

Pourquoi la Banque centrale doit être indépendante

Niels Thygesen,

Professeur d'économie politique à l'Université de Copenhague

L'article de Creel et Sterdyniak publié dans ce numéro critique le principe d'indépendance de la Banque centrale. Les auteurs ayant développé une analyse économique cohérente, il convient de se demander pourquoi ils sont arrivés à une conclusion strictement opposée à celle qui a été adoptée tant par les autorités françaises — qui ont accordé une plus grande indépendance à la Banque de France — que par les auteurs du Traité de Maastricht qui ont vu dans l'indépendance très poussée de la future Banque centrale européenne un élément essentiel de la construction de l'Union économique et monétaire. Ma réponse est que les auteurs ont une vision beaucoup trop idéaliste de la politique budgétaire et de son utilisation à des fins de régulation conjoncturelle. En effet, on peut contester chacune des quatre conclusions sur lesquelles ils s'appuient pour remettre en cause le schéma théorique qui sous tend l'analyse du Traité de Maastricht (p. 21).

L'Europe ne souffre pas de déficits publics excessifs et ceux-ci n'expliquent pas le niveau élevé des taux d'intérêts

Cette conclusion me paraît difficilement acceptable. Les Européens n'ont pas mis à profit la croissance forte des années 1986-90 pour corriger les déficits budgétaires qui avaient augmenté pendant les années difficiles, entre 1973 et 1985. Lorsque la récession de 1991-1993 est arrivée, les déficits structurels étaient en moyenne de 5 %, ce qui laissait très peu de marges de manœuvre pour réorienter la politique budgétaire en faveur de l'emploi. Pourtant, la nécessité d'une telle réorientation devenait évidente. Aussi n'ont-ils pu réduire les déficits structurels pendant la période de récession ; celui-ci a même doublé en France entre 1991 et 1994, passant de 2 à 4 % du PIB et il est réellement inquiétant que l'on ait laissé le déficit budgétaire persister, alors que nous avançons maintenant dans la deuxième année de reprise. Cette situation a érodé la confiance des marchés en la capacité de la France à résoudre ses problèmes structurels de façon non-inflationniste, ce qui a maintenu les taux d'intérêt longs à un niveau historiquement élevé, malgré la sous-utilisation des capacités productives. On est alors entré dans un cercle vicieux, car les taux élevés aggravent maintenant les déficits structurels. L'expérience va clairement à l'encontre de l'argument selon lequel les déficits publics n'auraient qu'un rôle mineur dans la détermination des taux longs.

La politique monétaire n'a pas d'avantage comparatif dans la lutte contre l'inflation

Les auteurs fondent leur conclusion sur une critique des économistes qui pensent qu'une politique monétaire expansionniste peut avoir un effet spécifique sur le taux d'inflation par deux canaux : les anticipations des agents économiques, et le taux de change (en régime des taux de change flexible ou ajustable). Selon eux, le premier canal suppose un raisonnement circulaire des agents, ce qui contredit l'hypothèse d'anticipations rationnelles ; de plus ils ne voit pas pourquoi une politique budgétaire n'aurait pas un effet identique, voire même plus fort, car une baisse des taux d'intérêt réduit les charges des entreprises alors qu'un déficit élargi a tendance à les accroître.

Il y a, cependant, de bonnes raisons d'admettre qu'une politique monétaire expansionniste a des effets sur les anticipations inflationnistes, même hors les situations de plein-emploi. Comme le montre Lars Svensson (1994), ces anticipations peuvent être déduites de la courbe des rendements par terme des obligations, ce qui permet d'observer de tels effets. Une banque centrale doit suivre avec beaucoup d'attention ces indicateurs dans sa gestion des taux courts, surtout si la politique monétaire a été obligée d'abandonner le recours à des normes d'évolution des agrégats monétaires, en raison de l'instabilité de leur relation avec le PIB nominal. Ne nous laissons pas tromper par les apparences, comme nous y invitent les trois auteurs, lorsqu'ils supposent que l'abandon des normes d'évolution des agrégats monétaires signifie aussi l'abandon de la stabilité des prix en tant qu'objectif principal de la politique monétaire. Comme l'a déjà montré Milton Friedman en 1968, il serait illusoire de croire que, pour soutenir les investissements, la banque centrale puisse maîtriser pendant une période longue quelque variable réelle que ce soit, y compris le taux d'intérêt réel.

Il existe aussi de bonnes raisons pour croire qu'une baisse des taux d'intérêt courts peut avoir des effets plus que passagers sur le taux d'inflation par le canal de la dépréciation. L'expérience récente de plusieurs pays européens, en particulier de l'Italie et de la Suède, montre que, lorsqu'une monnaie quitte un régime de taux de change fixe, le taux de change devient le canal principal de transmission de l'inflation. Il semble aussi que le retour vers un taux de change réel plus proche de la parité de pouvoir d'achat s'effectue par une augmentation du niveau général des prix dans le pays qui a dévalué, plutôt que par une appréciation de la monnaie de ce pays. La conclusion me paraît être que la politique monétaire reste l'instrument principal pour maîtriser le taux d'inflation, même si elle ne peut assurer seule un tel résultat.

L'indépendance de la banque centrale est source potentielle de conflits et d'inefficacité

Par cette conclusion les auteurs font preuve à la fois de perfectionnisme et de naïveté. On peut certes démontrer qu'en principe, les politiques conjoncturelles peuvent conduire à un meilleur résultat si les deux autorités responsables coordonnent leurs efforts — et les auteurs en font une brillante illustration dans l'article. Mais cela présuppose que les autorités chargées des politiques non-monétaires — budgétaires et structurelles — aient la capacité et la volonté de gérer les instruments à leur disposition d'une façon optimale du point de vue de la stabilisation. Une telle hypothèse paraît optimiste — pour ne pas employer des termes moins diplomatiques. En effet, les instruments budgétaires sont difficiles à modifier dès que l'on veut aller au delà des stabilisateurs automatiques, et les politiques structurelles — les réformes fiscales et l'assouplissement du marché du travail — sont souvent bloquées par des intérêts particuliers. On peut dès lors se demander si les autorités politiques peuvent effectivement conduire une politique qui permette de minimiser la fonction de perte sociale. Sans prétendre qu'une banque centrale indépendante soit orientée vers un tel but lorsqu'elle prend comme objectif principal la stabilité des prix, on doit plutôt considérer qu'il s'agit entre les deux autorités d'un conflit constructif permettant de limiter les erreurs les plus graves et d'obtenir en moyenne des résultats supérieurs à ceux qui résulteraient de la domination par les autorités non-monétaires.

Rappelons deux exemples de grands pays qui ont vécu des périodes conflictuelles. Aux Etats-Unis l'administration Reagan a creusé — par erreur de jugement ou par mauvaise volonté — un déficit budgétaire très important pendant la première moitié des années quatre-vingt. La Fed, pour faire contrepoids, a maintenu jusqu'en 1982 une politique dure avec des taux d'intérêt jamais observés auparavant, après quoi elle a permis une certaine détente sans toutefois que sa politique ne devienne accommodante, comme le réclamaient les critiques de M. Volcker et de ses collègues au nom d'une meilleure coordination. Si la Fed avait cédé d'une façon plus nette, les résultats auraient été inférieurs avec une forte reprise de l'inflation. En Allemagne l'unification de 1990 a produit un conflit de même nature. Les transferts vis-à-vis de l'ex Allemagne de l'Est se sont révélés beaucoup plus importants que prévu et les déficits budgétaires augmentaient. Face à cette situation, la Bundesbank a opté pour une politique des taux d'intérêt très élevés pour minimiser l'écart avec son objectif d'inflation. En Allemagne, comme ailleurs en Europe, la Bundesbank fut soumise à des critiques sévères réclamant une meilleure coordination. Qui dirait que la situation et de l'Allemagne et de ses partenaires eût été meilleure aujourd'hui, si la Bundesbank avait cédé aux pressions ? Dans ce cas, les autorités budgétaires auraient certainement tardé à appliquer des mesures d'assainissement des finances publiques qu'elles ont introduites d'une manière qui fait actuellement l'envie des autres pays Européens, et l'inflation aurait été plus élevée.

Ces exemples montrent qu'un conflit entre les autorités monétaires et budgétaires peut se montrer constructif à long terme pour la performance

de l'économie en question. Ceux qui réclament une meilleure coordination font en pratique campagne pour que la banque centrale cède, comme c'est aussi le cas actuellement en France. Ils prétendent que, parce que les autorités politiques sont plus proches des préférences des électeurs, elles sont bien placées pour obliger la banque centrale à coordonner ses actions avec les leurs. Mais l'évolution de la théorie macroéconomique et l'expérience européenne suggèrent qu'une telle hiérarchie serait nuisible et montre l'utilité d'une banque centrale indépendante qui peut dire non de temps en temps aux hommes politiques et aux économistes qui critiquent le manque de coordination.

L'affectation optimale (des politiques économiques) serait d'utiliser la politique budgétaire pour la régulation conjoncturelle et la politique monétaire pour le soutien de l'investissement

Une telle affectation serait en effet souhaitable et réalisable si l'on avait comme point de départ une situation plus normale, où la marge de manœuvre pour une politique conjoncturelle de stimulation n'avait pas déjà été utilisée, comme c'est largement le cas en France. Dans le contexte actuel, le meilleur chemin vers un rééquilibrage du « policy-mix » semble passer plutôt par une réduction des déficits publics, ce qui permettra une baisse des taux d'intérêt favorable à l'investissement, que par une politique monétaire plus expansionniste.

Références bibliographiques

- FRIEDMAN M. (1968) : « The Role of Monetary Policy », *The American Economic Review*, n° 1, mars.
- SVENSSON L. (1994) : « Monetary Policy with Flexible Exchange Rate and Forwards Interest Rates as Indicators », *Cahiers économiques et monétaires* n° 43.