoulée, à condition que la durée totale de ces avances n'excède pas 240 jours consécutifs ou non, au cours d'une année de calendrier... » ; ainsi que l'article 50 de la banque centrale de Tunisie « ... En vue de permettre le fonctionnement régulier de la trésorerie de l'Etat et l'exécution normale des dépenses publiques, la banque centrale peut, dans les limites d'un montant maximum égal à 5 % des recettes ordinaires de l'Etat constatées au cours de l'année budgétaire écoulée, consentir au trésor des découverts en compte courant dont la durée totale ne peut excéder 240 jours ».

Quant à la banque d'Algérie, elle a connu deux phases distinctes et très différenciées en matière de politiques budgétaires et monétaires. Durant la période de planification de l'économie, le budget de l'Etat a été abondamment utilisé comme instrument de la politique économique. Ainsi, depuis l'année 1969 et le lancement du plan quadriennal 1970-1973 (lui-même précédé par un plan triennal 1966-1969) jusqu'en 1990, année de la promulgation de la loi relative à la monnaie et au crédit, il n'existait pas à proprement parler de politique monétaire. En plus de cela, la loi de finances complémentaire pour 1965 a supprimé la limitation (montant et durée) des avances de la banque centrale au Trésor Public, ce qui a rendu la monétisation du déficit budgétaire systématique. C'est ainsi qu'à la fin de 1989, le stock de la dette du Trésor vis-à-vis de la banque centrale a atteint 110 milliards DA (avances en compte courant du Trésor ouvert auprès de la banque centrale et solde créditeur du CCP

de cette dernière anormalement gonflé). Par ailleurs, le Trésor oblige les banques à souscrire jusqu'à 5 % de leurs dépôts en Bons d'équipement. Le montant de ces suscriptions obligatoires s'était élevé à 10 milliards à fin 1989.

Le revirement de la situation en matière de politique monétaire a eu lieu à partir de l'année 1990 et la promulgation de la loi relative à la monnaie et au crédit. Cette loi a donné une forte indépendance à la banque centrale vis-à-vis de l'exécutif. Elle a imposé surtout des limites au recours du Trésor aux avances de la banque centrale et l'a obligé à procéder au paiement de sa dette antérieure vis-à-vis de cette dernière en quinze années. Ce dispositif est défini par l'article 46 : « Sur une base contractuelle, et dans les limites d'un maximum égal à dix pour cent (10%) des recettes ordinaires de l'Etat constatées au cours du précédent exercice budgétaire, la banque centrale peut consentir au trésor des découverts en compte courant dont la durée totale ne peut excéder deux cent quarante (240) jours (...) ces avances doivent être remboursées avant la fin de chaque exercice ». Ce dispositif est maintenu dans l'Ordonnance de mars 2003 ; où on note cependant l'introduction d'une nouvelle disposition autorisant la banque centrale à consentir « exceptionnellement » des avances « destinées exclusivement à la gestion active de la dette publique extérieure ».

1-2-2 La gestion de la dette publique :

La situation des trois banques centrales est délicate au regard de ce critère, du fait qu'elles sont obligées par la loi de gérer la dette publique, ce qui réduit nettement leur autonomie économique, leur marge de manœuvre et oriente leur politique monétaire vers des objectifs autres que la stabilité des prix. Les articles 7 de la banque du Maroc, article 45 de la banque centrale de Tunisie et article 46 de la banque centrale d'Algérie ; mentionnent tous que ces trois banques centrales interviennent sur le marché primaire de la dette publique.

Quant au troisième critère, en l'occurrence le taux d'escompte, il est satisfait par les trois banques centrales du fait qu'elles ont les prérogatives de fixer leur taux d'escompte (Cf. Statuts : art.13 de la banque du Maroc, art.59 de la banque centrale de Tunisie). En Algérie, ce taux est fixé par un règlement du conseil de la monnaie et du crédit²⁵⁵ : « Le Conseil est investi des pouvoirs en tant qu'autorité monétaire, dans les domaines concernant...les normes et les conditions des opérations de la Banque Centrale, notamment en ce qui concerne

255 art.62, alinéa b Titre II, ordonnance n°03-11, du 26 août 2003.

l'escompte, la pension et le gage des effets publics et privés, et les opérations sur métaux précieux et devises ».

1-2-3 La surveillance bancaire :

Un autre grand domaine où le rôle de la banque centrale indépendante peut être discuté est celui du contrôle des banques. Il s'agit en effet d'un rôle de police publique normalement dévolu à l'autorité publique, certes très souvent délégué à une "agence autonome " mais non nécessairement à la banque centrale. Deux motifs peuvent conduire à écarter le fait qu'on lui confie ce rôle : d'une part, son statut d'indépendance paraît peu compatible avec une délégation élargie de puissance publique ; d'autre part, un motif théorique, qui est la contradiction entre le souci qui doit guider la politique monétaire (contrôle de la liquidité) et celui qui doit inspirer l'autorité bancaire (assurer la sécurité du système bancaire) : comment justifier que ce qui serait illégitime dans un cas (faire intervenir des considérations de soutien du tissu économique dans la conduite de la politique monétaire) ne le soit pas dans un autre (faire intervenir ces mêmes considérations aux fins de soutenir le système bancaire) ? On notera que ces motifs ont été jugés suffisants en Allemagne pour conduire à distinguer soigneusement les deux responsabilités²⁵⁶. Aux Etats-Unis, la fonction d'agrément et le contrôle sont partagés entre une agence du gouvernement fédéral (*Comptroller of the currency*), les douze banques fédérales de réserve, et les autorités administratives des Etats.

Les trois banques centrales algérienne, marocaine, et tunisienne sont engagées dans une mission de surveillance et de supervision bancaire, où nous pouvons souligner les articles 13 de la banque du Maroc, article 59 de la banque de Tunisie et article 62 de la banque d'Algérie des différents statuts de ces banques centrales qui mentionnent qu'elles assurent toutes des responsabilités dans la surveillance bancaire.

L'indice d'indépendance économique comme précédemment mentionné représente la somme des valeurs qui sont affectées à chaque banque centrale, à chaque fois que l'une des modalités des différents critères est vérifiée.

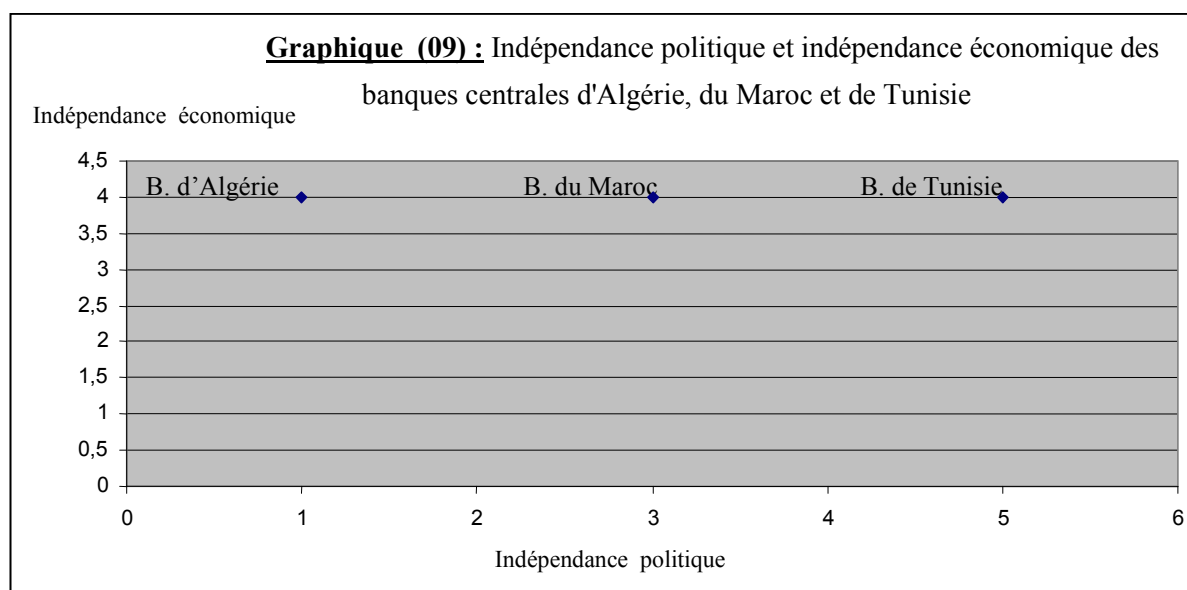
²⁵⁶ Ce point de vue est celui de J-P Patat soutenu dans son article intitulé « Quelques remarques sur la question de l'indépendance de la banque centrale », Dossier : L'indépendance des banques centrales, Revue d'économie financière, n°22, 1992.

Tableau (7) : Indépendance économique des banques centrales.

Banques centrales	Financement monétaire du déficit budgétaire					Instruments monétaires		Indice
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
Algérie			*	*		*	*	4
Maroc			*	*		*	*	4
Tunisie			*	*		*	*	4

Notes : (1) facilité de crédit direct : non automatique ; (2) facilité de crédit direct : au taux du marché ; (3) facilité de crédit direct : temporaire ; (4) facilité de crédit direct : montant limité ; (5) la banque centrale ne participe pas au marché primaire de la dette publique ; (6) le taux d'escompte est fixé par la banque centrale ; (7) la surveillance bancaire n'est pas de la responsabilité de la banque centrale (**) ou n'est pas de sa seule responsabilité ; (8) indice d'indépendance économique.

La représentation graphique suivante des données des tableaux (6) et (7), nous permet de constater que les indépendances économique et politique ne coïncident pas forcément.



Les trois banques centrales avec un niveau d'autonomie économique semblable, se différencient par leur plus ou moins grande autonomie politique. La banque d'Algérie située dans la partie gauche du graphique (09), est très dépendante politiquement par rapport aux deux autres banques. Alors que, la banque centrale de Tunisie et la banque du Maroc, situées dans la partie droite du même graphe, sont relativement autonomes sur le plan économique. On obtient l'indice de l'indépendance légale (Tableau 8) en additionnant les indices de l'indépendance économique et de l'indépendance politique.

Tableau (8) : Indice d'indépendance légale des trois banques centrales.

Indice d'indépendance	Banque d'Algérie	Banque du Maroc	Banque de Tunisie
Indice d'indépendance politique	1	3	5
Indice d'indépendance économique	4	4	4
Indice d'indépendance légale	5	7	9

Note : indice d'indépendance légale = indice d'indépendance politique + indice d'indépendance économique.

Après avoir calculé l'indice d'indépendance légale, pour les trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, nous essayerons dans la suite de notre travail d'étudier la relation entre cet indice et l'inflation, afin de vérifier l'existence de la relation négative (plus la banque centrale est indépendante, moins l'inflation est forte) suggérée par la théorie entre le degré d'indépendance de la banque centrale et la variable d'inflation. Pour cela, nous allons étudier en premier lieu, l'évolution du taux d'inflation dans les trois pays afin de le rapprocher à l'indice d'indépendance de chaque banque centrale.

2- L'évolution du taux d'inflation, en Algérie, au Maroc et en Tunisie :

En nous basant sur des différentes sources statistiques²⁵⁷, nous allons dans cette partie de notre travail de recherche présenter l'évolution du taux d'inflation entre 1970 et 2005.

L'inflation est mesurée par l'indice des prix à la consommation. En Algérie, l'évolution du taux d'inflation a été marquée par plusieurs périodes :

De 1970 à 1990, au lancement de la libéralisation des prix, l'inflation annuelle se situait en moyenne autour de 9%, exception faite de la forte hausse induite par le premier choc pétrolier et reflétant l'augmentation des prix à l'importation. Cependant, cette stabilité des prix n'était qu'illusoire au regard de l'excédent de masse monétaire causé par les importants déficits budgétaires.

257 Office nationale des statistiques algérien et tunisien, et les statistiques financières internationales du FMI.

Entre 1990-1993, les dévaluations successives ont eu non seulement pour conséquence une hausse de l'inflation, mais également une augmentation du service de la dette. Face aux déséquilibres de l'économie, les autorités ont fait le choix de soutenir l'activité économique par la création monétaire, et à la fin de l'année 1992, le pays affichait un taux d'inflation égal à 28% (20% en variation annuelle).

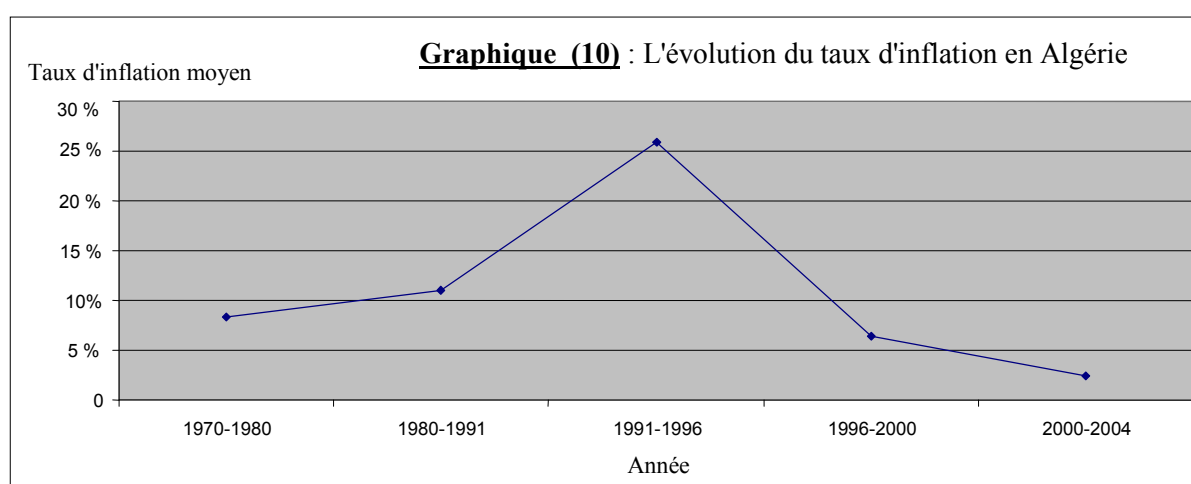
Suite au plan d'ajustement structurel de 1994, l'inflation a atteint en fin d'année 29% (en glissement annuel). Néanmoins, les politiques monétaire et budgétaire restrictives menées entre 1994 et 1996 ont permis de ramener le taux d'inflation (en glissement sur 12 mois) à 15% en 1996 et 6% en 1997 (respectivement 18,69% et 5,73% en variation annuelle).

Enfin, la période de 1998 à 2005 a été caractérisée par une réduction continue de l'inflation (excepté en 2001), attribuable principalement à la baisse sur les marchés internationaux des prix des produits alimentaires de base. En 2001, la hausse des salaires de la fonction publique associée au relâchement des politiques fiscale et monétaire a entraîné une augmentation de l'inflation qui a atteint 4,2% en moyenne annuelle (7,5% en glissement).

Tableau (9) : L'évolution du taux d'inflation en Algérie

Année	1970-1980	1980-1991	1991-1996	1996-2000	2000-2004
Taux d'inflation	8,33%	11,06%	25,93%	6,46%	2,42

Source : Conseil national économique et social, Commission « Perspectives de Développement Economique et Social », Rapport, « Regards sur la politique monétaire en Algérie », Mai 2005.



Après avoir étudié l'évolution du taux d'inflation en Algérie, nous présenterons dans les tableaux (10) et (11), ainsi que les graphiques (11) et (12), l'évolution de ce taux dans les deux autres pays en l'occurrence la Tunisie et le Maroc.

Tableau (10) : L'évolution du taux d'inflation au Maroc

Année	1971-1980	1981-1990	1991-1995	1996-1999	2000-2005
Taux d'inflation	10%	7%	6%	3%	4%

Source : Chiffres calculés d'après les statistiques financières internationales du FMI.

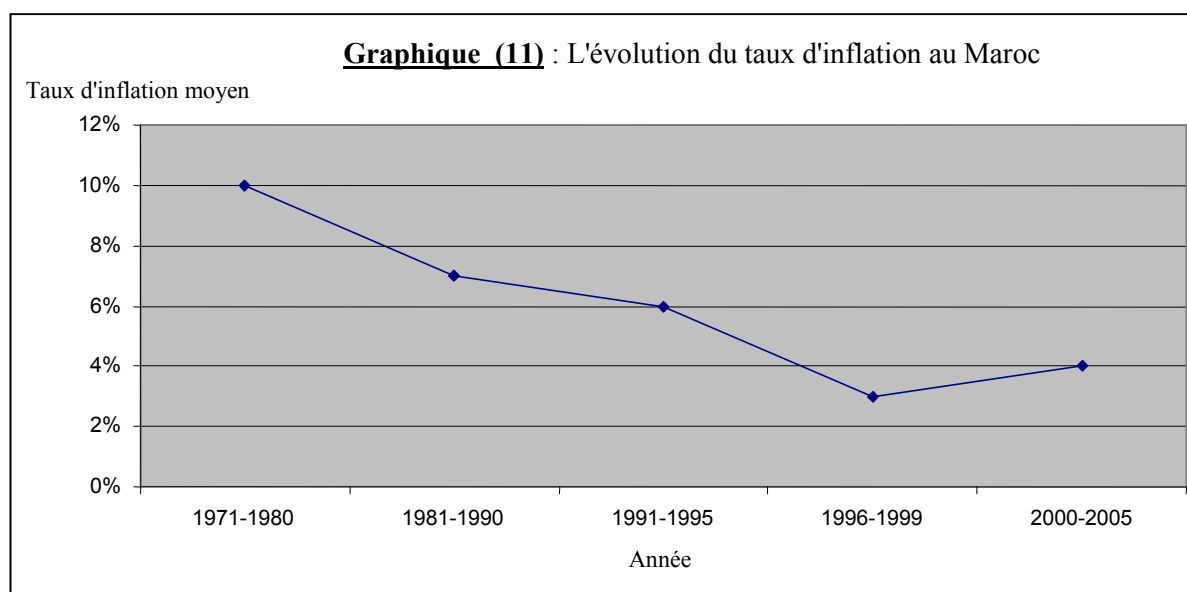
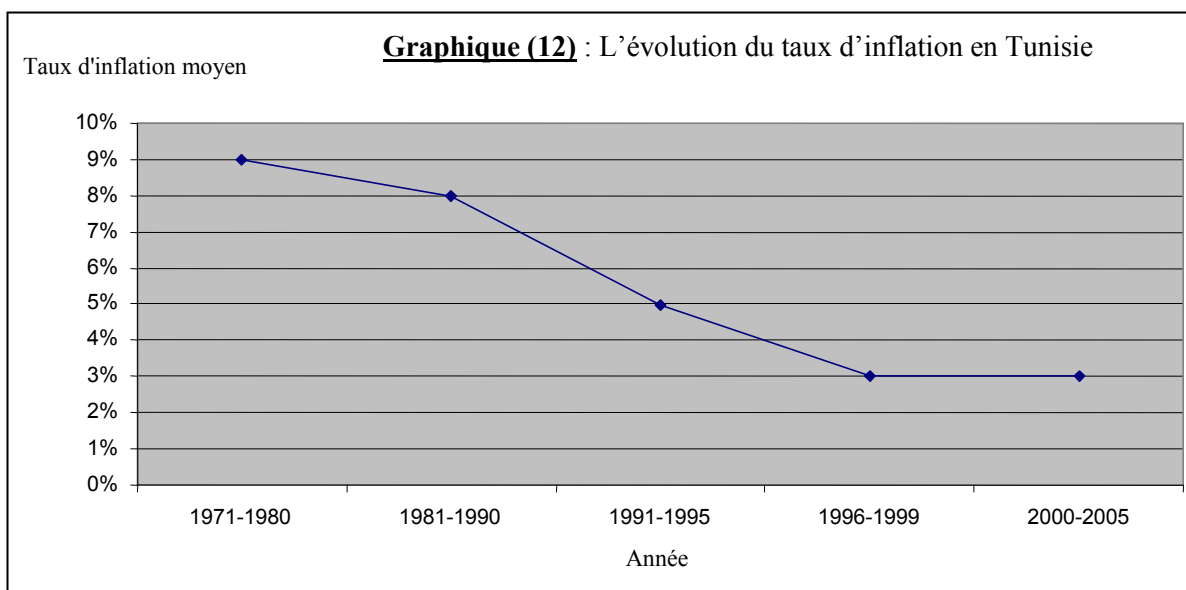


Tableau (11) : L'évolution du taux d'inflation en Tunisie

Année	1971-1980	1981-1990	1991-1995	1996-1999	2000-2005
Taux d'inflation	9%	8%	5%	3%	3%

Source : Chiffres calculés d'après les statistiques financières internationales du FMI.



3- La relation indépendance légale-inflation :

Après avoir brièvement présenté, l'évolution des taux d'inflation dans les trois pays, nous allons maintenant étudier la relation entre cette variable et l'indépendance des banques centrales. L'objet de cette étude est la vérification des suppositions théoriques, en l'occurrence les corrélations négatives entre le degré d'indépendance légale et le taux d'inflation moyen.

Pour ce faire, nous suivrons la démarche suivante : en premier lieu, nous allons nous baser sur une simple représentation graphique qui met en relation les deux variables, afin de refléter la relation négative entre l'indépendance d'une part, et le taux d'inflation moyen d'autre part. L'étude de cette relation va être abordée à différentes périodes en fonction de l'indépendance de chaque institut d'émission [La banque d'Algérie²⁵⁸ (avant, et après 1990), la banque du Maroc²⁵⁹ (avant, et après 1993), et enfin, la banque de Tunisie²⁶⁰ (avant, et après 1994)]. Cette démarche va surtout nous permettre de répondre à l'interrogation concernant le gain en crédibilité dû à l'indépendance de ces banques centrales. En principe, si cette indépendance a permis de renforcer la crédibilité de ces instituts d'émission, on aura une relation négative entre l'indice d'indépendance légale et l'inflation.

258 L'indépendance a été accordée à la banque d'Algérie en 1990 via la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit.

259 En octobre 1993, des modifications ont été apportées à la banque centrale du Maroc, visant à la rendre indépendante du pouvoir exécutif.

260 En 1994, la banque centrale de Tunisie est devenue indépendante du gouvernement.

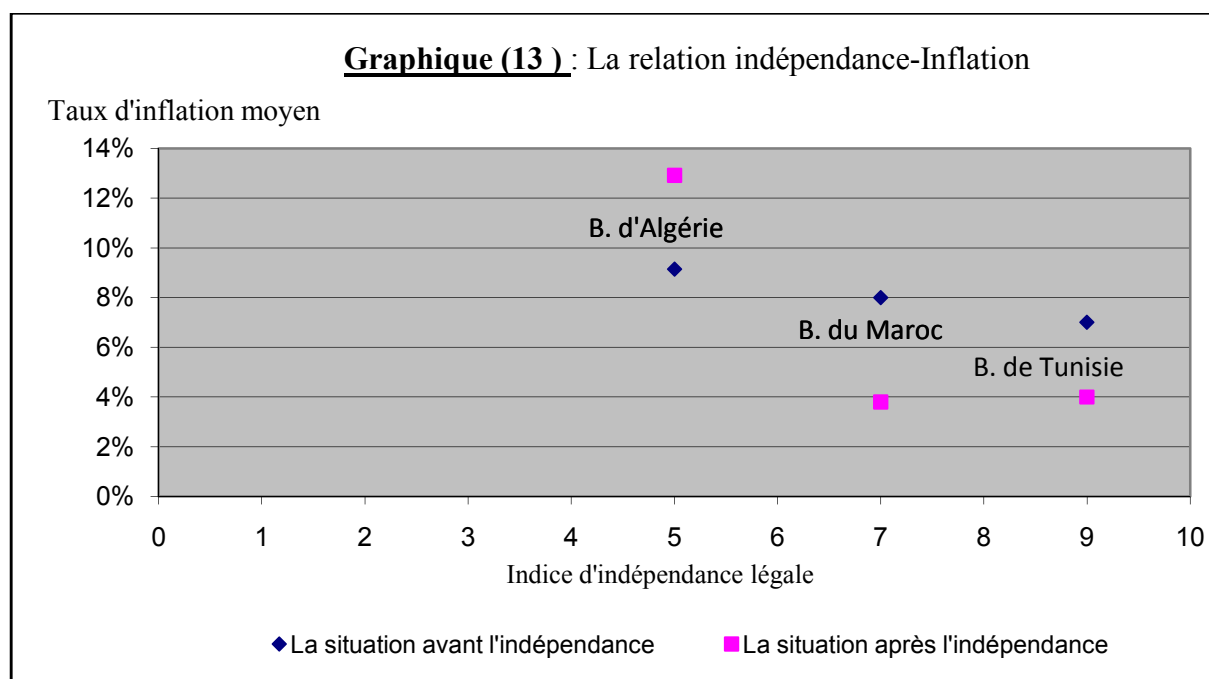
Toutefois, cette représentation graphique reste insuffisante, et c'est la raison pour laquelle nous procéderons dans une deuxième étape à des tests économétriques pour vérifier les résultats obtenus afin de donner de l'ampleur à notre analyse.

3-1 La représentation graphique :

En nous basant sur les différentes statistiques utilisées dans notre étude, et à partir du tableau (10) nous représenterons par le graphique suivant (13), la relation négative entre le taux d'inflation moyen et l'indice d'indépendance légale.

Tableau (12) : Taux d'inflation moyen et indépendance légale

	Algérie	Maroc	Tunisie
Indice d'Indépendance légale	5	7	9
Taux d'inflation moyen après l'indépendance de la banque centrale ²⁶¹	12,92%	3,80%	4%
Taux d'inflation moyen avant l'indépendance de la banque centrale	9%	8%	7%



Note : Indice d'indépendance légale est la somme des indices de l'indépendance économique et de l'indépendance politique.

²⁶¹ A partir des données des trois tableaux précédents (L'évolution de l'inflation dans les trois pays), nous pouvons calculer le taux d'inflation moyen avant et après l'indépendance. Et de ce fait ces taux sont de (9%, 12,92%) en Algérie, de (9%, 3%) au Maroc, et de (9%, 4%) en Tunisie.

La période considérée (1970-2005) mêle une période de forte inflation et une période de désinflation prononcée. Sans surprise, et conformément aux conclusions de Cukierman, Webb et Neyapti, nos résultats confirment la relation théorique négative entre l'indépendance légale et le niveau d'inflation ; où nous constatons clairement qu'à mesure que l'indépendance des banques centrales tunisienne et marocaine se renforce, le taux d'inflation diminue. En revanche, la situation de la banque d'Algérie ne nous permet pas de confirmer cette corrélation négative suggérée par la théorie de la banque centrale indépendante.

Cette situation peut être expliquée par le fait que la gouvernance de l'économie algérienne s'est orientée dès les années soixante dans un schéma dirigiste, alors que les économies marocaine et tunisienne se sont inscrites dans un schéma de développement libéral, ce qui a permis à leurs banques centrales de bénéficier d'une indépendance réelle plus importante que celle dont bénéficie la banque d'Algérie. En plus de cela, l'indépendance accordée à la banque d'Algérie a été beaucoup plus liée à des considérations politiques qu'économiques. L'objectif premier était d'instaurer un contre-pouvoir économique et financier²⁶², car la loi relative à la monnaie et au crédit a été marquée par le contexte dans lequel elle a été promulguée²⁶³. Les interférences à caractère purement politique ont porté préjudice à la crédibilité de ce texte instituant l'indépendance de la banque d'Algérie²⁶⁴, et ont été aussi à l'origine des critiques acerbes et non fondées dans bien des cas. En plus de ces éléments, nous pouvons même dire que, la réduction du taux d'inflation en Algérie, dans la fin des années 90 était beaucoup plus liée au programme d'ajustement structurel imposé par le FMI qu'à l'effet positif de l'indépendance de la banque d'Algérie.

Cependant, se contenter de telles conclusions obtenues de cette représentation graphique reste insuffisant, et c'est la raison pour laquelle, nous avons calculé le coefficient de corrélation qui lie la variable du taux d'inflation moyen à l'indice d'indépendance légale (données du tableau 12), afin d'obtenir des résultats plus pertinents.

262 NAAS, A. (2003) « Le système bancaire algérien : de la décolonisation à l'économie de marché », Maisonneuve et Larose, Paris.

263 Plusieurs analystes politiques estiment qu'en 1990, un accord tacite aurait été conclu avec les islamistes sur un éventuel partage du pouvoir. Dans la perspective de l'instauration d'un pouvoir bicéphale, au niveau de l'exécutif, la présidence de la République voulait, toutefois, garder la haute main sur les finances publiques et les réserves de change, en l'occurrence la banque centrale et le ministère des Finances. Cette approche du partage de pouvoir expliquerait que les principaux postes du ministère des Finances, à savoir les directives générales des douanes, des impôts, du budget, des domaines et du trésor soient nommés par le chef de l'Etat, alors que toutes les autres nominations aux postes des autres administrations centrales relevaient du pouvoir du chef du gouvernement. La présidence de la République voulait avoir, ainsi une prise directe sur les ressources financières de l'Etat et contrôler le budget et les avoirs extérieurs du pays.

264 On peut citer l'exemple du limogeage de l'ancien gouverneur Hadj Nacer, pour des raisons purement politiques.

3-2 Le coefficient de corrélation :

Généralement, les économistes utilisent le coefficient de corrélation pour déterminer la relation entre deux propriétés ou bien deux matrices. Dans notre cas, ces deux propriétés sont représentées d'une part, par l'indice d'indépendance légale et le taux d'inflation d'autre part.

L'équation du coefficient de corrélation est la suivante :

$$\rho = \text{Cov}(x, y) / \sigma_x \cdot \sigma_y$$

Où, Cov représente la covariance, σ représente l'écart type, et x et y sont les moyennes respectives de la première matrice (l'indice d'indépendance légale), et la deuxième matrice (le taux d'inflation moyen).

Le résultat de ce calcul est plus que significatif, puisque le coefficient de corrélation est non seulement négatif, mais il est de $R^2 = -0,86$ (plus il s'éloigne de zéro, meilleure est la corrélation), ce qui signifie qu'un faible taux d'inflation est fortement lié à un indice d'indépendance légale élevé, et vice-versa.

Toutefois, l'existence de cette corrélation négative entre la variable d'inflation et de l'indépendance de la banque centrale, se base sur quelques hypothèses concernant le biais inflationniste, ce qui nous amène à poser les questions suivantes :

Est-ce que l'introduction de l'indépendance a permis de réaliser des résultats positifs en termes d'inflation? Autrement dit, est-ce que le biais inflationniste a été réduit? Cela pose la question de la vérification de l'existence du biais inflationniste. En principe, on assimile le biais inflationniste au niveau d'inflation : plus celle-ci est élevée, plus le biais est important. Ainsi, toute réduction du rythme de hausse des prix est considérée comme une réduction du biais inflationniste. C'est l'approche adoptée par les différents économistes qui se sont penchés sur la question de l'indépendance de la banque centrale. Toutefois, cette idée suppose que le taux d'inflation hors biais inflationniste soit stable. Cette hypothèse est assez restrictive, notamment en raison de l'instabilité d'éléments qui ne sont pas assimilables au biais inflationniste, mais qui influencent tout de même l'inflation. C'est, par exemple, le cas des prix à l'importation qui dépendent du taux de change et du niveau des prix dans les pays d'origines ou du prix établi sur le marché mondial. Une variation de ces éléments modifie le

taux d'inflation hors biais inflationniste, ce qui rend l'identification de celui-ci plus difficile. Deux remarques permettent toutefois de garder cette simplification : premièrement, il apparaît difficile d'admettre l'existence d'un biais inflationniste en cas de taux d'inflation très faible, et deuxièmement, sur le plan pratique ce qui compte le plus est le niveau d'inflation et non pas le biais inflationniste en tant que tel. On n'a donc retenu l'évolution du niveau des prix comme variable à étudier avec l'indépendance de la banque centrale.

Cependant, jusqu'à maintenant, nous n'avons étudié que le cadre légal de l'indépendance, ce qui ne signifie pas que la banque centrale puisse conduire dans les faits une politique monétaire indépendante. L'indépendance légale, bien qu'elle constitue un élément de l'indépendance réelle, ne constitue pas une garantie suffisante pour celle-ci. C'est la raison pour laquelle, Cukierman, Webb et Neyapti ont construit des indices qui prennent en considération l'indépendance réelle. Ceux-ci sont évalués soit par des questionnaires adressés aux membres de la banque centrale, soit par l'analyse de la rotation effective des membres. Dans le premier cas, nous mettrons en évidence l'impression subjective des membres de la banque centrale quant à son indépendance, alors que dans le deuxième cas, nous supposerons qu'une rotation élevée est un signe de dépendance au gouvernement.

Dans la suite de notre étude, nous analyserons la situation des trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, en utilisant l'indice de rotation des gouverneurs 'turn-over' comme mesure de l'indépendance réelle²⁶⁵.

4- L'indépendance réelle :

En 1992, Cukierman²⁶⁶ a constaté que pour les pays en voie de développement l'indépendance légale se traduit en indépendance réelle avec plus de difficulté du fait de la forte instabilité institutionnelle qui les caractérise, alors que le passage pour les pays industriels est plus immédiat. Selon cet économiste, cette difficulté peut être mesurée par le taux de rotation des gouverneurs, car il met en évidence l'influence effectivement exercée par le gouvernement sur la banque centrale. Surtout que ce dernier dispose, en particulier, des moyens pour obtenir de la banque centrale la politique monétaire qu'il désire, même s'il faut évincer un banquier central pour le remplacer par un autre. Le choix d'un tel indicateur repose

²⁶⁵ Le choix de cet indice par rapport au second (basé sur le questionnaire) est lié principalement à la disponibilité des statistiques.

²⁶⁶ Cukierman, A. (1992), *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*, Cambridge, Mass, MIT Press.

sur la présomption qu'un changement fréquent des gouverneurs traduit une plus grande dépendance à l'égard de l'exécutif, dans la mesure où ces derniers sont dissuadés d'entreprendre des actions à long terme. Cela peut aussi traduire le fait que le gouvernement désigne des personnalités plus réceptives à ses injonctions.

Toutefois, comme Cukierman le souligne, une rotation réduite ne signifie pas nécessairement une indépendance majeure : le gouverneur de la banque centrale soumis aux gouvernements peut durer plus facilement. Dans un même esprit, on peut considérer l'indépendance en termes de vulnérabilité politique en analysant la fréquence de changement du gouverneur de la banque centrale juste après le renouvellement du gouvernement (probabilité de survie du gouverneur après les élections ou un changement de nature politique), autrement dit: l'instabilité politique peut réduire la stabilité de la banque centrale²⁶⁷.

4-1 L'indice du taux de rotation des banquiers centraux :

Comme nous l'avons vu plus haut, a priori, le taux d'inflation doit être lié positivement au taux de rotation des banquiers centraux. La valeur de cet indice représente la moyenne des changements des gouverneurs à la tête de la banque centrale durant une période de temps déterminée. Le tableau suivant (13) nous permet de constater que le taux de rotation des gouverneurs de ces banques centrales varie entre un minimum de 0,20 (7 changements sur 35 ans) pour l'Algérie et un maximum de 0,34 (11 changements sur 35 ans) pour la Tunisie.

Tableau (13) : Taux de rotation des gouverneurs des trois banques centrales.

Banques centrales	Taux de rotation des gouverneurs			Indépendance légale
	1970-2005	1970-1990	1990-2005	
Algérie	0,20*	0,2	0,2	5
Maroc	0,23	0,25	0,2	7
Tunisie	0,31	0,35	0,26	9

*Le nombre des gouverneurs qui se sont succédés à la tête de la banque d'Algérie est de 7.

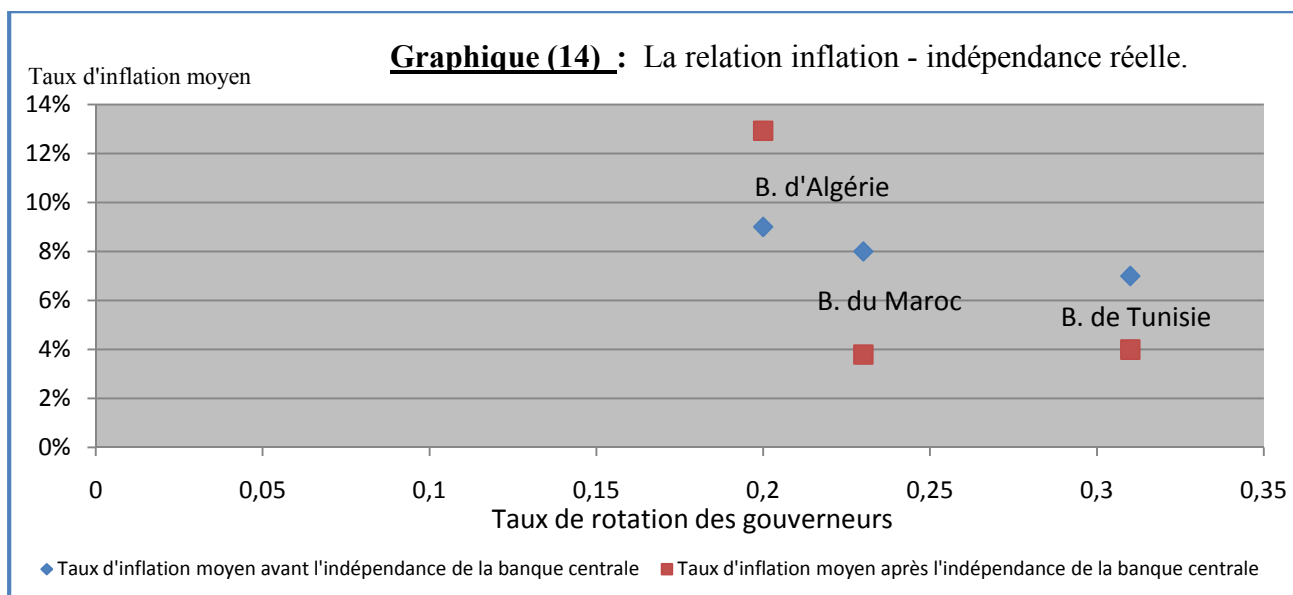
267 C'est typiquement le cas en Algérie, en 1992, juste après l'installation du Haut Conseil d'Etat, le président de ce dernier a mis fin aux fonctions de l'ancien gouverneur de la banque d'Algérie.

Après avoir calculé, le taux de rotation des gouverneurs pour chaque banque centrale, nous allons maintenant vérifier l'éventuelle existence d'une corrélation positive entre cet indice et la variable d'inflation.

Pour ce faire, nous allons suivre la même démarche utilisée dans l'étude de la relation entre l'indice d'indépendance légale et l'inflation. Donc, nous commencerons par la représentation graphique de la relation entre l'indice d'indépendance réelle et le taux d'inflation moyen, ensuite, nous procéderons à des testes économétriques pour vérifier les résultats obtenus.

Tableau (14) : Indépendance mesurée par le taux de rotation des gouverneur- taux moyen d'inflation.

	Algérie	Maroc	Tunisie
Taux de rotation des gouverneurs	0,20	0,23	0,31
Taux d'inflation moyen avant l'indépendance de la banque centrale	9%	8%	7%
Taux d'inflation moyen après l'indépendance de la banque centrale	12,92%	3,80%	4%



Notes : Le taux d'inflation moyen est calculé pour la période de 1971 à 2005, quant à l'indépendance dans ce graphique est mesurée par le taux de rotation des banquiers centraux pour la même période.

Les résultats obtenus suite au rapprochement du taux d'inflation à l'indice de rotation des gouverneurs ne confirment pas nos attentes théoriques selon lesquelles ; le taux de rotation des gouverneurs est lié positivement à l'inflation. Le graphique (14), nous permet d'observer qu'un taux de rotation plus élevé des gouverneurs n'est pas toujours synonyme d'une plus grande dépendance de la banque centrale ; c'est le cas de la banque centrale de Tunisie. Dans

ce dernier pays, alors que l'inflation moyenne est nettement plus faible qu'en Algérie, le retour au taux de rotation peut laisser supposer l'inverse.

Pour mieux clarifier cette divergence de résultats, nous avons procédé à un rapprochement entre les deux indicateurs (taux de rotation et indépendance légale), pour expliquer pourquoi le recours au premier remet en cause le classement des banques centrales établi à partir du second. En effet, le niveau de l'indépendance légale exprime un classement inverse de celui qui ressort du taux de rotation des gouverneurs. Les différents indices n'amènent pas à un même classement des banques centrales (la corrélation entre les différents indices n'est pas parfaite), cela s'explique par la multiplicité des éléments constituant l'indépendance alors que chaque indice n'en retient qu'une partie. La question semble justement être la nature de ces indices, car si nous utilisons des indices fondés sur l'indépendance réelle (notamment la rotation des chefs de la banque centrale), nous ne retrouvons pas la relation négative. Cela peut être expliqué par un écart entre l'indépendance légale et la pratique réelle. Cette divergence est reflétée par le calcul du coefficient de corrélation entre les deux indicateurs égal à ($R^2 = +0,96$). Le signe positif de cette liaison est contradictoire, car ces indicateurs devraient varier en sens opposé pour classer les banques centrales des plus indépendantes à celles qui le sont le moins.

Cette divergence s'explique aussi d'une part, par les types de pays choisis, dans notre étude, les statuts légaux de ces banques centrales ont été changés récemment²⁶⁸, donc, elles sont des banques indépendantes récentes ; d'autre part, la période temporelle est assez courte par rapport à d'autres analyses. Si ce deuxième élément réduit la portée du résultat, le premier est intéressant, car dans la plupart des études, si on ne considère que les pays où les banques centrales sont indépendantes depuis longtemps, on retrouve la relation négative entre le taux d'inflation et l'indice d'indépendance légale et la relation positive avec l'indice des taux de rotation des gouverneurs. Cela peut au moins nous faire supposer, qu'au delà de l'indépendance légale, l'indépendance effective joue un rôle non négligeable. Autrement dit, pour réduire l'inflation la modification du cadre légal n'est pas suffisante, il faut aussi du temps pour réaliser une politique non inflationniste crédible.

268 La banque d'Algérie est indépendante depuis 1990, la banque centrale du Maroc depuis 1993, et celle de la Tunisie depuis 1994.

Dans la suite de notre travail de recherche, nous étudierons la relation qui lie l'indépendance des banques centrales et la croissance économique, et cela afin de vérifier l'idée avancée par la théorie de la banque centrale indépendante selon laquelle la réduction de l'inflation réalisée par l'indépendance, étant donné l'apport de la crédibilité, ne provoque pas des coûts en termes de réduction de la croissance.

5- La relation indépendance croissance :

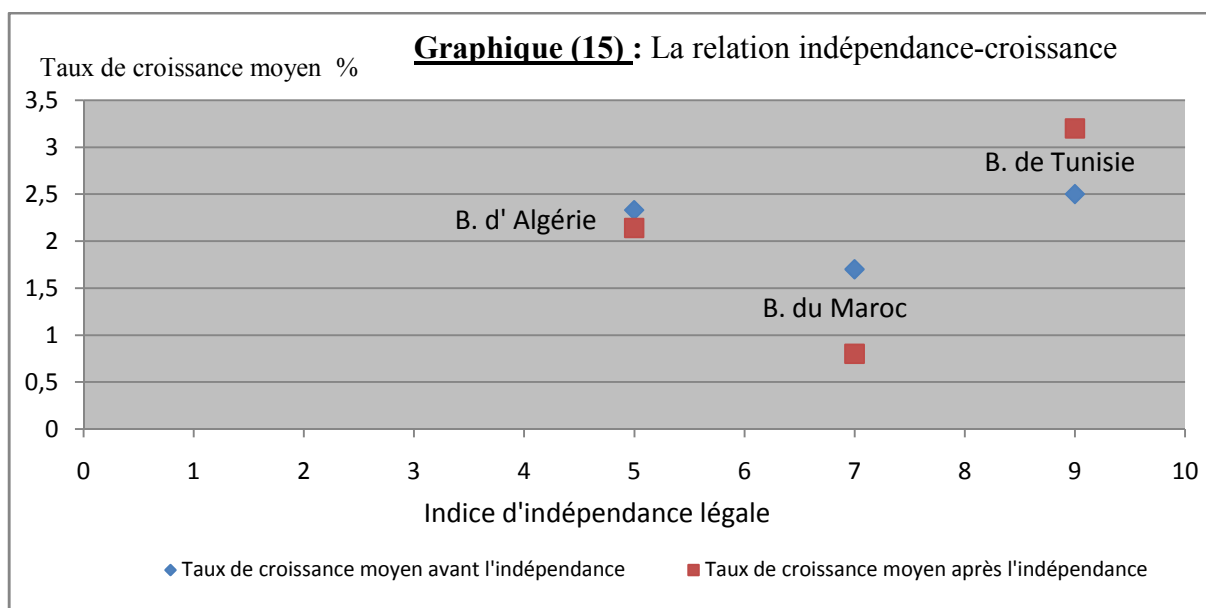
La relation entre l'indice d'indépendance et la variance de la croissance économique va être étudiée en suivant la même démarche utilisée précédemment, c'est-à-dire elle va être abordée à différentes périodes en fonction de l'indépendance de chaque institut d'émission [La banque d'Algérie (avant, et après 1990), la banque du Maroc (avant, et après 1993), et enfin, la banque de Tunisie (avant, et après 1994)].

Si cette indépendance a permis de renforcer la crédibilité de la banque centrale, on aura une relation positive, ou au pire des cas, une relation nulle entre la croissance et l'indépendance. C'est-à-dire, la réduction de l'inflation ne doit pas être payée par une diminution de la croissance « *free lunche* ».

Tableau (15) : La relation indépendance-croissance économique.

	Algérie	Maroc	Tunisie
Indice d'Indépendance légale	5	7	9
Taux de croissance moyen avant l'indépendance	2,33	1,7	2,5
Taux de croissance moyen après l'indépendance	2,14	0,8	3,2

Source : Statistiques Financières Internationales du FMI.



Le cas de la banque centrale tunisienne nous permet de constater que l'indépendance a nettement contribué à la hausse de la croissance enregistrée en Tunisie, cela peut être expliqué par la faible incertitude sur l'inflation suite à la stabilité monétaire apportée par l'indépendance de la banque centrale. Cela a permis de réduire, voire, supprimer la prime sur les taux d'intérêt, ce qui a assuré aux agents économiques des conditions de financement favorables.

Tandis que les deux autres banques centrales enregistrent une relation négative entre l'indépendance et la croissance économique, ce qui ne correspond pas au principe de la théorie de la banque centrale indépendante, selon lequel l'indépendance réduit l'inflation sans causer des coûts en termes de croissance économique. Donc, la supposition du *'free lunch'* est loin d'être admise pour les banques centrales marocaine et algérienne. Cette situation peut être expliquée comme suite :

Comme nous l'avons vu supra, l'indépendance accordée à la banque d'Algérie était beaucoup plus liée à des considérations politiques qu'économiques, ce qui a nuit certainement à sa crédibilité et, de ce fait, la relation positive attendue entre l'indépendance et la croissance n'est pas une surprise. Toutefois, il est très utile de rappeler que la période qui a suivi l'indépendance de la banque d'Algérie a été marquée par une conjoncture économique défavorable liée à un resserrement sans précédent de la contrainte extérieure : détérioration de la balance des paiements, alourdissement dangereux de l'endettement extérieur (recours

massif aux crédits à court terme ramenant l'échéance moyenne de la dette de 7 à trois ans) couplé d'une stagnation économique, le tout trouvant leur origine directe dans la chute historique des prix des hydrocarbures de 1986. Ces facteurs s'autoalimentant, et la crise s'est accentuée au début des années 1990. Cette conjoncture défavorable qui a marqué l'Algérie durant ces années a poussé ses dirigeants politique à faire appelle au FMI pour le rééchelonnement de la dette. Ce qui a abouti à l'application du programme d'ajustement structurel, marqué notamment par une politique budgétaire restrictive et un fort resserrement monétaire impliquant un taux d'intérêt réel élevé, ce qui a freiné les investissements et la croissance, d'où une possible relation négative. Cela nous amène à penser que la baisse de la croissance en Algérie, ne trouve pas son explication uniquement dans l'argument du manque de crédibilité de l'indépendance de la banque d'Algérie.

Comme nous l'avons mentionné, au début de ce chapitre de notre travail de recherche, pour qu'une banque centrale soit crédible, il faut qu'elle soit aussi responsable, et qu'elle suive une politique monétaire basée sur la transparence. C'est la raison pour laquelle, après avoir étudié, l'indépendance de ces banques centrales, qui est la condition sine qua non de la crédibilité, nous allons maintenant mettre l'accent sur les questions de responsabilité et de transparence de ces instituts d'émission.

6- Transparence et responsabilité :

La plupart des économistes soutiennent l'idée selon laquelle, les banquiers centraux doivent admettre que le fait de parvenir à l'indépendance implique de plus grandes responsabilités. Une banque centrale indépendante doit reconnaître qu'elle est responsable, au bout du compte, des missions que lui a déléguées le Parlement ou le gouvernement, telles qu'elles sont définies dans ses statuts. Il s'agit en général de la politique monétaire et de la réalisation et du maintien de la stabilité des prix. Donc, en tant qu'institution publique jouissant d'un haut degré d'indépendance pour mener la politique monétaire, la banque centrale est tenue à rendre compte au peuple des résultats qu'elle obtient dans sa mission.

Pour faire le point sur les questions de responsabilité, et de transparence des trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, nous allons nous baser sur deux critères : la

reddition des comptes d'une part, et la clarté des objectifs suivis par ces banques centrales d'autre part.

6-1 La reddition des comptes :

Ce critère de responsabilité est satisfait par les trois banques centrales, où elles sont obligées par la loi de rendre compte de leur activité au gouvernement, généralement au Président de la République. Le gouverneur de la banque centrale lui apporte directement son activité ou au ministre de tutelle désigné. Cette procédure, généralement, sous la forme d'un rapport annuel, est donc, prévue dans les statuts des différentes banques centrales, comme l'illustrent les articles suivants, Art. 29 des statuts de la banque d'Algérie : « Dans les trois mois de clôture de chaque exercice, le gouverneur remet au Président de la République le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi qu'un rapport rendant compte des opérations de la banque d'Algérie. Au plus tard un mois après cette transmission, le bilan et les comptes de résultats sont publiés au *Journal officiel* de la République algérienne démocratique et populaire. », de même que l'article 31 stipule que « La Banque d'Algérie adresse au ministre chargé des finances la situation de ses comptes arrêtés à la fin de chaque mois. Cette situation est publiée au *Journal officiel* de la République algérienne démocratique et populaire ».

Quant à la banque centrale de Tunisie, l'article 70 nous permet de lire : « ...Après clôture de chaque exercice, le gouverneur rend compte au Président de la République des opérations de la banque centrale et lui remet le bilan et le compte de profits et pertes... ». Alors que pour ce qui est de la banque centrale du Maroc, l'article 55 indique qu'« À la fin de chaque exercice, la Banque établit le rapport de gestion et les états de synthèse. Le rapport de gestion doit contenir tous les éléments d'information utiles aux membres du conseil pour leur permettre d'apprécier l'activité de la Banque au cours de l'exercice écoulé, les opérations réalisées, les difficultés rencontrées, les résultats obtenus, la formation du résultat, la proposition d'affectation dudit résultat et la situation financière de la Banque... Le rapport de gestion et les états de synthèse sont présentés par le Gouverneur à l'approbation du conseil ». Toujours, dans le même contexte, l'article 56 stipule que le gouverneur de la banque du Maroc doit aussi rendre compte au Ministre des Finances «... le gouverneur de la banque adresse mensuellement au Ministre des Finances, un état comparatif de la situation de la banque arrêté à la fin de chaque mois... Cet état est publié au Bulletin officiel sous une forme résumée ».

Après avoir présenté brièvement la responsabilité de chacune des banques centrales à rendre compte de leurs actions, nous allons maintenant nous pencher sur la question de la transparence, où nous mettrons l'accent sur les objectifs suivis par chaque banque centrale, ainsi que la compréhension de la politique monétaire par le public.

6-2 Les objectifs annoncés :

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

Pour ce qui est des objectifs annoncés, les statuts des trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie, affichent clairement qu'elles ont comme principal objectif, la stabilité des prix. Cette annonce des objectifs est une condition nécessaire des performances de la banque centrale, car, en exposant les objectifs de la politique monétaire, la banque centrale permet au public de mieux comprendre ce qu'elle cherche à faire, et fournit un cadre de référence pour définir ses propres choix, contribuant ainsi à l'efficacité de la politique monétaire, ce qui permet aussi au marché de former des anticipations de façon plus efficace.

En plus de cela, les trois banques centrales font des efforts en publiant des rapports sur la situation économique et monétaire de leurs pays, afin de rendre leurs décisions de politique monétaire plus claires, l'article 30 (LIVRE II, CHAPITRE III, ordonnance n° 03-11, 2003) de la banque d'Algérie, stipule que : « La Banque d'Algérie publie un rapport annuel sur l'évolution économique et monétaire du pays qui contient notamment les éléments nécessaires à une bonne compréhension de la politique monétaire, ce rapport donne lieu à une communication à l'Assemblée populaire nationale suivie d'un débat. La Banque d'Algérie peut publier des documentations statistiques et des études économiques et monétaires. », ainsi

que l'article 57 de la banque centrale du Maroc, où nous pouvons lire qu' « Un rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays ainsi que sur les activités de la Banque est présenté à Sa Majesté le Roi avant le 30 juin qui suit la clôture de l'exercice en cause. Ce rapport est publié au Bulletin officiel ».

Toutefois, pour se mettre en conformité avec les standards internationaux qui guident les banques centrales les plus crédibles, les instituts d'émission Algérien, Marocain et Tunisien doivent faire beaucoup plus d'effort dans le domaine de la transparence, surtout, ils doivent quantifier (donner des valeurs numériques) leurs objectifs (Par exemple : l'inflation visée sous forme d'une fourchette) ; car le respect des objectifs fixés est d'autant plus facile à contrôler que ceux-ci sont quantifiés²⁶⁹. Si les objectifs étaient clairement définis, c'est sur la réalisation de ceux-ci que la banque centrale devra rendre des comptes. Ce qui permet de renforcer sa responsabilité ex post qui consiste à annoncer des objectifs et être jugé sur pièces. Sinon, la banque centrale devra s'expliquer sur les arbitrages effectués. En d'autres termes, le simple fait de devoir annoncer un objectif, n'est pas la condition nécessaire et suffisante pour que cet objectif soit atteint : il faut encore qu'il soit quantifié et réalisé dans les faits.

En plus de cela, d'autres efforts de transparence doivent être entrepris en termes de publication, surtout que ces trois banques centrales ne publient aucun document relatant les décisions prises en matière de politique monétaire et leurs motivations (anticipations faites quant aux besoins de l'économie, modèle de prévision utilisé, etc.). Or ce type de procédure peut fortement accroître la crédibilité de la politique suivie en permettant au public d'adhérer à celle-ci et peut ainsi en réduire le coût.

269 C'est ce qu'a commencé à faire la banque d'Algérie, où on peut lire dans son rapport sur l'évolution économique et monétaire que : « L'objectif ultime de la politique monétaire exprimé en termes de stabilité à moyen terme des prix, à savoir une inflation inférieure à 3 % a été atteint ».

Conclusion :

Dans cette partie d'étude, notre objectif n'était pas de critiquer les trois banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie. Mais, à travers une lecture analytique de leurs relations avec leurs gouvernements, nous avons tenté de formuler un jugement personnel sur le degré de crédibilité de chacune de ces banques centrales.

Au total, les résultats mis en évidence dans cette étude, consolident ceux obtenus par de nombreuses recherches, dans le contexte institutionnel des pays développés, à savoir : le taux d'inflation a été résorbé et l'indépendance a joué un rôle important notamment dans le maintien de la stabilité des prix dans le temps. L'indépendance de la banque centrale est un moyen efficace de parer à l'instabilité des prix. C'est surtout le cas des banques centrales marocaine et tunisienne, et à un degré moindre de la banque d'Algérie. L'intérêt de cette théorie est donc confirmé par nos résultats, étant donné que, l'indice d'indépendance légale est corrélé négativement (le coefficient de corrélation comme nous l'avons vu est de $R^2 = -0.85$) avec la variable de l'inflation.

Toutefois, ces mêmes résultats, remettent en cause la robustesse des conclusions issues d'analyses comme celle de Cukierman, Webb et Neyapti consacrées à l'indépendance des banques centrales dans le contexte des pays en développement, où l'inflation devrait être corrélée positivement avec le taux de rotation des gouverneurs. La situation des banques centrales algérienne et tunisienne est représentative de cette limite, où nous avons constaté que le taux de rotation des gouverneurs de la banque tunisienne est nettement supérieur à celui de la banque d'Algérie, alors que l'inflation en Tunisie est nettement faible comparativement à celle enregistrée en Algérie (si les suppositions théoriques étaient justes, le taux d'inflation en Algérie devait être inférieur à celui de la Tunisie).

L'expérience de ces trois banques centrales, nous a permis aussi de mettre en évidence plusieurs limites de la théorie du biais inflationniste :

D'abord, le lien causal entre l'indépendance et la disparition du biais inflationniste et le gain en crédibilité, est loin d'être démontré pour les banques centrales d'Afrique du Nord. Si

l'indépendance peut assurer dans le temps la stabilité monétaire, elle n'engendre pas automatiquement un processus désinflationniste. Les analyses empiriques qui constatent une relation négative entre le degré d'indépendance et le taux d'inflation ne retiennent donc, qu'une partie du problème. Ces résultats indiquent simplement l'existence d'une corrélation statistique entre deux variables, et n'établissent pas une loi générale. Rien n'est dit sur la causalité du rapport. Ainsi, d'après la théorie on pourrait s'imaginer qu'il suffit de rendre indépendante la banque centrale pour réussir à la rendre crédible et résoudre un dérapage monétaire. Le cas algérien nous apporte plusieurs enseignements :

Premièrement, malgré son indépendance depuis 1990, il apparaît que la situation de la banque d'Algérie est très délicate et, elle est encore vue comme une institution qui n'a pas encore atteint sa maturité et qui est confrontée à de nombreuses critiques. Si l'indépendance est un élément nécessaire pour assurer la crédibilité d'une banque centrale, il n'est pas suffisant pour le cas de la banque d'Algérie, car la plus grande faiblesse de cette dernière reste le manque de confiance qu'elle inspire aujourd'hui encore aux agents économiques : ses décisions sont largement commentées et controversées, les déclarations de ses membres sont souvent mal perçues et incomprises. La confiance qu'elle inspire n'est pas donc ce qu'elle devrait être. Cela est dû en grande partie au fait que son indépendance, ainsi que les décisions qu'elle a prises ont été beaucoup plus liées à des considérations politiques qu'économiques. Cette institution devra donc forcément s'adapter dans l'avenir et progresser pour acquérir la crédibilité qui lui est nécessaire et qu'on a évoquée à travers le titre du second chapitre « comment accroître la crédibilité de la banque centrale ? ».

En plus de cela, entre le statut de la banque centrale et la stabilité des prix, il faut prendre en compte la politique monétaire. L'adoption de l'indépendance sans l'efficacité des instruments monétaires et sans surtout une pratique bancaire solide²⁷⁰ ne permet pas à donner confiance aux agents économiques, car les faiblesses du système bancaire et son morcellement minent la crédibilité de la banque centrale. Croire donc, que l'indépendance suffit pour résoudre un biais inflationniste et rendre la banque d'Algérie crédible, réduit la dimension temporelle de la politique monétaire. Celle-ci s'inscrit dans une durée, et elle nécessite un délai temporel pour

270 A titre d'exemple, l'incapacité du système bancaire algérien de s'adapter aux règlements du Comité de Bâle, pour la supervision bancaire, afin d'agir en amont contre tout dérapage bancaire.

réaliser ses objectifs. L'intérêt de l'indépendance est d'assurer une continuité à la politique monétaire plus que d'engendrer par elle-même la stabilité des prix.

Deuxièmement, la plus ou moins grande indépendance de la banque centrale n'est peut être pas le seul facteur susceptible d'expliquer la stabilité des prix. Par exemple, en Algérie plusieurs facteurs ont contribué au redressement monétaire, parmi lesquels, il faut retenir le redressement budgétaire suite au programme d'ajustement structurel imposé par le FMI, ainsi que les réformes macroéconomiques et microéconomiques que le gouvernement Algérien a entreprises à partir des années quatre-vingt-dix, dont le résultat le plus spectaculaire a été, sans conteste, la réduction de l'inflation dont le niveau a été ramené de 31.7% en 1992 à 2.6% en 1999, et enfin, le contexte international favorable depuis 2001. Dire donc, que la stabilité des prix réalisée en Algérie est liée au simple gain en crédibilité dû à l'indépendance de la banque centrale, est vraiment réducteur, et l'analyse devient partielle et risque de conduire à des conclusions erronées.

Enfin, nous pouvons dire que la banque centrale tunisienne est la banque la plus crédible aux yeux des agents économiques par rapport aux deux autres banques centrales en l'occurrence la banque d'Algérie et celle du Maroc. Cela peut être expliqué, par deux éléments :

La banque centrale tunisienne est plus indépendante que les deux autres banques centrales et, surtout, elle a montré à travers le temps, sa détermination à atteindre un objectif ultime et en l'atteignant effectivement, où depuis longtemps elle réalise la stabilité des prix et assure des conditions de financement favorables aux agents. Ce qui rejoint notre idée de base selon laquelle la crédibilité se construit avant tout dans la durée et, de ce fait, elle devient un capital pour les banques centrales qui peut faire objet d'une accumulation.

Conclusion générale

Conclusion générale :

Le mode de fonctionnement actuel des banques centrales a été influencé par tout le travail théorique des années 70 et 80, et dont le premier chapitre fournit un récapitulatif. La conception actuelle de la politique monétaire trouve en effet ses sources dans deux bouleversements majeurs des théories économiques, par ailleurs très liés, et dont les conclusions vont dans le même sens : d'une part, la montée **des théories monétaristes** a progressivement accrédité l'idée qu'il fallait lutter contre l'inflation puisque celle-ci n'a aucun effet à long terme sur la croissance réelle (théorie quantitative de la monnaie). En effet, selon les monétaristes, il n'existe pas d'arbitrage entre inflation et chômage comme le disait Phillips, mais plutôt une déconnexion entre les sphères réelle et monétaire. Le remède qui avait porté ses fruits pendant les années d'après guerre et qui consistait à laisser filer les prix pour lutter contre le chômage, ne marche plus, surtout que le milieu des années 70 (notamment à partir du choc pétrolier de 1973), a été marqué par une période de stagflation (hausse des prix et du chômage), qui a confirmée l'idée qu'il n'y a aucun bénéfice à long terme de l'inflation. D'autre part, la **révolution des anticipations rationnelles** lancée par Lucas dans les années 70, a modifié l'idée alors dominante selon laquelle on pouvait « surprendre » les agents, et générer de l'inflation non anticipée pour avoir un effet sur la croissance ; car, si les agents sont rationnels, il ne sera pas possible de les tromper très longtemps. Par exemple, si les autorités monétaires annoncent une cible d'inflation faible et ne la respectent pas, bientôt les agents anticiperont plus d'inflation. D'où de façon schématique, l'idée qu'il vaut mieux pour la banque centrale d'être **crédible**.

Cette crédibilité exigée et souhaitée par les banques centrales renvoie au degré de confiance que le public a dans la détermination et la capacité de ces institutions à remplir les objectifs qu'elles ont annoncés. Typiquement aujourd'hui, on définit la crédibilité par le degré de confiance des agents dans la capacité des banques centrales à lutter efficacement contre l'inflation.

Aujourd'hui, il existe une conception de la politique monétaire partagée par la plupart des banques centrales des pays industrialisés, et basée sur la lutte contre l'inflation, la crédibilité et l'indépendance des banques centrales. C'est la raison pour laquelle, notre principal objectif dans cette étude était de déterminer les critères qui permettent à une banque centrale de

devenir crédible et de ce fait, nous avons essayé de répondre à la question suivante : comment une banque centrale construit-elle sa crédibilité ?

Pour répondre à cette question, nous avons scindé notre travail en trois chapitres : dans les deux premiers, nous avons montré que la crédibilité se construit autour de trois piliers : tout d'abord, la banque centrale doit être indépendante, ensuite, les engagements qu'elle annonce doivent être compris, lisibles, clairs et transparents pour tous. Et enfin, les règles de conduite de la politique monétaire ne doivent donner lieu ni à des réactions mécanistes, ni à des mesures discrétionnaires mal comprises.

L'indépendance renvoie à l'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique. Elle est la voie qui permet d'obtenir la crédibilité, car elle assure l'orientation vers la stabilité des prix, et permet l'ancrage de la politique monétaire dans le long terme, le risque d'incohérence temporelle se retrouve quasiment éliminé, et les anticipations inflationnistes des agents privés s'ajusteront à la baisse ; car si la raison du biais inflationniste est l'interférence d'un objectif non monétaire (réduction du chômage, financement public et intérêts électoraux), la solution peut se placer dans le renforcement de l'incitation de poursuivre l'objectif de la stabilité des prix par le biais de l'indépendance de la banque centrale.

Naturellement, l'indépendance de ces institutions a pour contrepartie la transparence de leurs décisions et la responsabilité vis-à-vis du public et de ses représentants. Pour établir la crédibilité de la banque centrale, pour gagner la confiance des agents, il est absolument impératif d'être compris et pour cela, il est nécessaire d'être transparent. Une banque centrale est dite transparente si elle informe correctement le public de sa politique, ses modèles, ses méthodes et ses prévisions.

Elément central d'une politique crédible, les efforts de communication se sont intensifiés en vue de bien faire comprendre au public, par différents moyens, les mesures prises et les intentions futures. Ainsi, il est publié de façon régulière des rapports dans lesquels les banques centrales évaluent les tensions inflationnistes et indiquent le sens dans lequel elles entendent agir. Elles y expliquent également les mesures passées et y traitent des facteurs influant sur le réglage futur des outils à leur disposition.

Cette transparence contribue à réduire l'incertitude quant aux orientations futures de la politique monétaire tout en renforçant la crédibilité et la responsabilité de la banque centrale. En annonçant l'orientation à venir des variables nominales clés (principalement la prévision d'inflation), les banques centrales influent positivement sur la crédibilité de la politique monétaire et les anticipations inflationnistes.

La communication et la transparence représentent donc un moyen concret, voire un cadre formel, d'exprimer la volonté de parvenir et de maintenir la stabilité des prix en le signalant de façon claire au public.

Les trois termes crédibilité, indépendance, transparence, sont donc, les trois concepts-clés de la politique monétaire actuelle, sur lesquels s'appuient les banques centrales des pays industrialisés.

Dans le troisième chapitre de cette étude, nous avons essayé d'étudier la crédibilité des trois banques centrales d'Afrique du Nord (Algérie, Maroc et Tunisie) où nous nous sommes principalement basés sur leur indépendance. Nos résultats nous ont permis de conclure que la banque centrale tunisienne est la plus crédible des trois banques centrales étudiées. Sa crédibilité est beaucoup plus liée à la forte indépendance réelle qui lui a été accordée ainsi que les résultats qu'elle a obtenus en termes d'inflation et de croissance. Son indépendance et les termes de ses statuts lui ont permis donc d'être à la base d'anticipation d'inflation limitée. Le choix concernant ses statuts et son objectif répondent clairement aux recommandations formelles avancées par la conception standard des autorités monétaires. Toutefois, si l'indépendance est un élément nécessaire pour assurer la crédibilité de la banque de Tunisie, il n'est pas suffisant pour les deux autres banques centrales. La confiance accordée aux banques centrales ne peut être séparée des résultats qu'elles ont obtenus dans le passé.

La crédibilité de la banque d'Algérie se ressent des lacunes que cette dernière a montré depuis plusieurs années. Elle ne semble pas disposer d'une légitimité pourtant indispensable pour que la confiance soit accordée à une institution indépendante. Ses statuts la contraignent à une certaine rigidité, alors que le pragmatisme paraît être un élément nécessaire à une autorité monétaire. La banque d'Algérie a en outre montré des difficultés en matière de communication qui ont nuit à sa crédibilité, et elle n'a pas encore réussi à réellement s'imposer sur la scène économique.

La crédibilité de la banque d'Algérie n'est pas assurée par sa seule indépendance. Elle apparaît assez limitée à l'heure actuelle. Les décisions de l'autorité monétaire sont largement commentées et controversées. La confiance qu'inspire la banque d'Algérie n'est donc pas ce qu'elle devrait être. L'institution devra sans doute s'adapter dans l'avenir et progressera pour acquérir la crédibilité qui lui est nécessaire.

Au terme de notre analyse nous pouvons donc distinguer trois grands éléments sur lesquels les institutions monétaires d'Afrique du Nord peuvent s'appuyer pour forger leur réputation, si on écarte l'indépendance qui est un fait acquis (même si il reste beaucoup de travail pour qu'elle devienne réelle) :

D'abord, établir une politique monétaire dont les objectifs sont fixés par des lignes de conduites. Entre la période correspondant à l'annonce de l'objectif et sa réalisation tout doit être fait pour rigoureusement l'atteindre afin de montrer au public la qualité du contrôle monétaire. En revanche, la règle de conduite édictée peut être remise en cause à chaque nouvelle période, tout dépendra du contexte économique d'où l'intérêt des règles contingentes.

Le second pilier sur lequel peut être bâtie la crédibilité des banques centrales des pays d'Afrique du Nord repose sur la nécessité d'afficher des objectifs directs d'inflation à moyen terme (par exemple : la stratégie du ciblage d'inflation), afin de renforcer la lisibilité de la démarche choisie. En effet, il ne fait aucun doute que si une banque centrale souhaite satisfaire aux exigences de transparence et de responsabilité, elle doit annoncer les objectifs qu'elle doit réaliser et justifier les décisions de politique monétaire de manière claire et transparente, et être apte à les défendre vis-à-vis du public.

Le troisième axe qui complète le deuxième repose sur l'institution d'un programme de communication dans le cadre duquel les dirigeants et les représentants de la banque exposent au public d'une manière effective les objectifs de la politique monétaire et surtout les moyens de les atteindre pour éviter le problème de « l'incohérence temporelle ».

LISTE DES GRAPHIQUES ET TABLEAUX

Graphique n°1 : La courbe de Phillips de long terme.....	43
Graphique n°2 : Indépendance de la banque centrale et déficit primaire moyen (1978-1992).....	116
Graphique n°3 : Relation entre inflation et indépendance de la Banque centrale.....	126
Graphique n°4 : Indice d'indépendance et croissance moyenne dans les années quatre-vingt pour les pays industrialisés.....	128
Graphique n°5 : Relation entre chômage et indépendance de la Banque centrale.....	129
Graphique n°6 : Indice d'indépendance et variabilité des PIB dans les années quatre-vingt pour les pays industrialisés.....	130
Graphique n° 7 : La relance économique par la politique budgétaire.....	180
Graphique n°8 : La relance économique par la politique monétaire et la politique budgétaire.....	181
Graphique n°9: Indépendance politique et indépendance économique des banques centrales d'Algérie, du Maroc et de Tunisie.....	223
Graphique n°10 : L'évolution du taux d'inflation en Algérie.....	225
Graphique n°11: L'évolution du taux d'inflation en Tunisie.....	226
Graphique n°12 : L'évolution du taux d'inflation au Maroc.....	226
Graphique n°13: La relation indépendance-inflation.....	228
Graphique n°14: La relation inflation-indépendance réelle.....	233
Graphique n°15 La relation indépendance-croissance.....	235
Tableau n°1 : Les critères d'indépendance de certaines banques centrales.....	111
Tableau n°2: Comparaison des critères d'indépendance légale selon Grilli, Masciandro, Tabellini et Cukierman, Webb, Neyapti.....	122
Tableau n°3 : Nomination et mandat des gouverneurs.....	213
Tableau n°4 : Nomination et mandat des membres du conseil d'administration de la banque centrale.....	213
Tableau n°5 : Relation Gouvernements-Banques centrales.....	215
Tableau n°6 : Indépendance politique.....	216
Tableau n°7 : Indépendance économique des banques centrales.....	222

Tableau n°8 : Indice d'indépendance légale des trois banques centrales.....	223
Tableau n°9 : L'évolution du taux d'inflation en Algérie.....	225
Tableau n°10: L'évolution du taux d'inflation au Maroc.....	225
Tableau n°11:L'évolution du taux d'inflation en Tunisie.....	226
Tableau n°12: Taux d'inflation moyen et indépendance légale.....	227
Tableau n°13: Taux de rotation des gouverneurs des trois banques centrales.....	232
Tableau n°14: Indépendance mesurée par le taux de rotation des gouverneur- taux moyen d'inflation.....	232
Tableau n°15: La relation indépendance-croissance économique.....	235

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages :

- 📖 Aglietta. M, (2000), « Macroéconomie financière », Seconde Edition, La Découverte, Collection Repères.
- 📖 Aristomene Varoudakis (1999), « La politique macroéconomique », Dunod, 1999.
- 📖 Besson. J-L, (1993), « Monnaie et finance », l'économie en plus, 1993.
- 📖 De Servigny et I.Zelenko, « Economie financière », DUNOD, Paris, 1999.
- 📖 Descamps et X. Bradley, « Monnaie Banque Financement », Dalloz, 2005.
- 📖 Gregory Mankiw, « Principes de l'économie », Economica, 1999.
- 📖 Irving Fisher, « The purchasing power of money », 1911.
- 📖 Joseph Stiglitz, « Principes d'économie moderne », De Boeck Université, Bruxelles, 2004.
- 📖 J.M Keynes (1936), « La théorie générale de l'emploi, de la monnaie et de l'intérêt », Mcmillan, London.
- 📖 Naas. A, (2003), « Le système bancaire algérien, de la décolonisation à l'économie de marché », Maisonneuve et Larose, Paris.

Articles:

- 📖 Alain Greespan, « Comment les banquiers centraux rendent-ils compte de leur politique monétaire ? », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.
- 📖 Alesina, A. et Gatti, R. (1995), How independent should the central bank be? Independent central banks: low inflation at no cost?, American Economic Review, Papers and Proceedings, vol. 85, mai, pp. 196-200.
- 📖 Almeida, A. et C. Goodhart (1998). « Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour ? », Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review, Vol. 51, supplement, P19-107.
- 📖 André Icard, « La prise en compte du prix des actifs dans la politique monétaire », directeur général adjoint de la Banque des Règlements internationaux, voir le site Internet de la BRI (www.bis.org) 29/09/2005.
- 📖 Amano. R, Coletti. D, et Macklem.T (1999), « Monetary Rules When Economic Behaviour Changes », Document de travail, n°99-8, Banque du Canada.
- 📖 Anna Schwartz (1995), « Why financial stability depends on price stability ? », Economics Affairs (21-25).
- 📖 ARTHUR S. V. (2004), « Experience with Constructing Composite Asset Price Indices », BIS Working Papers, n°21.

- 📖 Aurel-Level, « Courbe des taux : une histoire de crédibilité de banque centrale », Point de conjoncture, 7 juin 2001.
- 📖 Backus, D. et Driffill, J. (1985), Inflation and reputation, *Revue of Economic Studies*, vol. 75, n. 3, juin, pp. 530-538.
- 📖 Bade R., Parkin M. (1982), *Central Bank Laws and Monetary Policy*.
- 📖 BAGELLA et L. BECCHITTI (1998), 'Inflation, central bank independence, labour and financial governance : Some evidence from OECD countries', in *Institutions and Economic Organization in the advanced Economies*.
- 📖 Ball. L., « What determines the sacrifice ratio ? », Mankiw N.G. (eds), *Monetary policy*, university of chicago press.
- 📖 Banaian, K. et al. (1983), Central bank independence: an analysis, *Economic Impact*, 44, pp. 52-57.
- 📖 Barro R.J et Gordon D.B, 1983a : « A positive theory of monetary policy in a natural-rate model », *Journal of Political Economy*, août
- 📖 Barro R.J et Gordon D.B, 1983b : « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Political Economy*, Juillet.
- 📖 Bénassy et J.Pisani-Ferry, « Indépendance de la banque centrale et politique budgétaire », Document de travail, Centre d'études prospectives et d'informations internationales n°94-02 - juin 1994.
- 📖 Bernanke (B. S.) et Mishkin (F. S.) (1997) : « Inflation targeting: A new framework for monetary policy? », *Journal of Economic Perspectives*, volume 11, p. 97-116.
- 📖 Blackburn, K. et Christensen, M. (1989), Monetary policy and policy credibility: theories and evidence, *Journal of Economic Literature*, vol. 27, mars, pp. 1-45.
- 📖 Blinder, A.S (2000), « Central bank credibility : Why do we care ? How do we build it ? », *American Economic Review*, Décembre.
- 📖 Canzonieri, M. B. (1985), Monetary policy games and the role of private information, *American Economic Review*, vol. 75, n. 5, décembre, pp. 1056-1070.
- 📖 Castelnuovo. E, Nicoletti. S, Rodriguez-Palenzuela. D, "Definition of price stability, range and point inflation targets : the anchoring of long-term inflation expectations", Mai 2003, BCE.
- 📖 Clarida. R, Gali. J, et Gertler. M, « The science of monetary policy : a new keynesian perspective », *Journal of economic literature*, Vol. 37, december 1999.
- 📖 Cukierman, A. et Meltzer, A. (1986a), A theory of ambiguity, credibility, and inflation under discretion and asymmetric information, *Econometrica*, vol. 54, n. 5, pp. 1099-1128.
- 📖 Cukierman, A. (1992), *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*, Cambridge, Mass, MIT Press.
- 📖 David Dodge, « Les prix et la politique monétaire », *Publications et Recherches*, Banque du Canada, 13/05/2005.

- 📖 DeBelle, G. (1996), The ends of three small inflations: Australia, New Zealand and Canada, Canadian Public Policy. Analyse de Politiques, vol. 22, n. 1, pp. 56-78.
- 📖 Denise Flouzat Osmont d'Aurilly, « Le concept de banque centrale », Bulletin de la Banque de France, n°70, Octobre 1999.
- 📖 Michel Dévoluy, « La BCE : être crédible pour ne pas faillir », l'euro dix mois après.
- 📖 Drumetz, F. et A. Verdelhan (1997) : « Règle de Taylor : Présentation, Applications et Limites ». Bulletin de la Banque de France, No 45.
- 📖 Wim Duisenberg, « Comment les banquiers centraux rendent-ils compte de leur politique monétaire ? », Banque de France, Colloque du bicentenaire.
- 📖 Edmund Phelps, (1968), « Money-wage dynamics and labour market equilibrium », journal of political Economy, volume 76, p.678-711.
- 📖 Edward George, « Stratégies et tactiques de la politique monétaire dans le cadre de marchés globalisés », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.
- 📖 Erbert et H. Hagemann, « Credibility : measurement and impact. Central bank experience and European perspective », in ARETISP, SAWYER M.C, Political economy of central bank, MC 1998
- 📖 Faust, J, et Svensson L.E.O (1998), « Transparency and Credibility : Monetary Policy with unobservable goals », Working Paper.
- 📖 Fisher .A.M « Crédibilité de la politique monétaire et incertitude concernant les prix : l'expérience néo-zélandaise en matière d'objectif d'inflation, revue de l'OFCE, n° 22.
- 📖 Fischer, S. (1990), Rules versus discretion in monetary policy, in Friedman et Hahn (éds.), vol.2.
- 📖 Stanley Fisher (1994), « Modern central banking », in caple Forrest, Goodhart Charles, Fisher Stanley, Schmadt Norbert, The future of central Banking, Cambridge University Press.
- 📖 Fischer, A. M. (1995), New Zealand's experience with inflation targets, in Leiderman et Svensson.
- 📖 Fonds Monétaire International, « Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaires et financières : Déclaration de principe », Septembre 1999.
- 📖 Fry, M., Julius, D., Mahadeva, L., Roger, S. and Sterne, G. (2000), Key issues in the choice of monetary policy framework, in L. Mahadeva and G. Sterne, eds, 'Monetary Policy Frameworks in a Global Context', Routledge, London, pp. 1-216.
- 📖 Garry J.Schinasi, (2004), « Les banques centrales doivent-elles veiller à la stabilité des marchés financiers ? », Bulletin du FMI, volume 33, n° 2, février 2004.
- 📖 Grégory Levieng, « Les banques centrales doivent-elles réagir aux mouvements des prix des actifs ? », thèse de doctorat, 1999.
- 📖 Goodfriend . M, « Interest rate policy and the inflation scare problem », Economic quaterlay, federal reserve bank of Richmond, Vol 79, winter, P. 1-24.
- 📖 Goldman Sachs, « The international economic analyst », volume 11, issue 6, juin 1996.
- 📖 Grilli, Masciandaro, Tabellini (1991), Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries, Economic Policy, 13, October.

- Ilmane, M.C. (2006b) : « Indépendance de la Banque Centrale et performance économique : Le cas de la Banque d'Algérie ». Actes du colloque international : Institutions et croissance économique, organisé par le CREAD et l'Université d'Oran les 11 et 12 mars 2006.
- Jean-Pierre Patat, « La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales », Bulletin de la Banque de France, n°84, Décembre 2000.
- Jensen, (1996), « Credibility of monetary delegation », présenté à l'EFA, Istanbul 1997.
- John Muth, « Rational expectations and the theory of price movements », *Econometrica*, 1961.
- Johnson. D, « La crédibilité de la politique monétaire : analyses des résultats d'enquêtes menées sur l'inflation attendue des divers pays », Colloque tenu à la banque du Canada en mai 1997, Ottawa, Banque du Canada.
- F.E Kydland et E.C Prescott, (1997), « Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, juin, pp. 473-492.
- La politique monétaire à l'heure du marché mondial des capitaux, Banque de France, 1998.
- Laskar, (1990), « The role of a fixed exchange rate system, When central bankers are independant », CEPREMAP.
- Lucas, R. (1972), Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, vol. 4, pp. 103-124.
- Lucas, R. « Econometric Policy Evaluation : a critic », (1976).
- Michel Albert, « Les banques centrales », communication présentée au colloque, quel avenir pour les entreprises publiques, organisé par l'Académie des sciences morales et politiques.
- Milton Friedman, (1968), « The role of monetary policy », *American Economic Review*, Volume 58, P.1-17.
- Mishkin, F.S (1998), « International experience with different monetary policy regimes » IIES seminar paper n° 648.
- Mishkin, F.S (1999) « Comment on G.D Rudebush and L.E.O Svensson 'Policy Rules for Inflation Targeting' ». In : *Monetary Policy Rules*, sous la direction de John B. Taylor, Chicago, University of Chicago Press, P. 247-253.
- Nicolas Parent, « Transparence et réaction des taux d'intérêts à la publication périodique des données macroéconomiques », *Revue de la Banque du Canada*, (Hiver 2000-2001).
- T.Padoa-Schioppa, « Les banques centrales, les systèmes de paiement et le marché unique », Banca d'Italia, *Economic Bulletin* (février 1991).
- J-P PATAT, « Quelques remarques sur la question de l'indépendance de la banque centrale », Dossier : L'indépendance des banques centrales, *Revue d'économie financière*, n°22, 1992.
- Patrick Perrier et Robert Amano (2000), « Crédibilité et Politique Monétaire », *Revue du Banque du Canada*, Printemps 2000.
- Persson, T. et Tabellini, G. (1993), *Designing institutions for monetary stability*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39.

- 📖 J-P Petit, « Contenu et critère de l'indépendance des banques centrales », *Revue d'Economie Financière*, n°22, Octobre 1992, PP 19-30.
- 📖 Phillips, A. W. (1958), «The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the UK », (1861-1957), *Economica*, novembre, pp. 283-299.
- 📖 J-P Pollin, « Théorie de la politique monétaire : Esquisse d'une refondation », 53 congrès annuel, 16 et 17 Septembre 2004, Association française de science économique.
- 📖 Poole, W. (1999), « Monetary policy rules », *Review of Federal Reserve Bank of Saint-Louis*, March/April.
- 📖 75e Rapport annuel BRI, «Chapitre VII : Système financier : analyse sectorielle », 27 juin 2005.
- 📖 Reid, F. Dion et I. Christensen, « Les obligations à rendement réel : la crédibilité de la politique monétaire et les prévisions de l'inflation à court terme », *Revue de la Banque du Canada*, Automne 2004.
- 📖 Rogoff, K. (1985), The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, *quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n. 4, novembre, pp. 1169-89.
- 📖 K. Rogoff, (1987), « Reputational constraint on monetary policy », *Carnegie-Rochester Conference, Series on Public Policy*.
- 📖 Romer, Christina D. and Romer, David H. "Federal Reserve Information and the Behavior of Interest Rates." *American Economic Review*, June 2000, 90(3), pp. 429-57.
- 📖 Rudebusch, G.D. et L.E.O. Svensson, (1998): «Policy Rules for Inflation Targeting», *Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, No 1999*.
- 📖 Santomero, A. et Seater, J. (1978), The inflation unemployment trade off: a critic of the literature, *Journal of Economic Literature*, vol. 16, pp. 499-544.
- 📖 Michel Sarel (1993), « Non linear effects of inflation on economic growth » *IMF Staff Papers*.
- 📖 Schaling, E. (1995), *Institutions and monetary policy. Credibility, flexibility and central bank independence*, Aldershot Hants UK, Edward Elgar.
- 📖 Sirikka Hamalainen, « Stratégies et tactiques de la politique monétaire dans le cadre de marchés globalisés », *Banque de France, Colloque du Bicentenaire*.
- 📖 Svensson, L. E. O. (1997), Optimal inflation targets, "conservative" central bank, and linear inflation contracts, *American Economic Review*, vol. 87 n. 1, mars, pp. 98-114.
- 📖 Tarkka, Juha and Mayes, David G. "The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts." *Discussion Paper 22/99, Bank of Finland, 1999*.
- 📖 Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214,
- 📖 Taylor, J. B. (1995), "The monetary transmission mechanism: an empirical framework", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, pp. 11-26.
- 📖 J-C Trichet, « La crédibilité, concept théorique majeur de la politique monétaire », *le Monde*, 04 Juillet 2004.

📖 Vickers J. (1986), Signallint in a model of monetary policy with incomplete information, OxfordEconomic Paper, vol. 38, pp. 443-455.

📖 Walsh, C. E. (1995b), Optimal contracts for independent central bankers, American Economic Review, vol. 85, n. 1, mars, pp. 150-167.

📖 Winkler. B, « Which kind of transparency ? on the need for clarity in monetary policy making », Document de travail n°26, BCE, Aout 2000.

📖 Wyplosz. C, « la banque centrale en quête de crédibilité », extrait de la BCE, rapport n°38, CAE, la documentation française, Paris, 2002.

Sites Internet utilisés :

Site de la banque de France : www.banque-france.fr

Site de la banque centrale Européenne : www.ecb.fr

Site de la banque centrale Tunisienne : www.bct.gov.tn

Site de la banque centrale Marocaine : www.bkam.ma

Site de la banque d'Algérie : www.bank-of-algeria.dz

Site de la banque centrale du Canada : www.bankofcanada.ca/fr

Site de l'office national des statistiques : www.ons.dz

Site du ministère des finances algérien : <http://finances-alg.ifrance.com>

Site de publications économiques <http://ideas.repec.org>

Moteur de recherche : www.google.fr

LISTE DES GRAPHIQUES ET TABLEAUX

Graphique n°1 : La courbe de Phillips de long terme.....	43
Graphique n°2 : Indépendance de la banque centrale et déficit primaire moyen (1978-1992).....	116
Graphique n°3 : Relation entre inflation et indépendance de la Banque centrale.....	126
Graphique n°4 : Indices d'indépendance et croissance moyenne dans les années quatre-vingt pour les pays industrialisés.....	128
Graphique n°5 : Relation entre chômage et indépendance de la Banque centrale.....	129
Graphique n°6 : Indice d'indépendance et variabilité des PIB dans les années quatre-vingt pour les pays industrialisés.....	130
Graphique n° 7 : La relance économique par la politique budgétaire.....	180
Graphique n°8 : La relance économique par la politique monétaire et la politique budgétaire.....	181
Graphique n° 9 : Arbitrage entre la variabilité de la production et celle de l'inflation.....	194
Graphique n°10: Indépendance politique et indépendance économique des banques centrales d'Algérie, du Maroc et de la Tunisie.....	223
Graphique n°11 : L'évolution du taux d'inflation en Algérie.....	225
Graphique n°13: L'évolution du taux d'inflation en Tunisie.....	226
Graphique n°12 : L'évolution du taux d'inflation au Maroc.....	226
Graphique n°14: La relation independence-inflation.....	228
Graphique n°15: La relation inflation-indépendance réelle.....	233
Graphique n°16 La relation indépendance-croissance.....	235
Tableau n°1 : Les critères d'indépendance de certaines banques centrales.....	111
Tableau n°2: Comparaison des critères d'indépendance légale selon Grilli, Masciandro, Tabellini et Cuikerman, Webb, Neyapti.....	122
Tableau n°3 : Nomination et mandat des gouverneurs.....	213
Tableau n°4 : Nomination et mandat des membres du conseil d'administration de la banque centrale.....	213
Tableau n°5 : Relation Gouvernements-Banques centrales.....	215
Tableau n°6 : Indépendance politique.....	216
Tableau n°7 : Indépendance économique des banques centrales.....	222

Tableau n°8 : Indice d'indépendance légale des trois banques centrales.....	223
Tableau n°9 : L'évolution du taux d'inflation en Algérie.....	225
Tableau n°10: L'évolution du taux d'inflation au Maroc.....	225
Tableau n°11:L'évolution du taux d'inflation en Tunisie.....	226
Tableau n°12: Taux d'inflation moyen et indépendance légale.....	227
Tableau n°13: Taux de rotation des gouverneurs des trois banques centrales.....	232
Tableau n°14: Indépendance mesurée par le taux de rotation des gouverneur- taux moyen d'inflation.....	232
Tableau n°15: La relation indépendance-croissance économique.....	235

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages :

- 📖 Aglietta. M, (2000), « Macroéconomie financière », Seconde Edition, La Découverte, Collection Repères.
- 📖 Aristomene Varoudakis (1999), « La politique macroéconomique », Dunod, 1999.
- 📖 Besson. J-L, (1993), « Monnaie et finance », l'économie en plus, 1993.
- 📖 De Servigny et I.Zelenko, « Economie financière », DUNOD, Paris, 1999.
- 📖 Descamps et X. Bradley, « Monnaie Banque Financement », Dalloz, 2005.
- 📖 Gregory Mankiw, « Principes de l'économie », Economica, 1999.
- 📖 Irving Fisher, « The purchasing power of money », 1911.
- 📖 Joseph Stiglitz, « Principes d'économie moderne », De Boeck Université, Bruxelles, 2004.
- 📖 J.M Keynes (1936), "The general theory of employment, interest and money", Mcmillan, London.

Articles:

- 📖 Alain Greespan, « Comment les banquiers centraux rendent-ils compte de leur politique monétaire ? », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.
- 📖 Alesina, A. et Gatti, R. (1995), How independent should the central bank be? Independent central banks: low inflation at no cost?, American Economic Review, Papers and Proceedings, vol. 85, mai, pp. 196-200.
- 📖 Almeida, A. et C. Goodhart (1998). « Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour ? », Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review, Vol. 51, supplement, P19-107.
- 📖 André Icard, « La prise en compte du prix des actifs dans la politique monétaire », directeur général adjoint de la Banque des Règlements internationaux, voir le site Internet de la BRI (www.bis.org) 29/09/2005.
- 📖 Amano. R, Coletti. D, et Macklem.T (1999), « Monetary Rules When Economic Behaviour Changes », Document de travail, n°99-8, Banque du Canada.
- 📖 Anna Schwartz (1995), « Why financial stability depends on price stability ? », Economics Affairs (21-25).
- 📖 ARTHUR S. V. (2004), "Experience with Constructing Composite Asset Price Indices", BIS Working Papers, n°21.
- 📖 Aurel-Level, « Courbe des taux : une histoire de crédibilité de banque centrale », Point de conjoncture, 7 juin 2001.
- 📖 Backus, D. et Driffill, J. (1985), Inflation and reputation, Revue of Economic Studies, vol. 75, n. 3, juin, pp. 530-538.

- 📖 Bade R., Parkin M. (1982), Central Bank Laws and Monetary Policy.
- 📖 BAGELLA et L. BECCHITTI (1998), 'Inflation, central bank independence, labour and financial governance : Some evidence from OECD countries', in Institutions and Economic Organization in the advanced Economies.
- 📖 Ball. L., « What determines the sacrifice ratio ? », Mankiw N.G. (eds), Monetary policy, university of chicago press.
- 📖 Banaian, K. et al. (1983), Central bank independence: an analysis, Economic Impact, 44, pp. 52-57.
- 📖 Barro R.J et Gordon D.B, 1983a : « A positive theory of monetary policy in a natural-rate model », Journal of Political Economy, août
- 📖 Barro R.J et Gordon D.B, 1983b : « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », Journal of Political Economy, Juillet.
- 📖 Bénassy et J.Pisani-Ferry, « Indépendance de la banque centrale et politique budgétaire », Document de travail, Centre d'études prospectives et d'informations internationales n°94-02 - juin 1994.
- 📖 Bernanke (B. S.) et Mishkin (F. S.) (1997) : « Inflation targeting: A new framework for monetary policy? », Journal of Economic Perspectives, volume 11, p. 97-116.
- 📖 Blackburn, K. et Christensen, M. (1989), Monetary policy and policy credibility: theories and evidence, Journal of Economic Literature, vol. 27, mars, pp. 1-45.
- 📖 Blinder, A.S (2000), « Central bank credibility : Why do we care ? How do we build it ? », American Economic Review, Decembre.
- 📖 Canzonieri, M. B. (1985), Monetary policy games and the role of private information, American Economic Review, vol. 75, n. 5, décembre, pp. 1056-1070.
- 📖 Castelnovo. E, Nicoletti. S, Rodriguez-Palenzuela. D, "Definition of price stability, range and point inflation targets : the anchoring of long-term inflation expectations", Mai 2003, BCE.
- 📖 Clarida. R, Gali. J, et Gertler. M, « The science of monetary policy : a new keynesian perspective », Journal of economic literature, Vol. 37, december 1999.
- 📖 Cukierman, A. et Meltzer, A. (1986a), A theory of ambiguity, credibility, and inflation under discretion and asymmetric information, Econometrica, vol. 54, n. 5, pp. 1099-1128.
- 📖 Cukierman, A. (1992), Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence, Cambridge, Mass, MIT Press.
- 📖 David Dodge, « Les prix et la politique monétaire », Publications et Recherches, Banque du Canada, 13/05/2005.
- 📖 Debelle, G. (1996), The ends of three small inflations: Australia, New Zealand and Canada, Canadian Public Policy. Analyse de Politiques, vol. 22, n. 1, pp. 56-78.
- 📖 Denise Flouzat Osmond d'Aurilly, « Le concept de banque centrale », Bulletin de la Banque de France, n°70, Octobre 1999.

- 📖 Michel Dévoluy, « La BCE : être crédible pour ne pas faillir », l'euro dix mois après.
- 📖 Drumetz, F. et A. Verdelhan (1997) : « Règle de Taylor : Présentation, Applications et Limites ». Bulletin de la Banque de France, No 45.
- 📖 Wim Duisenberg , « Comment les banquiers centraux rendent-ils compte de leur politique monétaire ? », Banque de France, Colloque du bicentenaire.
- 📖 Edmund Phelps, (1968), « Money-wage dynamics and labour market equilibrium », journal of political Economy, volume 76, p.678-711.
- 📖 Edward George, « Stratégies et tactiques de la politique monétaire dans le cadre de marchés globalisés », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.
- 📖 Erbert et H. Hagemann, « Credibility : measurement and impact. Central bank experience and European perspective », in ARETISP, SAWYER M.C, Political economy of central bank, MC 1998
- 📖 Faust. J, et Svensson L.E.O (1998), « Transparency and Credibility : Monetary Policy with unobservable goals », Working Paper.
- 📖 Fisher .A.M « Crédibilité de la politique monétaire et incertitude concernant les prix : l'expérience néo-zélandaise en matière d'objectif d'inflation, revue de l'OFCE, n° 22.
- 📖 Fischer, S. (1990), Rules versus discretion in monetary policy, in Friedman et Hahn (éds.), vol.2.
- 📖 Stanley Fisher (1994), « Modern central banking », in caple Forrest, Goodhart Charles, Fisher Stanley, Schmidt Norbert, The future of central Banking, Cambridge University Press.
- 📖 Fischer, A. M. (1995), New Zealand's experience with inflation targets, in Leiderman et Svensson.
- 📖 Fonds Monétaire International, « Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaires et financières : Déclaration de principe », Septembre 1999.
- 📖 Fry, M., Julius, D., Mahadeva, L., Roger, S. and Sterne, G. (2000), Key issues in the choice of monetary policy framework, in L. Mahadeva and G. Sterne, eds, 'Monetary Policy Frameworks in a Global Context', Routledge, London, pp. 1–216.
- 📖 Garry J.Schinasi, (2004), « Les banques centrales doivent-elles veiller à la stabilité des marchés financiers ? », Bulletin du FMI, volume 33, n° 2, février 2004.
- 📖 Grégory Levienge, « Les banques centrales doivent-elles réagir aux mouvements des prix des actifs ? », thèse de doctorat, 1999.
- 📖 Goodfriend . M, « Interest rate policy and the inflation scare problem », Economic quarterly, federal reserve bank of Richmond, Vol 79, winter, P. 1-24.
- 📖 Goldman Sachs, « The international economic analyst », volume 11, issue 6, juin 1996.
- 📖 Grilli, Masciandaro, Tabellini (1991), Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries, Economic Policy, 13, October.
- 📖 Jean-Pierre Patat, « La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales », Bulletin de la Banque de France, n°84, Décembre 2000.
- 📖 Jensen, (1996), « Credibility of monetary delegation », présenté à l'EFA, Istanbul 1997.
- 📖 John Muth, « Rational expectations and the theory of price movements », Econometrica, 1961.

- 📖 Johnson, D, « La crédibilité de la politique monétaire : analyses des résultats d'enquêtes menées sur l'inflation attendue des divers pays », Colloque tenu à la banque du Canada en mai 1997, Ottawa, Banque du Canada.
- 📖 F.E Kydland et E.C Prescott, (1997), « Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, juin, pp. 473-492.
- 📖 La politique monétaire à l'heure du marché mondial des capitaux, Banque de France, 1998.
- 📖 Laskar, (1990), « The role of a fixed exchange rate system, When central bankers are independant », CEPREMAP.
- 📖 Lucas, R. (1972), Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, vol. 4, pp. 103-124.
- 📖 Lucas, R. « Econometric Policy Evaluation : a critic », (1976).
- 📖 Michel Albert, « Les banques centrales », communication présentée au colloque, quel avenir pour les entreprises publiques, organisé par l'Académie des sciences morales et politiques.
- 📖 Milton Friedman, (1968), « The role of monetary policy », *American Economic Review*, Volume 58, P.1-17.
- 📖 Mishkin, F.S (1998), « International experience with different monetary policy regimes » IIES seminar paper n° 648.
- 📖 Mishkin, F.S (1999) « Comment on G.D Rudebush and L.E.O Svensson 'Policy Rules for Inflation Targeting' ». In : *Monetary Policy Rules*, sous la direction de John B. Taylor, Chicago, University of Chicago Press, P. 247-253.
- 📖 Nicolas Parent, « Transparence et réaction des taux d'intérêts à la publication périodique des données macroéconomiques », *Revue de la Banque du Canada*, (Hiver 2000-2001).
- 📖 T.Padoa-Schioppa, « Les banques centrales, les systèmes de paiement et le marché unique », *Banca d'Italia, Economic Bulletin* (février 1991).
- 📖 J-P PATAT, « Quelques remarques sur la question de l'indépendance de la banque centrale », Dossier : L'indépendance des banques centrales, *Revue d'économie financière*, n°22, 1992.
- 📖 Patrick Perrier et Robert Amano (2000), « Crédibilité et Politique Monétaire », *Revue du Banque du Canada*, Printemps 2000.
- 📖 Persson, T. et Tabellini, G. (1993), *Designing institutions for monetary stability*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39.
- 📖 J-P Petit, « Contenu et critère de l'indépendance des banques centrales », *Revue d'Economie Financière*, n°22, Octobre 1992, PP 19-30.
- 📖 Phillips, A. W. (1958), «The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the UK », (1861-1957), *Economica*, novembre, pp. 283-299.
- 📖 J-P Pollin, « Théorie de la politique monétaire : Esquisse d'une refondation », 53 congrès annuel, 16 et 17 Septembre 2004, Association française de science économique.

- 📖 Poole, W. (1999), « Monetary policy rules », Review of Federal Reserve Bank of Saint-Louis, March/April.
- 📖 75e Rapport annuel BRI, «Chapitre VII : Système financier : analyse sectorielle », 27 juin 2005.
- 📖 Reid, F. Dion et I. Christensen, « Les obligations à rendement réel : la crédibilité de la politique monétaire et les prévisions de l'inflation à court terme », Revue de la Banque du Canada, Automne 2004.
- 📖 Rogoff, K. (1985), The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, quarterly Journal of Economics, vol. 100, n. 4, novembre, pp. 1169-89.
- 📖 K. Rogoff, (1987), « Reputational constraint on monetary policy », Carnegie-Rochester Conference, Series on Public Policy.
- 📖 Romer, Christina D. and Romer, David H. "Federal Reserve Information and the Behavior of Interest Rates." American Economic Review, June 2000, 90(3), pp. 429-57.
- 📖 Rudebusch, G.D. et L.E.O. Svensson, (1998): «Policy Rules for Inflation Targeting», Center for Economic Policy Research, Discussion Paper, No 1999.
- 📖 Santomero, A. et Seater, J. (1978), The inflation unemployment trade off: a critic of the literature, Journal of Economic Literature, vol. 16, pp. 499-544.
- 📖 Michel Sarel (1993), « Non linear effects of inflation on economic growth » IMF Staff Papers.
- 📖 Schaling, E. (1995), Institutions and monetary policy. Credibility, flexibility and central bank independence, Aldershot Hants UK, Edward Elgar.
- 📖 Sirkka Hamalainen, « Stratégies et tactiques de la politique monétaire dans le cadre de marchés globalisés », Banque de France, Colloque du Bicentenaire.
- 📖 Svensson, L. E. O. (1997), Optimal inflation targets, "conservative" central bank, and linear inflation contracts, American Economic Review, vol. 87 n. 1, mars, pp. 98-114.
- 📖 Tarkka, Juha and Mayes, David G. "The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts." Discussion Paper 22/99, Bank of Finland, 1999.
- 📖 Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, pp. 195-214,
- 📖 Taylor, J. B. (1995), "The monetary transmission mechanism: an empirical framework", Journal of Economic Perspectives, vol. 9, n. 4, pp. 11-26.
- 📖 J-C Trichet, « La crédibilité, concept théorique majeur de la politique monétaire », le Monde, 04 Juillet 2004.
- 📖 Vickers J. (1986), Signalling in a model of monetary policy with incomplete information, Oxford Economic Paper, vol. 38, pp. 443-455.
- 📖 Walsh, C. E. (1995b), Optimal contracts for independent central bankers, American Economic Review, vol. 85, n. 1, mars, pp. 150-167.
- 📖 Winkler. B, « Which kind of transparency ? on the need for clarity in monetary policy making », Document de travail n°26, BCE, Aout 2000.

📖 Wyplosz. C, « la banque centrale en quête de crédibilité », extrait de la BCE, rapport n°38, CAE, la documentation française, Paris, 2002.

Sites Internet utilisés :

Site de la banque de France : www.banque-france.fr

Site de la banque centrale Européenne : www.ecb.fr

Site de la banque centrale Tunisienne : www.bct.gov.tn

Site de la banque centrale Marocaine : www.bkam.ma

Site de la banque d'Algérie : www.bank-of-algeria.dz

Site de la banque centrale du Canada : www.bankofcanada.ca/fr

Site de l'office nationale des statistiques : www.ons.dz

Site du ministère des finances algérien : <http://finances-alg.ifrance.com>

Site de publications économiques <http://ideas.repec.org>

Moteur de recherche : www.google.fr

TABLE DES MATIERES :

Introduction générale :1

Chapitre I: Les fondements théoriques de la crédibilité de la banque centrale.

Introduction :6

Section 1: Banque centrale, métiers, évolutions et contraintes.

Introduction :9

Une présentation générale des banques centrales :10

1- Les missions d'une banque centrale :10

2- Les objectifs de la banque centrale :11

 2-1 L'objectif de stabilité des prix :11

 2-2 L'objectif de la stabilité financière :13

 2-3 L'objectif de stabilisation conjoncturelle :14

 2-4 L'objectif de taux de change ?17

 2-5 Le contrôle des prix d'actifs :17

3- Les instruments de la politique monétaire :20

4- Le choix d'une stratégie :22

 4-1 L'établissement des cibles de taux de change :22

 4-2 L'établissement de cibles en matière d'expansion monétaire :23

 4-3 La stratégie de ciblage d'inflation :24

Conclusion :26

Section 02 : La problématique de la crédibilité des banques centrales.

Introduction28

1- Définition de la notion de crédibilité :29

2- Pourquoi la crédibilité est-elle importante ?33

3- Les fondements de la théorie de la crédibilité :36

 3-1 La relation monnaie-inflation :36

 3-2 La relation inflation-chômage :39

 3-3 Le rôle important des anticipations dans la théorie de la crédibilité :44

4- Le modèle de base : Kydland et Prescott :50

 4-1 Les hypothèses du modèle de Kydland et Prescott :52

 4-2 Démonstration de la supériorité de la règle par rapport à la discrétion :53

4-3 La critique de la solution proposée par Kydland et Prescott :.....	62
5- La prise en compte du phénomène de réputation ‘Barro & Gordon’	64
5-1 La solution au biais inflationniste : jeu répété à horizon temporel fini ou infini :.....	66
5-2 Le modèle de Barro et Gordon à jeu répété :.....	67
5-3 Analyse de la solution proposée par Barro et Gordon :.....	70
5-4 La solution proposée par Backus et Driffil ‘le modèle à information imparfaite’ :...	72
6- Le modèle de Rogoff et l’idée du gouverneur conservateur :.....	75
7- Le gouverneur soumis à un contrat (Walsh) :.....	79
8- Svensson et le ciblage d’inflation :.....	84
9- La mesure de la crédibilité :.....	86
Conclusion :.....	91
Conclusion générale :.....	95

Chapitre I : Comment promouvoir la crédibilité de la banque centrale ?

Introduction :.....	97
---------------------	----

Section 01 : L’indépendance des banques centrales.

Introduction :.....	100
1- La théorie économique de la banque centrale indépendante :.....	102
1-1 Relation entre indépendance et conservatisme :.....	105
1-2 Relation entre indépendance et contrat :.....	105
1-3 Relation entre indépendance et réputation :.....	107
2- Définition de l’indépendance de la banque centrale :.....	108
2-1 L’indépendance légale et l’indépendance réelle :.....	109
2-2 L’indépendance des objectifs et l’indépendance d’instrument :.....	110
3- Les éléments influençant le degré d’indépendance de la banque centrale :.....	112
4- Les avantages et les inconvénients de l’indépendance de la banque centrale :.....	113
4-1 Indépendance et crédibilité :.....	113
4-2 Indépendance de la banque centrale et discipline budgétaire :.....	115
4-3 Indépendance et stabilisation de la conjoncture :.....	117
5- L’indépendance et les performances économiques :.....	118
5-1 Les indices d’indépendance de Cuikerman, Webb et Neyapti :.....	120
5-2 Relation Indépendance et variables économiques :.....	125
6- Indépendance versus Responsabilité :.....	131
6-1 Définition de la notion de responsabilité de la banque centrale :.....	132
6-2 La banque centrale responsable de la stabilité des prix ?	132
6-3 Comment la banque centrale peut-elle être responsable ?	133

6-4 La banque centrale est responsable devant le public :.....	135
Conclusion :.....	137

Section 02 : La transparence de la politique monétaire.

Introduction :	139
1-Définition de la transparence :.....	140
1-1-La transparence relative aux instruments :.....	142
1-2 La transparence relative aux objectifs :.....	143
1-3 La transparence relative à la mise en œuvre de la politique monétaire :.....	144
2-La tendance à l'évolution vers la transparence :.....	145
3-La stratégie de la transparence :.....	148
4-L'importance de la transparence :.....	151
4-1- Ancrer les anticipations du marché :.....	151
4-2- Faciliter la réalisation de l'objectif avec moindre perturbation :.....	152
4-3- Augmenter la responsabilité de la banque centrale :.....	152
5-Transparence et variables macroéconomiques :.....	153
6- Les différents défis à relever par la banque centrale en terme de transparence :.....	157
6-1 L'horizon temporel à moyen terme :.....	157
6-2 Assurer une communication efficace :.....	158
6-3 Une communication adressée à des agents économiques hétérogènes :.....	158
Conclusion :.....	160

Section 03 : Une règle monétaire adéquate.

Introduction :	162
1- Principe et nature des règles monétaires :.....	164
1-1 La controverse entre: Currency School et Banking School	165
1-2 L'opposition entre les keynésiens et les monétaristes :.....	167
2- Les politiques économiques basées sur des règles strictes :.....	176
2.1- Les arguments en faveur de la règle stricte :.....	172
2.2- Les critiques des règles automatiques de politique monétaire :.....	177
3- La politique discrétionnaire :.....	178
3.1- Les arguments en faveur des politiques discrétionnaires :.....	179
3.2- Les critiques des politiques discrétionnaires :.....	182
4- Comment évaluer une règle monétaire ? :.....	183
5- Les règles contingentes :.....	186

6- La règle de Taylor :.....	189
6-1 La présentation de la règle de Taylor :.....	189
6-2 Les avantages de la règle de Taylor :.....	192
6-3 Les critiques adressées à la règle de Taylor :.....	193
Conclusion :.....	196
Conclusion générale	199

Chapitre III : Etude de la crédibilité des banques centrales : d’Algérie, du Maroc, et de Tunisie.

Introduction	202
L’analyse empirique « Indépendance – performances économiques » :	204
1-L’indice d’indépendance légale :	204
1-1-L’indépendance politique :	205
1-1-1 La nomination des dirigeants des banques centrales :.....	206
1-1-2 La périodicité du mandat :.....	209
1-1-3 L’objectif à réaliser par la banque centrale :.....	212
1-2- L’indépendance économique :.....	217
1-2-1 Le financement du déficit budgétaire :.....	217
1-2-2 La gestion de la dette publique :.....	220
1-2-3 La surveillance bancaire :.....	221
2- L’évolution du taux d’inflation, en Algérie, au Maroc et en Tunisie :.....	223
3- La relation indépendance légale-inflation :.....	226
3-1 La représentation graphique :	227
3-2 Le coefficient de corrélation :.....	229
4- L’indépendance réelle :	230
4-1 L’indice du taux de rotation des banquiers centraux :.....	231
5- La relation indépendance croissance :.....	234
6- Transparence et responsabilité :.....	236
6-1 La reddition des comptes :.....	237
6-2 Les objectifs annoncés :.....	238
Conclusion :.....	240
Conclusion générale	244
Liste des graphiques et des tableaux	248
Bibliographie	250