



LE CONCEPT DE BANQUE CENTRALE

DENISE FLOUZAT OSMONT D'AMILLY*

D'un point de vue sémantique, 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 d'un pays.

Les banques les plus anciennes, Banque d'Angleterre (1694), Banque de Suède (1666) ou plus récemment la Banque de France (1800), n'avaient pas été conçues comme des institutions centrales mais seulement comme des instituts d'émission des billets de banque et d'escompte de lettres de change et de billets à ordre, ces activités étant pour partie exercées au profit de l'Etat.

C'est ainsi, pour se limiter à l'exemple français, que les opérations de la Banque de France consistaient essentiellement à émettre des billets payables au porteur et à vue ainsi que des billets à ordre à un certain nombre de jours de vue, en contrepartie d'effets de commerce revêtus de trois signatures. Elle pouvait, en outre, recevoir des dépôts des particuliers et des établissements publics. La Banque s'engageait à rendre divers services au Trésor public : encaissement des obligations des receveurs généraux et paiements des pensions et rentes. Par la suite, des conventions intervinrent entre la Banque et le Trésor, ayant pour objet de mettre à sa disposition des avances afin de faire face à l'irrégularité des rentrées de ses recettes c'est-à-dire des rentrées fiscales. D'autres avances provisoires seront faites en cas de crise : en 1848, 1871, 1914, 1936, de 1940 à 1944 pour régler les frais d'occupation (426 milliards de francs) ainsi qu'après la guerre.

Initialement, les opérations d'escompte devaient être à l'origine des émissions de monnaie fiduciaire. La part des établissements bancaires dans les présentations à l'escompte fut, dans les premières décennies de l'existence de la Banque, très importante. Mais la clientèle particulière s'adressa de façon croissante à la Banque : la proportion des escomptes directs dans son portefeuille atteignait plus de 50 % en 1935. Depuis 1945, les attributions nouvelles de la Banque de France (politique du

* Membre du Conseil de la politique monétaire.



crédit puis politique monétaire, services aux banques...) l'ont amenée à réduire puis à éliminer ses opérations avec la clientèle privée. C'est ainsi que la part de l'escompte direct fut progressivement ramené de 50 % en 1935 à 10 % dix ans plus tard, pour n'être plus qu'à 0,5 % lorsqu'il fut supprimé en 1970. Enfin, la loi sur l'indépendance de la Banque de France du 4 août 1993 décida qu'à compter du 1^{er} janvier 1994, il ne serait plus procédé à l'ouverture de nouveaux comptes de dépôts pour des particuliers (hormis pour les agents de la Banque) ou pour des entreprises. Cette loi interdit aussi tout concours de la Banque de France à l'Etat et organisa le remboursement progressif de l'avance à l'Etat qui figurait à l'actif de la Banque le 1^{er} janvier 1994. Elle a confié la responsabilité de la politique monétaire à un Conseil de politique monétaire, responsabilité dont se trouvait par-là même déchargé le gouvernement.

C'est donc très progressivement que la Banque de France, initialement établissement commercial d'escompte susceptible d'intervenir en faveur du Trésor, a été transformée en une véritable « Banque centrale » responsable de la sécurité et de la pérennité de l'ensemble du système des paiements ainsi que de la politique monétaire.

Le statut, les fonctions et l'existence même de la banque centrale font appel à la théorie monétaire. Un large débat a toujours opposé les partisans du *free banking* à ceux du *central banking*. Pour les premiers, une banque centrale n'est pas nécessaire, la seule règle monétaire essentielle étant la définition d'une unité de compte. La centralisation est inutile, ne faisant que déresponsabiliser les opérateurs bancaires. Un système de *free banking* assure au contraire, du fait de la concurrence, une monnaie stable et de bonne qualité, les mauvaises banques étant éliminées du marché et les bonnes suscitant l'afflux de capitaux. En fait, bien au contraire, c'est le modèle de la centralisation qui s'est imposé au terme d'un long processus historique. Il a permis de dégager les fonctions d'une banque centrale, de lui donner de plus en plus fréquemment un statut d'indépendance à l'égard des pouvoirs publics, voire de la « dénationaliser » et même de la « régionaliser » comme il est prévu dans le cadre de l'Union monétaire européenne. Il s'ensuit une mutation profonde dans le concept même de banque centrale et ceci d'autant plus que son environnement est modifié par la globalisation des marchés.

Au cours de cette longue quête du statut de Banque centrale, nos banques nationales ont assumé des fonctions de plus en plus lourdes, accédant même aujourd'hui, pour la plupart d'entre elles, à la responsabilité suprême, celle de diriger la politique monétaire. Cette montée dans les fonctions sera rappelée dans une première partie alors que la seconde tentera de montrer les mutations apportées par l'introduction de l'euro au concept de banque centrale.



LES FONCTIONS DE BANQUE CENTRALE
La banque centrale, émetteur de billets de banque
et gestionnaire de moyens scripturaux

C'est dès la fin du XIX^{ème} siècle qu'a commencé à se dégager un rôle central pour l'émission des billets de banque. Ce rôle central s'est amplifié à la suite d'un long et parfois douloureux apprentissage lorsque le développement de la monnaie scripturale a entraîné la centralisation des paiements.

Le rôle de banque centrale dans l'émission des billets de banque

Les banques d'émission traditionnelles ne se distinguaient initialement des autres banques commerciales que par la dimension des capitaux qu'elles avaient la capacité de mobiliser. Les billets de banque ont présenté rapidement l'immense avantage, par rapport aux obligations commerciales, d'être payables à vue, au porteur et au pair aux guichets de la banque contre des espèces. Mais l'institut d'émission était initialement soumis à l'exigence de convertibilité des billets en espèces métalliques, comme la banque commerciale doit rembourser en billets de banque les dépôts. Dans l'un et l'autre cas, l'exigence liée au commerce de banque est la même : l'obligation de rembourser. Une série de dispositions législatives ont contribué à différencier banques commerciales et institut d'émission. A été d'abord attribué au billet de banque le *cours légal* dotant les billets d'un pouvoir libératoire illimité, cette faculté bénéficiant aux instituts dotés d'un privilège d'émission. Il suffisait que ce privilège ne fut plus accordé qu'à une banque pour que cette dernière, détenant le monopole de l'émission devint une « Banque centrale » : désormais toutes les autres banques avaient besoin d'acheter ou d'emprunter les billets demandés par leurs clients. C'est ainsi que l'inscription de la monnaie fiduciaire émise au passif d'une banque centrale est devenue la caractéristique des systèmes monétaires-modernes, construits sur le mode hiérarchique.

Du point de vue de l'émission des billets, l'achèvement du processus de l'évolution vers la position de banque centrale s'opère avec la décision de *cours forcé* qui, dispensant l'institut d'émission du remboursement des billets en monnaie métallique, rompt le lien contractuel entre l'émetteur de la monnaie fiduciaire et le détenteur de cette monnaie.

En ce qui la concerne, la Banque de France fut dotée, en 1803, du privilège exclusif d'émission à Paris, généralisé à l'ensemble du pays en 1848. Le franc reçut cours forcé de façon temporaire de 1848 à 1850, de 1870 à 1878. Il fut de nouveau décidé au début de la première guerre mondiale. Ce n'est qu'en 1928 qu'une convertibilité partielle du franc (en lingots) fut rétablie. Le 25 septembre 1936, le cours forcé a été définitivement établi.

Le cours forcé s'est imposé pendant la Première guerre mondiale ou entre les deux guerres dans la plupart des pays. Seuls, les Etats-Unis ont conservé une forme de convertibilité de leur monnaie (limitée aux relations entre banques centrales et Trésor américain). Le cours forcé du dollar a été décidé par l'administration américaine le 15 août 1971.

Le rôle de banque centrale dans la gestion des moyens de paiement scripturaux

La centralisation des paiements s'est imposée avec l'intervention accrue de la monnaie scripturale qui fait de l'instrument de paiement (chèque, virement...) un simple moyen de circulation de la monnaie inscrite dans un dépôt dans un établissement de crédit. Il s'ensuit la nécessité d'une organisation multilatérale des paiements. Celle-ci s'est révélée supérieure sous l'égide d'une banque centrale à celle assurée par des organisations collectives de statut privé (expérience américaine de *free banking* au XIX^{ème} siècle). D'où l'émergence de la banque centrale au centre du système de compensation entre positions débitrices et créditrices et par-là même son accession au rang d'agent central des règlements.

Aux États-Unis, de multiples crises et, en particulier celle de 1907, conduisirent à une réflexion sur la création d'une banque centrale, notamment à partir du projet publié par P. Warburg dans le *New York Times, Annual Financial Review*. Intitulé « *A Plan for a Modified Central Bank* », il fut à l'origine du projet de loi créant un Système fédéral de réserve en 1913. Là aussi apparaissait, dans des conditions rendues plus complexes par un système politique fédéral, la nécessité d'un organisme se différenciant des banques commerciales et centralisant les paiements.

En France, la Banque de France avait organisé des chambres de compensation. Par la suite, a été construit un système interbancaire de compensation (SIT) qui gère les moyens de paiement scripturaux. Les systèmes de paiement à règlement brut en temps réel (*Real Time Gross Settlement* ou RGTS) sont maintenant au cœur des dispositifs de règlement des pays du G10 et de l'Union européenne. Le système Transferts Banque de France (TBF) est, depuis 1997, le système français de règlement en temps réel. Il permet de garantir le règlement irrévocable et définitif en cours de journée des virements de gros montant. Les systèmes RGTS assurent des règlements irrévocables immédiats en monnaie centrale, à la différence des systèmes de compensation dans lesquels un délai s'écoule entre la réception de l'information sur le paiement et son règlement.

La banque centrale, prêteur en dernier ressort

En assumant ce rôle central au sein du système des paiements, la



banque centrale pose le problème du risque relatif à la liquidité. Autrement dit, doit-elle alors assumer le risque de prêteur en dernier ressort ?

Cette question a été posée, dès 1802 par M. H. Thornton : il montrait la responsabilité que devait avoir la Banque d'Angleterre d'approvisionner en liquidité les banques saines en période de panique bancaire. En fait, l'Angleterre a subi à chaque retournement de cycle au XIX^{ème} siècle une panique bancaire. Il revint à Bagehot de formuler la doctrine d'intervention de la Banque d'Angleterre (1866)¹. L'assistance financière de la Banque doit anticiper la crise de liquidité et doit être temporaire. Elle a pour seul objectif la stabilité du système financier et ne peut être accordée aux établissements qui ont failli. Le principe essentiel était que le prêt en dernier ressort n'ébranlât en aucun cas la confiance dans la convertibilité en or des billets de la Banque d'Angleterre (Acte de Peel).

Le débat sur la fonction de prêteur en dernier ressort conserve toute son actualité parce qu'il s'agit d'une opération, exorbitante des règles du marché, dispensant la banque défaillante de l'obligation de paiement. L'intervention de la fonction de prêteur en dernier ressort ne se justifie que dans la mesure où elle permet d'assurer la pérennité du marché face au risque de contagion de défaut de paiement. Seule, la banque centrale peut être « une source de liquidité extérieure aux marchés de la monnaie et suffisamment indépendante dans sa mise en œuvre pour ne pas être l'otage de ses bénéficiaires »². Mais, comme elle peut susciter aussi un aléa moral par les assurances qu'elle donne et encourager ainsi les défauts de paiement, elle doit créer une imprévisibilité sur la possibilité de son intervention. Celle-ci, en fait, n'a été que rarement mise en œuvre, notamment à l'époque contemporaine. Aux Etats-Unis, la Fed a fait des déclarations rassurantes lors de la crise boursière de 1987, selon lesquelles elle était prête « *as the nation's central bank* », à alimenter le marché en cas de besoin. Dans une conférence à l'AFB, le 1^{er} juin 1988, Paul Volcker affirmait que « le marché ne se serait pas ouvert normalement le 20 octobre 1987 s'il n'y avait pas eu beaucoup de choses qui se passaient dans les coulisses et si d'importantes liquidités n'avaient pas été apportées au marché par les banques et aux banques elles-mêmes par la banque centrale »³. Au Japon, l'état du système financier japonais a requis une action forte des pouvoirs publics et de la banque centrale exprimée dans le communiqué du 25 novembre 1997 : « Nous, ministre des Finances et gouverneur de la Banque du Japon, voulons réaffirmer notre volonté de remplir notre engagement à remplir la stabilité des transactions interbancaires et à protéger pleinement les dépôts... En conséquence, nous sommes déterminés à garantir une liquidité suffisante pour empêcher tout retard dans le paiement des dépôts et d'autres engagements des institutions financières... ».

Ainsi, située au centre du système des paiements, prêteur en principe en dernier ressort, la banque centrale est-elle guidée par une rationalité qui ne peut être la maximisation du profit mais une rationalité collective, ce qui lui confère des responsabilités étendues notamment celle de veiller à la stabilité du système financier. La banque centrale se trouve ainsi impliquée dans la fonction de surveillance du système financier. Elle est nécessairement associée à la réglementation des établissements de crédit et contribue à leur surveillance selon des modalités qui diffèrent d'un pays à l'autre. Située au centre du système des paiements, la banque centrale semble pouvoir revendiquer leur contrôle (c'est le cas du *Federal Reserve System* américain) mais il peut aussi être considéré que la prééminence de leur fonction monétaire est telle que leur action doit être recentrée sur cette dernière (c'est le cas de la Bundesbank, de la banque d'Angleterre). En France, une position intermédiaire a été adoptée puisque la Commission bancaire présidée par le gouverneur de la Banque de France est en charge de la surveillance des établissements financiers.

La banque centrale, émetteur et régulateur de monnaie centrale

La liquidité bancaire mesure les disponibilités des établissements de crédit en monnaie centrale. La monnaie centrale, appelée aussi monnaie à haute puissance ou base monétaire, est émise par la banque centrale sous deux formes :

- des billets de banque que la banque centrale remet aux banques qui, à leur tour, les délivrent à leurs clients ;
- des avoirs en compte auprès des banques centrales déposés par les banques commerciales et par le Trésor. Ces avoirs constituent une monnaie particulière qui n'est détenue que par les intermédiaires financiers et ne sert pas aux transactions.

La monnaie centrale ne sert qu'à des opérations de transformation entre les différentes catégories de monnaie : monnaie scripturale bancaire et monnaie Trésor. Elle assure les relations entre les différents circuits monétaires internes : celui du circuit intégré des établissements de crédit, celui du Trésor ainsi que la communication avec l'ensemble des monnaies étrangères. Les demandes et les offres de liquidités des établissements de crédit et du Trésor s'expriment en monnaie centrale.

Ces établissements accomplissent des opérations dont le règlement transite tous les jours par la banque centrale. Certaines opérations constituent de simples transferts de monnaie centrale entre établissements (opérations interbancaires, par exemple) sans affecter la liquidité bancaire, d'autres exercent sur cette dernière un effet restrictif ou expansif : opérations retrait-dépôt de billets de banque par la clientèle, opérations avec le Trésor public, achats/ventes de devises à la banque centrale. Ces trois opérations constituent les « facteurs autonomes de la



liquidité bancaire » qui échappent à l'autorité monétaire. Des « facteurs politiques » peuvent s'y ajouter qui reflètent l'action de la banque centrale et qui obligent les établissements de crédit à conserver auprès de la banque centrale sous forme de réserves obligatoires un pourcentage variable de leurs dépôts.

Deux cas peuvent, en effet, se présenter :

- la monnaie centrale est rare : les établissements de crédit sont dits « en Banque ». Ces établissements de crédit sont structurellement endettés à l'égard de la banque centrale. Ils peuvent cependant se procurer des liquidités en monnaie centrale par la mobilisation auprès de cette dernière d'une partie de leurs actifs. La création monétaire de ces établissements qui intervient lorsqu'ils prêtent à leurs clients, exige une création monétaire postérieure par la banque centrale lors de leur refinancement ;
- le second cas, moins fréquent (les établissements de crédit se situent « hors Banque ») correspond à une situation où la monnaie centrale est abondante. Il en est ainsi, par exemple, lorsque la banque centrale monétise des quantités importantes de devises ou accorde des concours importants au Trésor. Les établissements de crédit deviennent indépendants de la banque centrale et peuvent développer plus largement leurs crédits que dans le cas précédent.

Lorsque les établissements de crédit sont « en Banque », la Banque centrale leur apporte son concours en leur prêtant les disponibilités de monnaie centrale pour faire face à leurs besoins de liquidité. Elle les refinance, exerçant ainsi dans le processus de création monétaire un rôle essentiel mais *indirect*. Ce sont les besoins en monnaie centrale (billets, avoirs en compte à la banque centrale) qui fournissent à cette dernière les moyens de réguler la création de liquidités par le jeu des opérations de refinancement des établissements de crédit et lui permettent de mener une politique monétaire.

La banque centrale conduit cette politique en agissant soit sur la quantité de monnaie offerte soit en agissant indirectement sur son prix. Elle peut, dans le premier cas, modifier la quantité de monnaie centrale émise en injectant des quantités de monnaie si elle considère que la liquidité bancaire est insuffisante ou en en retirant si elle la juge excédentaire. Elle pratique alors une politique dite de *base monétaire*. Cette politique a été utilisée, sous une forme restrictive, par la Réserve fédérale américaine de 1979 à 1982 mais a été abandonnée en raison de la hausse brutale des taux d'intérêt qu'elle a entraînée.

La banque centrale peut aussi viser, par des interventions, à agir sur le prix de la monnaie centrale c'est-à-dire sur le taux de l'intérêt. Les banques centrales se sont ralliées généralement dans les années quatre-vingt à une politique de taux d'intérêt.

Chacune d'elles peut mettre en œuvre sa politique monétaire :

- en définissant une cible opérationnelle pour les taux d'intérêt sur le marché monétaire (*taux directeurs* ou de réglage de la liquidité bancaire) ;
- puis en ayant recours à des *opérations d'open market* constituées par les interventions de la banque centrale sur les marchés. Ces interventions ont lieu sur le marché interbancaire réservé aux établissements de crédit. La technique la plus utilisée aujourd'hui par les banques centrales est celle des « pensions » c'est-à-dire un achat/vente de titres à court terme négociables publics ou privés, avec l'engagement des deux parties de réaliser l'opération en sens inverse à une échéance fixée à l'avance. Une banque centrale prend en pension les titres pour alimenter le marché (*repurchase agreements*) et les met en pension afin de reprendre des liquidités sur le marché monétaire (*reverse repurchase agreements*). Le besoin de refinancement des établissements de crédit peut être satisfait par les adjudications après des appels d'offres à date régulière annoncée à l'avance. Les adjudications se font à un taux d'intérêt préétabli par la banque centrale ou à un taux déterminé au vu des demandes des établissements de crédit ;
- et éventuellement en proposant aux banques commerciales des *facilités permanentes* qui leur permettent d'emprunter ou de déposer des fonds auprès de la banque centrale à des taux prédéterminés par celle-ci. Les interventions sont normalement moins fréquentes lorsque sont établies des facilités permanentes qui définissent des taux plancher et plafond ;
- de plus, un système de *réserves obligatoires* en imposant des encaisses liquides supérieures à ce que les banques doivent détenir en moyenne, permet d'absorber plus facilement les besoins temporaires de liquidité, ce qui tend à réduire le besoin d'intervention de la banque centrale⁴.

Dans un système de régulation par les taux, la banque centrale maîtrise le coût du refinancement sur le marché monétaire ainsi que le coût des ressources collectées à taux de marché à court terme mais ne contrôle pas l'ensemble des conditions de financement de l'économie : elle ne peut gouverner ni les taux administrés, ni les taux bancaires, ni enfin les taux d'intérêt à long terme fixés par les marchés financiers.

Émetteur de monnaie centrale, la banque centrale opère la régulation de la liquidité bancaire soit à partir de ses propres décisions et dans un cadre fixé par elle-même, soit à partir de décisions et dans un cadre fixé par l'État. Cette dernière solution, conforme aux recommandations keynésianistes, a été largement utilisée après la Seconde guerre mondiale, ceci dans le cadre d'une économie d'endettement à double niveau : endettement des entreprises auprès des banques commerciales et endettement des banques auprès de la banque centrale.

L'exercice de la politique monétaire par la banque centrale de manière indépendante de l'État (États-Unis, par exemple) ou de manière dépen-



dante (cas le plus fréquent en Europe, à l'exception de l'Allemagne jusqu'aux années 1990), nécessite la fixation d'un objectif final ainsi que celle d'objectifs intermédiaires ou de cibles ou encore d'indicateurs permettant de remplir l'objectif final.

L'objectif final peut être unique ou multiple. Unique, sous la forme de stabilité des prix comme il a été prescrit par la loi dans le cas de la Bundesbank (1957) et de la Banque de France (1994). En revanche, la *Fed* aux États-Unis, doit selon l'article 1 du *Federal Reserve Act* amendé par la loi sur le plein emploi et la croissance équilibrée de 1978, assurer « le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme ». Adossé sur la crédibilité de la banque centrale américaine retrouvée grâce à l'action vigoureusement anti-inflationniste de son prédécesseur, Paul Volcker, le président de la *Fed* depuis 1987, Alan Greenspan, peut mener une politique conforme aux trois objectifs. Cette politique a contribué à assurer aux États-Unis une des plus longues phases de croissance depuis la Seconde guerre mondiale.

L'objectif final déterminé, se pose le choix pour la banque centrale de son type d'intervention : politique à pilotage automatique à partir d'une règle ou politique discrétionnaire. La préférence académique pour les règles par rapport au pouvoir discrétionnaire repose sur trois arguments essentiels. Tout d'abord, le recours à la Politique monétaire pour effectuer un réglage fin de l'activité économique est rendu difficile par la longueur des décalages entre les variations des taux directeurs et leur impact sur l'économie réelle. Ce simple constat peut se renforcer de l'argument monétariste selon lequel, à long terme, la politique monétaire ne peut avoir d'action que sur le niveau des prix et non sur l'économie réelle. Il s'appuie plus encore sur celui des nouveaux classiques (Lucas) selon lequel la seule chance dont disposent les pouvoirs publics pour agir sur l'économie réelle est de surprendre les agents économiques, ceci temporairement car ces derniers anticiperont rapidement les tentatives de surprise. Ainsi peut-on démontrer que le pouvoir discrétionnaire est inefficace voire néfaste.

Quelles règles alors proposer ? M. Friedman a préconisé, dès 1950, un pilotage automatique de la politique monétaire sous la forme d'une règle d'augmentation constante de la masse monétaire en fonction de l'augmentation de la production en volume.

Un exemple pratique de règle monétaire est celui du « *currency board* » (caisse d'émission), régime monétaire dans lequel la création monétaire est subordonnée à l'existence d'une contrepartie en devises dans les réserves de change de la banque centrale. L'autorité monétaire (*le board*) ne peut donc créer de monnaie que dans l'exacte mesure où cette création est garantie par des réserves. De tels régimes existent en Argentine, à Hong-Kong... Mais une telle règle désarme totalement la



banque centrale, c'est pourquoi la Haute autorité monétaire de Hong-Kong a été conduite à la contournement lors de l'attaque spéculative contre le *peg* liant le Hong-Kong dollar au dollar des Etats-Unis, en août 1998.

Parmi les règles élaborées plus récemment, on peut citer celle de Taylor qui lie mécaniquement le taux d'intérêt directeur à une cible d'inflation et à l'*output gap*. Même si l'on constate que cette règle est assez proche de la fonction de réaction des banques centrales des grands pays industrialisés depuis le début des années 90, son utilisation normative exigerait une approche plus scientifique des variables de référence.

S'écartant d'un recours à une règle mécanique, la plupart des banques centrales affichent une stratégie qui repose sur un objectif intermédiaire quantitatif (*monetary targeting*), une cible d'inflation (*inflation targeting*) ou une référence à un taux de change. L'expérience américaine puis européenne (Allemagne, France) a montré que les agrégats monétaires ne pouvaient plus constituer un objectif intermédiaire de politique monétaire car on n'observe plus de relation stable entre variation des agrégats et variation du taux d'inflation. La théorie monétariste supposant un lien stable entre masse monétaire et produit nominal a été remise en cause par la libéralisation financière et les innovations qui s'ensuivirent. Les variations de l'agrégat de référence résultent des changements de fiscalité touchant certains actifs ou des modifications des taux d'intérêt à court terme (notamment de celles relatives aux taux administrés en France)⁵.

Devant les difficultés d'application d'une politique *Monetary targeting*, certains pays ont recours à une cible d'inflation, c'est-à-dire un objectif d'inflation annoncé à l'avance adopté explicitement par le Royaume-Uni et le Canada. L'ancrage nominal à un taux de change (*peg*) a été adopté en Europe par des pays ayant une économie de petite dimension et très liés au commerce extérieur (Pays-Bas, Belgique...).

Aux États-Unis, la Réserve fédérale offre une contradiction totale à la préférence théorique pour les règles⁶. Elle prend les marchés par surprise sans se référer à aucune règle préétablie. C'est ainsi que la décision du Système fédéral du 15 octobre 1998, d'abaisser d'un quart de point son taux d'intérêt directeur, suivi par deux autres baisses les semaines suivantes a créé la surprise générale.

Comment les variations des taux d'intérêt sur le marché monétaire sont-elles susceptibles d'affecter l'économie ? Elles le font par deux canaux principaux de transmission.

Canal du taux de l'intérêt

Une variation du taux de l'intérêt peut entraîner plusieurs conséquences : une révision de l'arbitrage dépense/épargne, une modification du prix des actifs (une hausse des taux d'intérêt tend à faire baisser le prix



des actifs, une baisse provoque le mouvement contraire), et enfin un effet de revenu. La variation du taux d'intérêt directeur entraîne un changement des taux d'intérêt des nouveaux emprunts et des placements, donc du coût d'opportunité de la dépense ; elle agit ainsi sur la demande de biens, c'est-à-dire sur la consommation et l'investissement. L'action sur les bilans des agents non financiers dépend de leurs positions créditrices ou débitrices nettes : en cas de hausse des taux, les entreprises qui sont débitrices nettes subiront un effet de revenu négatif, les ménages qui sont créditeurs nets (dans les pays d'Europe continentale), bénéficieront d'un effet positif. Des mécanismes inverses s'établissent dans le cas d'une hausse.

Quelle est la conséquence d'une hausse des taux à court terme sur les taux à long terme ? Normalement, cette hausse devrait se propager sur les taux à long terme et conduire à une contraction de l'activité, une baisse devrait aussi entraîner la diminution des taux à court terme et donc, une stimulation de l'activité. Des observations montrent parfois des séquences inverses. Une baisse imprudente des taux directeurs peut déclencher une tension sur les taux longs, les marchés élevant la prime de risque inflationniste et anticipant un relèvement rapide des taux directeurs. Leur hausse en période d'anticipation de ralentissement du cycle, considérée temporaire, ne se répercutera pas ou peu sur les taux à long terme (il en a été ainsi notamment sur le marché obligataire américain fin 1994, début 1995)⁷.

A ce canal dit standard du taux de l'intérêt s'est ajoutée une nouvelle voie de transmission des taux sur l'économie : le canal du crédit. Selon cette analyse, le comportement des banques, face à une hausse des taux directeurs, peut les conduire à un rationnement du crédit à l'égard de certains agents économiques (PME-PMI, ménages). La théorie économique accorde une importance croissante au canal du crédit à la suite du développement des analyses sur les imperfections de l'accès au crédit. La recherche, dans le domaine monétaire, s'oriente de plus en plus sur l'analyse des effets différenciés, (*distribution effects*) selon les agents, des interventions dans ce domaine⁸. Toutefois, l'innovation, la concurrence et la déréglementation financière sont susceptibles de réduire les imperfections des marchés financiers et du crédit.

Canal du taux de change

Une hausse des taux directeurs, accroissant le rendement réel anticipé des produits libellés en monnaie nationale, doit entraîner une appréciation du taux de change. Une baisse des taux directeurs détermine normalement des mouvements inverses. Néanmoins, ces séquences doivent être ratifiées par les marchés. En effet, devant des tensions inflationnistes, les marchés peuvent considérer que la hausse des taux



directeurs est insuffisante : le taux de change se dépréciera. De même, une baisse des taux décidée dans une parfaite maîtrise de l'inflation peut susciter la confiance des marchés dans une monnaie devenue plus solide. Enfin, la sensibilité du taux de change aux variations du taux de l'intérêt dépend aussi du degré d'ouverture de l'économie sur l'extérieur. Les effets des modifications de parité sur les exportations et les importations y seront d'autant plus considérables qu'elles représenteront une part importante du PIB.

Des travaux récents ont posé la question de savoir si le développement des marchés dérivés avait modifié le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Un document de travail du FMI par Vrolijk (1997) montre notamment que ces marchés très liquides, et pouvant affecter leurs marchés sous-jacents, permettent un ajustement plus rapide du prix des actifs financiers à un changement de politique monétaire réduisant ainsi l'impact d'un choc de politique monétaire.

Enfin, tous ces canaux peuvent être affectés par l'accroissement de l'interdépendance des taux d'intérêt dans le monde liée à la globalisation financière, sans qu'il y ait toutefois totale synchronisation des taux de long terme qui restent affectés par les anticipations relatives à l'appréciation des monnaies.

*La banque centrale, devenue indépendante,
responsable de la politique monétaire*

L'étape ultime pour atteindre le plein statut de banque centrale est celle de son indépendance, celle-ci signifiant la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire. La banque centrale participe aujourd'hui, dans la plupart des pays industrialisés, à la définition de la politique monétaire voire en assume la totale responsabilité. Là aussi, l'évolution fut progressive. Le concept même de politique monétaire est relativement récent. La crise des années 30, la Deuxième guerre mondiale, la diffusion de la pensée keynésienne ont entraîné, dans la plupart des pays occidentaux, le désir d'utiliser la politique monétaire afin d'orienter l'évolution économique. Certains auteurs ont parlé de « politisation de la monnaie ». La monnaie a été « nationalisée » dans tous les pays développés et son contrôle confié à l'État. L'emprise de ce dernier sur les banques centrales a été renforcé et s'est traduite par la nomination par les pouvoirs publics de leurs dirigeants⁹ ainsi que par la nationalisation de l'établissement même (France, Grande-Bretagne par exemple)¹⁰. Mais les régulations nationales se sont heurtées depuis le début des années 70 à l'inflation puis à la globalisation des marchés. On a assisté à une évolution de l'autorité monétaire nationale, de son objectif final, de sa stratégie et de ses instruments.



L'accélération générale de l'inflation à la fin des années 70 (inflation à deux chiffres) a entraîné un recentrage de la mission de la banque centrale sur l'impératif de stabilité de la monnaie. Le mouvement de désinflation, impulsé aux États-Unis au début des années 80, s'est généralisé à l'ensemble des pays industrialisés assurant au concept de stabilité de la monnaie le statut *d'objectif final* explicite ou implicite de la politique monétaire. Or, selon les analyses théoriques, l'indépendance de la banque centrale par rapport à l'État permet de lutter avec une plus grande efficacité contre l'inflation. F. Kydland et E. Prescott (1977) puis R. Barro (1983) ont mis en évidence le risque « d'incohérence temporelle » (*time inconsistency*) des décisions monétaires prises par les pouvoirs publics. Le gouvernement se déclarant soucieux de poursuivre une politique de stabilité des prix, les agents économiques anticipent alors une faible inflation : ils modèrent leurs revendications salariales et/ou réclament des taux d'intérêt plus faibles. Mais le gouvernement peut mener, notamment en période d'élections, une politique plus laxiste. L'inflation ainsi favorisée conduirait à une baisse des salaires réels, donc à des créations d'emplois. Cette politique se révèle inefficace. L'effet sur l'emploi est momentané : dès que les agents économiques s'aperçoivent de la perte de leur pouvoir d'achat, ils revendiquent des hausses de salaires. Il en résulte une baisse de l'emploi et une hausse du taux d'inflation. De surcroît, pour faire face aux anticipations inflationnistes des agents, le gouvernement est obligé de mener une politique monétaire rigoureuse.

La réflexion théorique quant au risque inflationniste d'une politique monétaire confiée aux pouvoirs publics s'est appuyée aussi sur la théorie des *choix publics* de J.M. Buchanan et G. Tullock. Étendant aux décisions politiques les principes de l'économie de marché, Buchanan montre que la production des biens publics n'est pas guidée par l'intérêt général mais par les intérêts conjugués de l'appareil bureaucratique (fonctionnaires) et de citoyens qui ne sont pas altruistes. Au nom de ces intérêts, des pressions peuvent être opérées sur les pouvoirs publics les éloignant de l'objectif de stabilité monétaire. Enfin, selon Sargent et Wallace, lorsque la politique budgétaire est dominante par rapport à la politique monétaire, l'offre de monnaie devient endogène. Intervient alors une pression sur la banque centrale pour lui faire adopter un financement monétaire des déficits, allégeant le poids de la dette grâce à l'inflation induite.

Ainsi, la permanence de l'objectif d'une banque centrale indépendante, s'opposant par définition au manque de continuité de politiques gouvernementales soumises à des jugements à court terme, serait à l'origine de la faible inflation et de sa stabilité. Cependant, l'expérience historique montre que la réduction du taux d'inflation peut être opérée



sans que l'indépendance des banques centrales soit reconnue. La phase de désinflation, ouverte au début des années 80, s'est développée dans tous les pays industrialisés - bien que, dans la plupart d'entre eux (notamment en France jusqu'en 1994), la banque centrale ne fût pas indépendante.

En fait, l'indépendance de la banque centrale, banale dans un pays à structure fédérale (États-Unis, Allemagne, Canada), tend depuis le début des années 90, à se généraliser face au processus croissant de globalisation et d'innovation des marchés financiers. Dans ce nouvel univers, les objectifs intermédiaires et notamment les agrégats monétaires n'apparaissent plus pertinents dans de nombreux cas. La dérégulation (suppression de l'encadrement du crédit...) a réduit les instruments d'action des banques centrales qui se limitent, aujourd'hui à la variation des taux d'intérêt directeurs et à celle des taux des réserves obligatoires lorsque celles-ci existent. Les effets sur l'économie réelle de ces instruments, bien que certains, sont difficiles à mesurer. Dans le même temps, s'est accru le danger que font encourir aux taux d'intérêt d'un pays les primes de risque infligées par les marchés. Ces primes ne dépendent pas seulement des fondamentaux observables (taux d'inflation, taux de change, taux de croissance, équilibre extérieur...) mais aussi des anticipations des marchés. Celles-ci sont largement liées à la crédibilité qu'ils accordent à la politique monétaire. Or, l'indépendance doit permettre de réduire les primes de risque, voire de les annuler, dans la mesure où elle permet d'assurer la continuité de la politique monétaire menée par la seule banque centrale. L'observation permanente des marchés, ainsi qu'une sorte de dialectique subtile à entretenir avec eux expliquent que l'indépendance soit devenue une forme de modernité pour une banque centrale.

C'est pourquoi, les récents changements des statuts de nombreuses banques centrales et plus particulièrement en France (1994), en Grande-Bretagne (1997) et au Japon (1997) leur ont donné une indépendance plus ou moins large. Par ailleurs, le traité de Maastricht prévoit que les banques centrales des pays participants aient reçu leur indépendance avant l'entrée dans la troisième phase de l'UEM, le 1^{er} janvier 1999, la Banque centrale européenne créée, en juin 1998, étant dotée du même statut.

Pour ce qui concerne la France, l'indépendance s'était exprimée, aux termes de la loi du 4 août 1993, par la création d'un nouveau Conseil de la politique monétaire. Dans l'exercice de cette indépendance, la Banque de France avait une situation voisine de celle de la Bundesbank assumant complètement la responsabilité de la politique monétaire jusqu'au 1^{er} janvier 1999, date où le relais est pris par la Banque centrale européenne. Ce n'est pas le cas de la Banque d'Angleterre, le Chancelier de l'Échiquier définissant l'objectif final (niveau de la cible d'inflation).



La situation est plus complexe formellement aux États-Unis où le pouvoir monétaire appartient au Congrès qui l'a seulement délégué au *Federal Reserve System*.

La banque centrale et des fonctions encore en devenir

L'évolution du concept de banque centrale et, partant de son rôle, n'est pas terminée. Elle n'est pas clairement définie dans le domaine de la surveillance du prix des actifs et dans celle du taux de change.

Le rapport de la BRI de 1997 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. Des mouvements excessifs et durables au regard des fondamentaux conduisent à des phénomènes de « bulle » qui développent des risques pour les intervenants sur les marchés et qui nuisent à la bonne transmission des impulsions de politique monétaire.

La banque centrale peut-elle contrôler ces mouvements ? Elle peut développer une action préventive en donnant des avertissements aux marchés. Ce fut le sens du discours du Président de la Fed sur l'« exubérance irrationnelle » de Wall Street à l'automne 1996 : le Dow Jones dépassait 6 000 points. Il se situait toutefois, le 27 janvier 1999, à plus de 9297 points sans que Alan Greenspan ait pu ou voulu promouvoir un dégonflement du marché des actions. L'exemple japonais l'a conduit probablement à la prudence. Face à une bulle financière et immobilière trop tardivement décelée, le gouverneur de la banque du Japon, M. Mieno avait mené une politique de relèvement du taux d'intervention de la banque du Japon de 2,5 à 6 % en 1989-1990. Il s'ensuivit un éclatement de la bulle en 1990 mais aussi une entrée, en 1991, dans une longue période de stagnation puis de récession dont ce pays n'est pas encore sorti. La baisse de Wall Street à l'automne 1998, a probablement incité le FOMC à baisser, à trois reprises, ses taux directeurs afin d'éviter un effet de richesse négatif¹ susceptible de ralentir la conjoncture américaine ainsi que pour faire face au risque d'assèchement des crédits consécutifs aux difficultés de certains fonds de pension comme LTCM. De plus, la Fed a pris l'initiative de réunir les principales banques impliquées dans ce fonds afin de susciter leur aide pour éviter sa faillite qui pouvait créer un risque systémique.

En ce qui concerne le taux de change, il faut distinguer entre régime de change et fluctuations sur les marchés des changes. Le régime de change reste déterminé, dans tous les pays, par les pouvoirs publics. La substitution, par exemple, d'un régime de changes flottants à un régime de changes fixes, n'est pas du ressort de la banque centrale. En ce qui concerne les désajustements importants entre monnaies, ceux-ci font l'objet de déclarations finales au cours des réunions des ministres des Finances du G7 auxquels sont associés les gouverneurs de banques

centrales des pays concernés (Accords du Plaza en septembre 1995, accords du Louvre en février 1987, appel à un retournement ordonné des changes en avril 1995 afin de corriger l'appréciation excessive du yen). Enfin, la banque centrale intervient sur le marché des changes si elle a un lien nominal explicite ou implicite avec une monnaie de référence, ceci en général avec l'accord des pouvoirs publics.

Schématiquement, l'état de l'art à la fin des années 90 relatif à l'exercice de la fonction de banque centrale dans les pays industrialisés, lui conférait la mission de veiller à la bonne marche du système des paiements et à la stabilité du système financier ainsi que celle de diriger la politique monétaire.

L'IMPACT DE L'EURO SUR LE CONCEPT DE BANQUE CENTRALE

Le traité de Maastricht, signé le 7 février 1992, avait parmi ses objectifs la création des institutions et des moyens de la politique monétaire de l'Union économique et monétaire (UEM). Cette politique se développe dans le cadre du Système européen de Banques centrales (SEBC) qui comprend une nouvelle banque centrale, la Banque centrale européenne (BCE) ainsi que les banques centrales nationales (BCN). Les missions du SEBC, selon le traité, consistent à :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de l'UEM ;
- conduire les opérations de change, détenir et gérer une partie des réserves de change des États membres ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

La transposition au plan européen du concept de banque centrale conduit à s'interroger :

- 1) sur le statut même de banque centrale : qui en est le détenteur ?
- 2) sur les conditions dans lesquelles est menée la politique de taux, support aujourd'hui de toute politique monétaire ;
- 3) sur la possibilité de mener une politique de change.

Un régime de compétence partagée du statut de banque centrale afin de promouvoir une politique monétaire unique

La BCE et les BCN constituent le Système européen de banques centrales, SEBC. Certes, ce dernier ne dispose pas de la personnalité morale mais lui seul dispose pleinement du statut de banque centrale. La compétence dans ce domaine est partagée entre la BCE et les BCN. Ce partage conduit à un système de structure fédérale reposant sur l'interdépendance de ses composantes ainsi que sur leur indépendance à l'égard des autorités publiques.



Indépendance du SEBC

La BCE ayant, seule, le pouvoir d'élaborer la politique monétaire de l'UEM, est totalement indépendante, cela afin d'assurer aux yeux des marchés sa parfaite crédibilité. Son indépendance a été définie comme l'a été celle des banques centrales nationales : elle ne reçoit d'ordre d'aucune instance nationale ou communautaire ; elle n'a pas à consentir de découvert ou tout autre type de crédit aux institutions de l'UEM ni à tout autre organisme public. Enfin, ni les gouvernements des Etats-membres, ni les organes européens (Parlement, Conseil Ecofin, ou groupe informel euro-11) ne peuvent exercer des pressions sur la BCE qui est la seule institution européenne contrôlant directement un instrument de politique macroéconomique dans l'ensemble de la zone euro.

Si l'indépendance est bien de même nature que celle exigée pour les Conseils de politique monétaire nationaux, le processus de nomination des membres du Conseil de la BCE se heurte à une insuffisance d'intégration institutionnelle. En effet, il était courant de nommer des personnalités aux expériences professionnelles diverses dans les Conseils de politique monétaire nationaux. Au niveau européen, faute d'organisations représentatives de différentes composantes de la société, il n'a pas été possible d'opérer ce type de nomination.

Interdépendance entre la BCE et les BCN

Celle-ci résulte de la participation des BCN à la fondation de la BCE qui a bénéficié de l'apport en capital des BCN (5 milliards d'euros) ainsi que du transfert d'une partie de leurs réserves de change (50 milliards d'euros).

Fédéralisme du SEBC

Ce système peut être qualifié de fédéral dans la mesure où les décisions monétaires sont centralisées au niveau de la BCE alors que leur exécution est décentralisée au niveau des différentes banques centrales nationales (BCN). La BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque en euros ; le Conseil des gouverneurs prend les décisions de politique monétaire (variations des taux directeurs et des taux de réserves obligatoires). Les Conseils des banques centrales nationales indépendantes (Conseil de la politique monétaire français, Conseil de la Bundesbank, par exemple) ont transmis, le 1^{er} janvier 1999, leur pouvoir de décision monétaire au Conseil des gouverneurs de la BCE. Ce dernier réunit un Directoire de six personnes nommées, depuis le 2 mai 1998, par les Chefs d'Etat ou de gouvernement des pays adhérents ainsi que les onze gouverneurs des banques centrales nationales de ces pays.

De façon décentralisée, le SEBC émet les billets qui seront les seuls à

avoir cours légal, en 2002, dans les pays de l'UEM. Les BCN assurent l'exécution des décisions de la BCE en mettant en œuvre les instruments mis au point par l'IME et ratifiés par le Conseil des gouverneurs. Enfin, les BCN sont tenues de veiller au bon fonctionnement des systèmes des paiements, notamment des RGTS (TBF, en ce qui concerne la Banque de France) pour qu'ils puissent alimenter le système Target qui assure la connexion entre eux.

Cette architecture originale a suscité des critiques ; les dernières ont été exprimées dans les *Perspectives économiques* de l'OCDE (1998)¹². Selon celles-ci, le Conseil des Gouverneurs ayant une composante majoritaire de gouverneurs des BCN (11/17 membres), la BCE pourrait être la cible de pressions nationales visant à modifier sa politique. Les « onze gouverneurs continueront d'être largement confrontés à des problèmes d'ordre national dans le cadre de leurs activités quotidiennes, ce qui porte en germe le risque d'une prise en compte excessive des conditions de chaque région ». Cette crainte conduit l'OCDE à approuver la non-publication des minutes des réunions du Conseil, ce qui permettrait aux gouverneurs de mieux se dégager des contraintes nationales. La crainte des influences nationales méconnaît, semble-t-il, le principe à la base de la composition du Conseil : chaque gouverneur disposant d'une voix, quelle que soit l'importance de son pays, n'est pas censé représenter un pays mais doit assumer les intérêts de l'ensemble de la zone euro.

Les *Perspectives économiques* de l'OCDE soulignent la nécessité d'une coordination à la fois entre les autorités nationales de surveillance bancaire ainsi qu'entre celles-ci et le SEBC puisque la BCE n'est investie d'aucune responsabilité de surveillance prudentielle des établissements de crédit. En fait, la décentralisation du système implique que, conformément au principe de subsidiarité, la surveillance du système bancaire reste de compétence nationale avec la spécificité propre à chaque pays. Néanmoins, cette situation pourrait évoluer si des restructurations transfrontières conduisaient à l'émergence d'établissements dotés de réseaux européens denses qui n'auraient plus de localisation nationale principale.

La possibilité de défaut peut aussi ne pas se limiter à une banque nationale mais s'étendre à plusieurs faisant naître des crises de liquidité conduisant au risque systémique. Un ou plusieurs krachs boursiers pourrait susciter des risques analogues. Qui assumerait alors la fonction de prêteur en dernier ressort ? Cette interrogation sonne douloureusement aux oreilles des banquiers centraux car le risque d'aléa de moralité surgit immédiatement si une banque centrale proclame qu'elle fera face à tout risque bancaire. D'où la nécessité de faire preuve « d'incertitude constructive » en ne donnant pas aux banques la certitude d'un sauvetage inconditionnel tout en limitant le risque d'instabilité. La période



récente a vu la multiplication des interventions des banques centrales comme prêteur en dernier ressort. Au Japon tout d'abord où la Banque du Japon, par l'intermédiaire de l'agence de garantie des dépôts, va créer de la base monétaire (c'est-à-dire de la monnaie à son bilan) pour acheter des obligations émises par les banques afin de recapitaliser ces dernières. Le même processus se répète dans de nombreux pays asiatiques. Comment analyser le risque de liquidité dans la zone euro ? Si ce risque concernait la totalité des systèmes bancaires européens, la BCE baisserait les taux d'intérêt à court terme ce qui revient à dire qu'elle injecterait des liquidités additionnelles dans le marché interbancaire. Elle pourrait aussi soit fournir directement des liquidités, soit coordonner des interventions effectuées par les BCN. En revanche, il ne peut être question d'abaisser les taux d'intervention de la BCE si un seul système bancaire national est en cause. Une banque centrale nationale peut-elle décider de prêter un supplément de liquidité aux banques commerciales du pays en difficulté ? Dans un premier temps, elle ferait baisser les taux de marché du pays en dessous du taux d'intervention de la BCE ; dans un second temps tous les marchés financiers étant arbitrés, il y aurait baisse des taux de marché dans l'ensemble de la zone, ce qui ne peut être toléré puisque cela reviendrait à mettre en cause l'unicité de sa politique monétaire. Là aussi, la solution semble bien relever du partage de compétences, une coordination s'établissant entre la BCN concernée et la BCE : la BCN pourrait être autorisée à accroître le niveau de liquidités prêtées au système bancaire en difficulté alors que les autres BCN feraient l'inverse.

*Un dispositif pragmatique de politique monétaire de type
« Europe Continentale »*

Il semble que les recommandations, d'abord du Conseil de FIME puis les décisions du Conseil des gouverneurs, aient été d'assurer une continuité avec les systèmes des principaux pays de l'euro 11 tout en tenant compte des expériences nationales.

Comme tout système monétaire, le nouveau système est caractérisé par l'autorité qui le dirige, par la stratégie de celle-ci et par ses instruments. L'autorité monétaire est la BCE dirigée par le Conseil des gouverneurs. La BCE ayant été créée dès juin 1998, le Conseil des gouverneurs a tenu des réunions préparatoires afin de préciser ses objectifs et ses moyens d'action avant de les mettre en œuvre le 1^{er} janvier 1999.

Objectifs et stratégie du SEBC

Le Conseil a défini la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro compte tenu de l'*objectif final* déterminé par le traité de Maastricht,

la stabilité des prix (art. 105, al. 1). Le Conseil des gouverneurs l'a définie, en octobre 1998, comme étant « une progression sur un an de l'indice des prix inférieure à 2 % dans la zone euro ». L'indice considéré est l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). *A priori*, la BCE a un objectif unique comme l'avaient auparavant la Bundesbank et la Banque de France, ceci au contraire de la Réserve fédérale qui dispose d'un objectif multiple. Cependant, l'article 105 du traité dispose « L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix » ; mais il poursuit : « Sans préjudice de la stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté ». La rédaction du traité fixe ainsi une hiérarchie foite entre des objectifs, semble-t-il, plus étendus que celui retenu pour les banques centrales française et allemande.

Quelle stratégie pour remplir cet objectif : le Conseil des Gouverneurs avait le choix entre se référer à un taux de change, à un taux d'intérêt, à une cible monétaire, à une cible d'inflation...? Une stratégie de taux de change eût impliqué de lier l'euro par un *peg* au dollar ayant pour conséquence l'entrée de l'UEM dans la zone dollar. En fait, l'euro flotte vis-à-vis du dollar, du yen, de la livre... Le Conseil ne pouvait rechercher un taux d'intérêt : comment connaître le taux d'intérêt réel compatible avec la stabilité des prix ? Restait donc le choix entre des *objectifs intermédiaires* quantitatifs comme en Allemagne et en France (agrégats monétaires établis au plan européen) ou bien une *cible d'inflation* comme au Royaume-Uni. Il pouvait aussi, comme le *Federal System* américain, mener une politique discrétionnaire à partir d'une simple batterie d'indicateurs établis au plan européen.

Le Conseil a souhaité continuer à adopter des objectifs explicites sans doute afin d'éviter toute incertitude sur ses intentions. Une cible d'inflation aurait pu procurer une ancre nominale transparente pour les agents économiques : un taux de variation de l'indice des prix est plus évocateur pour eux que des variations d'agrégats. Cependant, le Conseil s'il a quantifié l'objectif final, n'a pas publié de prévision d'inflation, ne souhaitant pas faire de cette prévision un outil de base, compte tenu peut-être des difficultés liées au suivi d'un indice des prix à la consommation en période de baisse des prix (cf. les discussions notamment aux États-Unis relatives à la surévaluation éventuelle de l'indice) et à sa construction harmonisée dans la zone euro 11.

Le Conseil, désireux de poursuivre une politique de continuité par rapport aux orientations générales de la Banque de France et de la Bundesbank, a d'abord précisé qu'il adoptait une stratégie de suivi d'un agrégat large, M3¹³, harmonisé pour l'ensemble de l'UEM tout en affirmant que cet agrégat était une « valeur de référence » et non un strict objectif intermédiaire. Cette décision prudente tient compte des incer-



titudes relatives à la relation agrégat monétaire et inflation future dans l'économie contemporaine. Les variations de M3 en Allemagne et en France ont été peu liées, depuis le début des années 1990, aux variations du taux d'inflation, voire même du produit nominal. Même les banques centrales qui ont eu recours à un objectif intermédiaire quantitatif, l'ont utilisé avec pragmatisme. La Bundesbank l'a manqué une fois sur deux depuis 1974. Le Conseil de la politique monétaire français n'a pas tenu compte du caractère négatif de M3 en 1996, ni de son niveau très faible l'année suivante. La Banque nationale suisse l'a appliqué aussi avec souplesse. De plus, l'instabilité de la demande de monnaie risque d'être particulièrement forte au commencement de l'euro.

Le choix d'un agrégat large, plus large que l'agrégat français, doit permettre de prendre en compte les effets de substitution liés aux innovations financières qui ne peuvent que se multiplier dans la zone euro.

La valeur de référence de croissance de la masse monétaire a été fixée à 4,5 % pour la première année de fonctionnement du SEBC. La fixation de cette valeur a été opérée, dans le cadre d'une hypothèse de glissement des prix inférieur à 2 % l'an, en tenant compte de la croissance potentielle (croissance tendancielle du PIB réel) ainsi que de l'évolution anticipée de la vitesse de circulation de la monnaie estimée en ralentissement de 0,5 à 1 % l'an à moyen terme. La croissance tendancielle de la zone euro a été estimée à 2-2,25 % par an. La première référence a été utilisée dans le passé par la Banque de France et par la Bundesbank avec toutes les incertitudes qui sont attachées au concept de croissance potentielle. La Bundesbank recourait aussi à la vitesse de circulation de la monnaie, variable que la Banque de France n'utilisait pas compte tenu de son instabilité, même à moyen terme. Enfin, les membres du Conseil ont décidé que le suivi de la valeur de référence serait complété par celui d'un certain nombre d'indicateurs économiques et financiers afin d'évaluer les risques pour la stabilité des prix dans la zone euro.

On peut regretter qu'au nombre des indicateurs ne figure pas l'agrégat de financement suivi en France, l'endettement intérieur brut, susceptible de donner des informations non seulement sur l'évolution des financements par la voie du crédit mais aussi par recours au marché. Le suivi de cet indice, sans doute difficile à calculer aujourd'hui au plan de la zone euro 11, permettrait d'anticiper des risques de « bulle » financière et immobilière. De même, la connaissance de l'évolution du prix des actifs pourrait être utile. C'est pourquoi, la Banque de France a publié, dans son bulletin de novembre 1998, les premiers résultats relatifs à la construction d'un indicateur du prix des actifs.

Instruments du SEBC

Enfin, le Conseil des gouverneurs a ratifié les instruments et les

Procédures nécessaires à l'application de la politique monétaire unique et mises au point par l'Institut monétaire européen (IME) dont le Conseil était composé des gouverneurs de banques centrales des quinze pays membres de l'Union monétaire pour mener une politique de taux d'intérêt (et non de base monétaire), le SEBC dispose de trois types d'instruments mis en œuvre par les BCN pour exécuter les décisions du Conseil des gouverneurs : les opérations d'*open market* effectuées aux conditions du marché, les facilités permanentes accessibles aux contreparties bancaires et les réserves obligatoires.

Opérations d'*open market* effectuées aux conditions du marché

Les opérations d'*open market* qui jouent un rôle prépondérant dans la régulation monétaire, comportent plusieurs catégories. Les *appels d'offres réguliers* en monnaie centrale euro (opérations de refinancement principales) constituent l'instrument essentiel de refinancement et de pilotage des taux d'intérêt à court terme. Les concours octroyés par cette voie prennent principalement la forme de prises en pension ou de prêts garantis qui ont lieu avec une périodicité hebdomadaire. Ces concours sont d'une durée de deux semaines. D'autres procédures de refinancement à des échéances plus éloignées (trois mois) sont aussi mises en place. Enfin, des *opérations de réglage fin* et des *opérations dites structurelles* complètent le dispositif.

Facilités permanentes accessibles aux contreparties bancaires

En plus de ces procédures de marché, les établissements de crédit du SEBC disposent de deux *facilités permanentes* à 24 h, une facilité de refinancement marginal et une facilité de reprise de dépôt. La première sert à prêter de la monnaie centrale en euro pour satisfaire les besoins temporaires de liquidité à un taux plafond, la seconde dont le taux constitue le plancher du marché interbancaire, offre une possibilité de placement des excédents de trésorerie. Leur utilisation est à la discrétion des contreparties. Ces deux instruments délimitent le corridor de fluctuations du prix de l'argent au jour le jour. Les taux d'intérêt pratiqués à ces guichets ont valeur d'indication sur l'orientation durable de la politique monétaire.

Le système d'intervention comprend ainsi trois taux directeurs : un *taux de refinancement régulier* encadré par un taux de niveau élevé (*jalón haut*) relatif à une possibilité permanente de prêt aux établissements de crédit et par un taux de faible niveau assurant les reprises de liquidité (*jalón bas*).

Le Conseil des gouverneurs a décidé, le 22 décembre 1998, d'utiliser à partir du 4 janvier 1999, comme taux de refinancement régulier, le



taux de 3 % adopté le 3 décembre par 10 des 11 des Banques centrales nationales pour leurs interventions (appel d'offres, repo...), la Banque d'Italie se ralliant à ce taux à la fin de l'année. Le Conseil a fixé aussi les taux des facilités permanentes : le jalon haut à 4,5 % et le jalon bas à 2 %. Toutefois, entre les 4 et 21 janvier 1999, le corridor sera plus étroit compris entre 2,75 et 3,25 %, pour éviter des mouvements trop amples sur les marchés.

Le Conseil des gouverneurs en faisant varier les trois taux directeurs, peut agir sur les conditions de refinancement des établissements de crédit des pays de la zone euro.

Réserves obligatoires

L'ensemble du dispositif est complété par un système de *réserves obligatoires* rémunérées. En adoptant ce système des réserves obligatoires, la BCE montre qu'elle se démarque de la pratique américaine du *fine tuning* (réglage fin), avec lequel la *Fed* intervient pour régler le niveau des liquidités. Elle se différencie aussi de la récente pratique française qui, en allégeant les taux des réserves obligatoires depuis mai 1992, avait diminué leur rôle et suscité des interventions plus fréquentes sur le taux du jour le jour. Constituée à partir de moyennes sur une période donnée, elles permettent d'amortir l'impact des variations trop brusques de la liquidité bancaire et de lisser l'évolution des taux d'intérêt à court terme. L'instauration des réserves obligatoires est aussi un moyen pour le SEBC d'accroître la dépendance des établissements de crédit à son égard : elle permet de les maintenir « en Banque ». Le 8 juillet 1998, le Conseil des gouverneurs décidait que les établissements de crédit confieraient à leurs banques centrales nationales entre 1,5 et 2,5 % du montant de leurs dépôts, taux fixé en octobre à 2 %. Le taux de rémunération est la moyenne des taux d'appels d'offres de la période de réserves.

Le dispositif du SEBC apporte-t-il d'importantes modifications par rapport aux instruments mis en œuvre dans les différents pays de la zone euro ?

Ces pays utilisaient bien les trois grandes catégories d'opérations, opérations d'*open market*, facilités permanentes et réserves obligatoires, mais avec des modalités diverses.

En ce qui concerne les *opérations d'open market*, celles-ci avaient pris une importance croissante au cours des dix dernières années à la fois d'une manière systématique et pour le réglage fin de la liquidité. Le recours aux instruments faisant jouer les lois du marché s'est confirmé dans le SEBC. Les pensions constituaient le principal instrument pour les opérations d'*open market* ; elles conservent cette prééminence dans le SEBC. Les opérations fermes d'*open market* se pratiquaient dans trois pays de la zone euro mais ne jouaient un rôle majeur qu'en Finlande. Les

« opérations fermes » sont utilisées, dans le cadre du SEBC, pour le réglage fin et pour les opérations structurelles, ces dernières pouvant aussi être effectuées à l'aide d'un nouvel instrument, l'émission de certificats de dette.

L'opération principale de refinancement a une fréquence hebdomadaire alors que la Banque de France organisait des appels d'offres deux fois par semaine pour des concours d'une durée d'une semaine ; les nouveaux concours sont d'une durée de deux semaines au lieu d'une. Les appels d'offres dans le cadre du SEBC donnent lieu à des adjudications à taux fixes ou à taux variables alors que ces derniers n'étaient pas utilisés par la Banque de France.

Un nouvel instrument est mis à la disposition de la Banque de France et des autres BCN, les opérations de refinancement à plus long terme (trois mois) destinées à satisfaire les besoins de refinancement des établissements de taille petite ou moyenne.

Les opérations de réglage fin visant à atténuer les chocs transitoires sur la liquidité bancaire sont devenues beaucoup moins fréquentes : la Banque de France y avait largement recours depuis que les taux des réserves obligatoires avaient été abaissés. Dans le SEBC, la gestion des liquidités étant régulée en amont par des réserves obligatoires, le recours aux opérations de réglage fin devrait être moins fréquent. Cependant, elles constituent la seule catégorie d'opérations que la BCE pourrait effectuer elle-même mais dans des circonstances exceptionnelles.

Toutes les banques centrales de la zone euro avaient recours aux facilités permanentes à la seule exception de la Banque d'Espagne. Il y avait toutefois des différences entre les pays dans le dosage des diverses facilités. C'est ainsi qu'en France était organisée une possibilité de refinancement marginal à un taux de pénalisation pour une durée de 5 à 10 jours, alors que dans d'autres pays étaient prévues des avances assorties d'un taux inférieur à celui du marché ou encore la faculté de constituer des dépôts à la Banque centrale. Dans le système du SEBC, deux facilités permanentes sont organisées à 24 heures, l'une de prêt marginal, l'autre de dépôt.

Dans tous les pays de la zone euro, le système bancaire était déjà assujéti à des réserves obligatoires, à l'exception de la Belgique. Les taux des réserves convergeaient vers des niveaux peu élevés compte tenu du risque de désintermédiation financière ou de délocalisation dans les pays où elles n'étaient pas rémunérées (RFA, Autriche, France, Espagne, Portugal, Finlande). Dans le cadre du SEBC, la décision de rémunérer les réserves supprime ce risque.

Dans le cadre de la nouvelle politique monétaire unique, comment le mécanisme de transmission à l'économie réelle par le canal du taux de l'intérêt va-t-il fonctionner ? Si les réactions nationales des différentes



économies à une même variation de taux d'intérêt étaient fortement différenciées, la mise en œuvre de stratégies à l'échelle de la zone deviendrait fort difficile. De nombreuses études empiriques se sont efforcées d'apprécier ce risque. Elles ont rencontré des difficultés compte tenu des novations qu'elles doivent intégrer : mutations structurelles sur les marchés des biens et du travail ainsi que sur les marchés financiers. Certes ces mutations se développeront dans le temps mais des canaux de transmission importants ont déjà disparu totalement : fluctuations de change, écarts de taux d'intérêt, primes de risque de change (leur disparition avait, en fait, déjà largement commencé avec la convergence financière). C'est pourquoi il a paru nécessaire de recourir à des modèles multinationaux corrigés des effets immédiats de l'introduction de l'euro¹⁴. Ces études montrent que l'élasticité de l'activité aux variations du taux de l'intérêt dans les trois principaux pays, Allemagne, France, Italie serait très comparable. La règle de Taylor, peu adaptée aux petits pays fonctionnerait efficacement pour un modèle à cinq pays incluant l'Allemagne, la France, les Pays-Bas et l'Autriche. Les mécanismes de transmission de la politique monétaire dans la future zone euro qui forme une large économie relativement fermée sur l'extérieur, présenteraient finalement des ressemblances avec ceux observés aux États-Unis.

Ce système de politique monétaire, assez proche des dispositifs utilisés dans l'Europe Continentale tout en s'en différenciant sur certains points (à titre d'exemple, absence d'escompte qui existait encore dans le système allemand), comprend des instruments simples et lisibles reposant principalement sur des opérations d'*open market* ainsi que sur des facilités permanentes. Ces instruments s'inscrivent dans une certaine continuité de ceux utilisés par la plupart des BCN et plus particulièrement de ceux expérimentés par la Bundesbank et par la Banque de France.

31

La politique de change

Les orientations stratégiques déjà arrêtées par le Conseil des gouverneurs ne font pas du taux de change un objectif final, ceci contrairement à ce qui était pratiqué dans les petits pays du SME. Même en France la stabilité du franc « vis-à-vis des monnaies les plus stables du SME » constituait l'un des objectifs intermédiaires. Cependant, le taux de change sera un élément de réflexion parce que c'est une donnée disponible et aisément lisible alors que les autres données statistiques sont, pour le moment, peu fiables (masse monétaire, balance des paiements...). De plus, la crédibilité de la banque centrale nationale, nécessaire à la défense de la monnaie nationale, se trouve reportée au niveau de la BCE. Mais des incertitudes subsistent sur la volatilité à attendre de la parité euro-dollar. Selon certaines analyses non vérifiées à ce jour, elle pourrait être

forte en raison des arbitrages incessants entre les trois principales monnaies (dollar, yen, euro). D'autres font valoir, en revanche, que l'importance de la taille du marché euro-dollar pourrait entraîner la réduction de la volatilité ; d'ailleurs, la contrainte devrait être moins forte car la zone euro est moins ouverte sur l'extérieur que ne l'était chaque pays-membre¹⁵.

Dans cette situation d'incertitude, peut-on envisager une politique de change de l'UEM ? Cette interrogation en suscite d'autres : quelle est l'autorité qui en serait responsable, quels seraient ses objectifs et ses moyens d'action dans les zones d'action de l'euro.

Quelle autorité ?

En ce qui concerne le régime de change, comme on l'a vu dans la première partie, seuls les gouvernements sont compétents. Il reviendrait donc au Conseil Ecofin de l'Union européenne (à 15 pays) de négocier, le cas échéant, des accords du type de ceux signés après la Seconde guerre mondiale à Bretton Woods. Pour ce qui concerne les orientations générales d'une politique de change impliquant la possibilité d'une action sur les cours, il est nécessaire de distinguer le cas d'une intervention directe par des achats ou des ventes de devises et celui d'une action indirecte sur le cours du change par une variation des taux directeurs. La première hypothèse conduit à recourir à la responsabilité de la BCE dans le cadre des orientations générales indiquées par le Conseil Ecofin. Pour ce qui concerne la décision, l'exécution restant décentralisée comme pour la politique interne ; dans la seconde hypothèse, la décision relève du seul Conseil des gouverneurs de la BCE.

Quels moyens ?

Ceux-ci doivent être analysés selon les zones d'impact de l'euro.

Dans l'*Union européenne* (15 pays), l'euro joue le rôle de monnaie de référence. Deux pays ont adhéré au nouveau mécanisme de change (MCE II), la Grèce ayant accepté une marge de fluctuation de la drachme par rapport à l'euro de $\pm 15\%$, le Danemark la limitant à $\pm 2,25\%$. Le Royaume-Uni et la Suède ne sont pas entrés dans le nouveau mécanisme auquel il est nécessaire, selon le traité de Maastricht, d'adhérer deux ans au moins avant l'entrée dans l'UEM. Au sein du MCE II, où est organisé un système de changes stables, la BCE doit assurer la défense éventuelle des monnaies de la Grèce et du Danemark dans les mêmes conditions que celles qui existaient dans le SME. Les interventions aux marges sont automatiques et illimitées ; toutefois, la BCE peut les suspendre si elles lui apparaissent contraires à l'objectif de stabilité des prix.



A la périphérie de la zone euro, l'euro joue le rôle de « monnaie ancre », se substituant au franc dans les pays africains et au deutsche mark dans l'Europe de l'Est. Cette situation nouvelle conduit à observer les fluctuations des monnaies de ces pays notamment de ceux d'entre eux qui sont candidats à l'entrée dans l'UEM après son élargissement. Pour ce qui concerne les pays dotés du franc-CFA, un mécanisme budgétaire garantit la convertibilité de ce dernier par le Trésor français. L'entrée dans la monnaie unique a entraîné une simple substitution de l'euro au franc¹⁶.

Au sein du *Système monétaire international*, l'UEM peut-elle mener une politique de change qui permettrait de contrôler une éventuelle volatilité dollar/euro et de promouvoir l'euro au statut de monnaie internationale. On connaît les avantages que tirent les États-Unis de la prédominance du dollar. L'UEM peut-elle se les approprier ? C'est l'avis de Fred Bergsten, directeur de l'Institut des sciences économiques internationales de New York. Il pense que, dans le contexte d'une politique monétaire relativement restrictive, les investisseurs internationaux et les banques centrales convertiront en euros une partie de leurs avoirs en tenant compte de l'importance de la zone euro (en termes de population, de PIB, de participation au commerce international, de profondeur des marchés financiers), ce qui conduirait à une réallocation de portefeuille estimée à 500 à 1000 milliards de dollars vers l'euro. Cependant, pour accéder au statut de monnaie internationale, l'euro doit devenir une monnaie de placement, une monnaie de réserve et une monnaie de facturation, ce qui prendra nécessairement du temps.

En régime de change flottant, les moyens d'une politique de change apparaissent limités. Le taux de change ne se décrète pas, celui de l'euro résulte comme les autres taux de change de sa demande et de son offre. De nombreuses études récentes montrent que le taux de change est soumis à des déterminants fondamentaux à long terme qui tendent à le ramener vers sa valeur d'équilibre qui se définit comme celui compatible avec l'équilibre interne (niveau de production permettant pleine utilisation des capacités de production et taux de chômage égal au NAIRU) ainsi qu'avec l'équilibre externe (niveau soutenable de balance des paiements). Néanmoins, des « mésalignements » peuvent se révéler durables et appeler des corrections. Ces dernières impliquent, pour être efficaces, une action d'ensemble portant à la fois sur les taux directeurs, sur des interventions sur le marché des changes ainsi que des déclarations appropriées des autorités politiques et monétaires. Autrement dit, les actions sur le change impliquent la concertation étroite des différentes autorités, concertation difficile à réaliser entre, aux deux extrêmes, les partisans d'un volontarisme et ceux qui, devant la moindre vulnérabilité de la zone euro, adopteraient volontiers une attitude de *benign neglect* à la manière de John Connally, secrétaire d'Etat américain au Trésor de



l'administration Nixon qui affirmait « le dollar est notre monnaie, c'est votre problème ». Des tensions risquent ainsi de naître entre les décideurs quant aux choix de politique à mener à l'égard du dollar : l'UEM peut ne plus apparaître homogène. Or, il faut garder présent à l'esprit que les marchés détestent l'incertitude...

Quoiqu'il en soit, le SEBC a besoin de réserves de change, pour aider au fonctionnement du MCE II, pour asseoir la crédibilité de la nouvelle monnaie sur les marchés et éventuellement les dissuader de lancer des attaques contre elle. Elle doit donc disposer des réserves de change mobilisables dans la zone euro qui s'élevaient au début de 1998 à 208 milliards d'euros en devises dont 39 ont été transférés à la BCE mais restent, en fait, inscrits dans les livres des BCN¹⁷.

Devant les risques de volatilité des taux de change, des appels se répètent en faveur d'une coordination internationale pouvant aller jusqu'à la fixation de zones cibles pour l'euro et pour d'autres monnaies. L'adoption de « zones cibles » semble irréalisable tant en ce qui concerne les problèmes posés par leur définition opérationnelle que par la mise au point de moyens susceptibles d'assurer leur respect. Les banques centrales ne sont pas favorables à un taux de change fixe qui reviendrait à leur retirer une partie de leur marge d'action dans la mesure où elles seraient obligées de modifier leurs taux directeurs indépendamment des nécessités de la conjoncture de la zone à seule fin de défendre les parités des monnaies. C'est pourquoi, la réflexion dans le cadre de la « nouvelle architecture du système monétaire international » s'oriente plutôt vers un renforcement de la coopération entre les principaux blocs monétaires (dollar, euro, yen) au sein du SMI. C'est dans le cadre de ces stratégies coopératives que les banques centrales indépendantes ont à exercer un rôle essentiel dans un univers financier globalisé où la distinction entre politique monétaire interne et politique monétaire externe devient dépourvue de signification.

Le SEBC a le statut de banque centrale ; il profite largement de l'expérience acquise par les Banques nationales dans l'accès au statut complet de Banque centrale située au centre du système des paiements. Ce fut le résultat d'une longue évolution qui n'a été obtenu, pour la plupart des Banques nationales, que dans la période contemporaine. Il leur a fallu abandonner leur clientèle privée. Les liens qui les attachaient à l'État ont été dénoués lorsque celui-ci leur a accordé l'indépendance : elles ont cessé de lui consentir des concours et ont assumé la responsabilité de diriger la politique monétaire. Au contraire, dès ses débuts, le SEBC est indépendant et peut se consacrer pleinement à la direction de la politique monétaire de l'Union économique et monétaire et coopérer à l'instauration d'une relative stabilité des changes. Ses débuts se déroulent dans des conditions favorables : le taux d'augmentation des prix à la



consommation harmonisé (IPCH) est faible (0,9 % en novembre 1998) et le taux directeur principal a été abaissé, en décembre 1998, à 3 %, ce qui a été permis par la convergence financière opérée dans les onze pays membres de l'UEM. Ce fut une tâche ardue menée depuis plusieurs années dans le contexte de marchés agités. Mais depuis le début janvier 1999, la BCE a une tâche aussi délicate, celle d'asseoir sa propre crédibilité et d'assumer de larges responsabilités dans l'économie mondiale. Enfin, même si beaucoup de conditions semblent réunies pour permettre au SEBC de mener une politique plus flexible que ne pouvaient le faire les banques centrales nationales, la politique monétaire ne constituera qu'un des éléments du *policy mix* et, surtout elle ne pourra se substituer aux réformes structurelles nécessaires en Europe Continentale. Le Japon a échoué faute de telles réformes et ceci, malgré des taux d'intérêt très faibles alors que la *Fed* peut conduire un pilotage habile de la politique monétaire en raison des réformes structurelles qui ont accru la capacité d'innovation de son économie.

NOTES

1. Bagehot W. 1873, Lombard Street Fourteenth Edition. London : Paul Kegan. Capie, FH1986 The Evolution of Central Banking World Bank Seminar
2. M. Aglietta : « Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie ». Annales ESC, mai-juin 1992
3. On rappelle la chute de Wall Street de 25 % en 24 heures le 19 octobre 1987.
4. D.Hardy « *Market information and signaling in central bank operations or how often should a central bank intervene* », Working Paper 97/24 FMI février.
5. A.Estelle and F.Mishkin : Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy ? NBER Working paper n°5845, november 1996.
6. Cette position est défendue par B.Friedman et K.Kuttner « *A price target for US monetary policy? Lessons from the experience with money growth target* », Brookings papers on economic activity. Elle est attaquée, en revanche dans l'ouvrage de Ben Benanke, F.Mishkin, T.Laubach, et A. Posen : Inflation targeting, Princeton University Press.
7. Rollay and Sellon « *Monetary policy actions and long interest rates* », Fed de Kansas City, 4^{ème} trimestre 1995.
8. Hubbard : *Is bank lending important for the transmission of monetary policy?* Fed de Boston, nov/ dec 1995.
9. Déjà décidée, en France depuis le début du XIX^{ème} siècle.
10. Actuellement, le capital de la plupart des banques centrales appartient à l'Etat ; toutefois, dans quelques pays (États-Unis notamment), le capital de la banque centrale est souscrit par les institutions financières.
11. L'effet de richesse est particulièrement significatif aux États-Unis : selon l'OCDE, une hausse de 20 % des places boursières s'accompagnerait d'une progression de 0,6 % de la consommation des ménages entraînant l'année suivante une hausse des prix de 0,1 %. L'effet richesse est moins prononcé en Europe car les ménages investissent moins en Bourse.
12. *Perspectives n°64*.
13. M3 comprend la monnaie fiduciaire ainsi que les exigibilités suivantes : dépôts à vue, dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, pensions, titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans et enfin, les titres d'OPCVM monétaires et les instruments du marché monétaire. L'agrégat M3 pour la zone euro apparaît plus large que celui construit pour la politique monétaire française.



14. Dornbush, Favero, Giavazzi « Immediate challenges for the ECB : issues in formulating a single monetary policy », *Economic policy*, vol. 26, avril 1998.

15. Le rapport importations / PIB qui mesure la vulnérabilité d'un pays à la fluctuation de la monnaie dominante le dollar est de l'ordre de 10 % contre 23 % en moyenne pour chaque pays-membre.

16. La parité franc/ euro a été fixée, le 31 décembre 1998, à 1 euro = 6,55957 ce qui équivaut à 1 euro = 655,957 FCFA

17. Les réserves transférées à la BCE, à compter du 1^{er} janvier 1999, par les onze BCN appartenant à l'UEM s'établissent à 39,46 milliards d'euros, dont 15 % en or.

