

Manfred J. M. Neumann

LA COORDINATION INTERNATIONALE PEUT-ELLE SUPPLÉER L'AUTODISCIPLINE ?

La concertation internationale en matière de politique économique engendre en principe des gains de coopération. A cet égard, un aspect parfois négligé est que de telles concertations peuvent aider des gouvernements faibles à imposer des mesures impopulaires contre la résistance de certains groupes d'intérêts. L'histoire de la Communauté Européenne montre que les pays-membres n'ont souvent réussi à imposer des mesures de déréglementation, qui étaient toujours remises à plus tard en procédure interne, que lorsqu'ils pouvaient s'appuyer sur des contraintes venant de Bruxelles, auxquelles il fallait se plier. La déréglementation dans les secteurs des transports et des assurances nous en livre des exemples, tout comme l'ouverture des monopoles des télécommunications.

La question qui se pose est de savoir si l'on peut attendre les mêmes effets positifs d'accords internationaux portant sur la coordination des politiques monétaires. Contrairement aux mesures de déréglementation, les accords de coordination n'ont pas pour objet de rogner les privilèges de certains groupes d'intérêts privés, mais de limiter la zone d'influence de l'Etat national. Leur objet fait de ces accords de concertation des politiques monétaires des actes par lesquels les gouvernements se lient eux-mêmes. Ils s'engagent à ne plus utiliser la politique monétaire aux fins de servir leurs intérêts spécifiques, comme financer le budget, relancer la production et l'emploi ou s'assurer une réélection. En s'engageant à respecter les règles de coordination d'un système de changes fixes, on renonce à utiliser de façon discrétionnaire la marge de manoeuvre illimitée qu'offre la politique monétaire dans un système de changes flexibles, au profit d'une démarche commune visant à assurer la stabilité de la monnaie. Ce faisant, on s'engage à s'astreindre à une discipline. Mais il est démontré qu'en règle générale, il n'est pas optimal pour les gouvernements de tenir un engagement antérieur (Kydland et Prescott, 1977). Cette «incohérence temporelle» qui caractérise une politique optimale signifie pour les domaines d'application de la politique monétaire que les gouvernements ne peuvent pas garantir une stabilité durable de la monnaie (Barro et Gordon, 1983).

Nous chercherons ici à savoir si le problème de l'incohérence temporelle d'une politique monétaire optimale peut être atténué ou même résolu par l'adhésion d'une monnaie à un système de changes fixes. Dans la partie I, partant du problème de l'incohérence temporelle, on se demandera si et à quelles conditions la participation à un système de changes fixes peut favoriser la stabilité de la monnaie dans les pays-membres. A cet égard, il est particulièrement intéressant de savoir si la coordination permet de faire bénéficier l'ensemble des pays-membres de la crédibilité fondée sur la stabilité monétaire de l'un d'entre eux. La partie II tentera de prouver que le fondement de la crédibilité ne peut pas être la participation à un système de changes fixes, mais uniquement une constitution monétaire nationale qui assure l'autodiscipline. Enfin, la partie III essaiera d'évaluer quelles incidences on peut attendre d'un régime de changes fixes dans lequel des banques centrales indépendantes coordonnent leurs politiques monétaires.

Les restrictions qu'impose la coordination internationale à la politique monétaire

Incohérence temporelle de la politique monétaire

L'un des dilemmes permanents de tout gouvernement consiste en ce que, d'une part, en raison du coût de l'inflation pour la société, il doit considérer la stabilité de la monnaie comme un objectif essentiel, mais que, d'autre part, le recours à la taxe inflationniste facilite le financement des dépenses publiques, et la hausse inattendue du taux d'inflation peut engendrer un gain en terme d'emploi et la baisse de la valeur réelle de la dette publique. C'est ce dilemme qui fait que les banques centrales dépendantes mènent une politique monétaire temporellement incohérente et ne sont pas en mesure, dès lors, d'assurer la stabilité de la monnaie.

Si l'on fait abstraction du motif de la taxe inflationniste, et si l'on formule l'objectif d'une croissance de l'emploi comme objectif d'une hausse du niveau de l'output, on peut traduire le conflit par la fonction de perte quadratique suivante :

$$(1) \quad V^G = x\pi^2 + (y-y^c)^2; \text{ où } : y^c = y_n + c$$

D'une part, il faut contenir au maximum les variations quadratiques du taux d'inflation Pi par rapport à l'objectif zéro, d'autre part, il faut contenir également le plus possible les dérivées de l'output y par rapport au niveau-objectif désigné par l'indice c . Ce niveau-objectif dépasse du montant c le niveau normal des capacités Y .

Etant donné une telle fonction de perte, un gouvernement qui déclarerait vouloir mener une politique monétaire assurant un taux d'inflation zéro n'est

pas crédible. Des agents économiques rationnels, qui connaissent la fonction de perte, reconnaissent qu'il n'est pas optimal pour le gouvernement de mener une politique cohérente, et donc de tenir son engagement. Comme celui-ci tente d'obtenir un gain d'output c , il aura un comportement temporellement incohérent et donc, après son annonce d'une politique visant la stabilité des prix, il mettra en oeuvre une politique monétaire expansionniste pour obtenir un taux d'inflation positif. Les agents économiques tiennent alors compte de ce taux d'inflation positif vraisemblable pour la fixation des salaires. On en arrive à un équilibre de Nash inflationniste, stable mais inefficace, sans l'effet désiré sur l'output et l'emploi.

Dans l'hypothèse d'une structure macro-économique usuelle (offre, marché monétaire, taux de change réel), il résulte à terme de l'équation (1), en cas d'anticipations rationnelles et de cours de change flexibles, le taux d'inflation suivant :

$$(2) \quad \bar{\pi} = \frac{c}{x} \alpha (1-\beta) > 0$$

Le taux de régime de l'inflation est d'autant plus élevé que le gain d'output souhaité c est grand et qu'est modeste le poids x donné à l'objectif de stabilité monétaire dans la fonction-objectif (1). Les coefficients *alpha* et *bêta* sont des coefficients structurels. Alors que le coefficient *alpha* désigne l'effet domestique direct de l'inflation inattendue sur l'output, le coefficient *bêta* exprime la répercussion de la baisse simultanément induite, temporaire, du taux de change réel sur l'offre et la demande en output.

Rogoff (1985) a démontré que le gouvernement pourrait obtenir un taux d'inflation plus bas s'il transférait la politique monétaire à une banque centrale conservatrice qui, si elle doit se soumettre à la fonction-objectif (1), donnerait néanmoins un poids plus grand Xc à la stabilité de la monnaie : $Xc > x$. Il ne faut pas confondre cette délégation de compétence avec la mise en place d'une banque centrale indépendante. Un banquier central conservateur reste dépendant du gouvernement. Il doit poursuivre l'objectif d'un gain supplémentaire d'output c . Le degré de conservatisme que le gouvernement peut admettre du banquier central dépend de l'importance de cet objectif partiel et du niveau de variation des perturbations conjoncturelles.

Coordination internationale

On peut, au lieu de nommer un banquier central conservateur, rattacher la politique monétaire nationale à un système de changes fixes. Pour savoir si cela renforce la discipline, considérons deux pays, un pays à forte inflation H et un pays à faible inflation B. Pour simplifier, on suppose que les structures économiques des deux pays sont semblables, c'est-à-dire que les coefficients de structure *alpha* et *bêta* des deux pays ne diffèrent pas. Ici comme là, la politique

monétaire est confiée à des banques centrales dépendantes du gouvernement. Elles optimisent les fonctions-objectifs du type de l'équation (1) compte tenu des restrictions découlant des structures données. Les fonctions-objectifs ne diffèrent que du point de vue de la relation entre l'output supplémentaire recherché c par rapport au poids accordé à l'inflation, mesuré par x , de la manière suivante :

$$(3) \quad q_H = \frac{C_H}{X_H} > q_B = \frac{C_B}{X_B}$$

En régime de changes flexibles, les deux banques centrales arrêteront leur politique monétaire indépendamment l'une de l'autre et, comme on peut le déduire, viseront le niveau d'inflation suivant :

$$(4) \quad \bar{\pi}_H = \alpha (1-\beta) q_H > \bar{\pi}_B = \alpha (1-\beta) q_B > 0$$

Ou encore, les deux banques centrales peuvent coordonner leurs politiques monétaires, par exemple en s'entendant sur une ligne médiane. Si l'on fait abstraction de chocs conjoncturels spécifiques, les deux pays obtiennent des gains de coopération, la coordination permettant de mieux amortir les chocs conjoncturels globaux qui touchent les deux pays avec la même ampleur. Il en résulte pour le pays à forte inflation H un gain supplémentaire de coordination dû au ralentissement de l'inflation de régime. Quant au pays B, on constate une perte due à l'accélération de l'inflation, et celle-ci pourrait être supérieure au gain résultant de la meilleure atténuation des chocs globaux. Dans ce cas, le pays B se refuserait à coordonner les politiques monétaires.

Un aspect plus intéressant de la coordination correspond au modèle du système monétaire international de Bretton Woods ou à la structure asymétrique du Système Monétaire Européen (SME) tel que pratiqué après 1983. Un pays leader du système définit l'orientation de la politique monétaire, pendant que les autres pays ajustent leur approvisionnement en liquidité de telle sorte que les taux de change nominaux correspondent aux parités fixées. Si le pays H accepte la banque centrale du pays B comme leader du système, la banque centrale H peut, grâce à un ajustement parfait, se libérer de l'équilibre inefficace de forte inflation et adopter le taux d'inflation faible du pays B. En fonction de quoi, il serait possible d'abaisser le taux d'inflation de :

$$(5) \quad \alpha (1-\beta) (q_B - q_H) < 0$$

En réalité, le gain de stabilité du pays H est inférieur, parce que la coordination modifie le degré d'efficacité de la politique monétaire de la banque centrale leader B. En cas d'imitation parfaite de la politique monétaire de la banque centrale B par la banque centrale H, une accélération inattendue de la

croissance monétaire n'induit pas de dévaluation réelle temporaire ; le taux de change reste inchangé. Dans ce cas, la banque centrale B, également dépendante du gouvernement, peut de façon optimale choisir un taux de croissance de la masse monétaire plus élevé que cela ne serait le cas en régime de changes flexibles. Cela s'exprime de façon formelle dans l'équation suivante, dans la mesure où le paramètre structurel *bêta* disparaît. La coordination permet à la banque centrale B de choisir le taux de régime désigné par l'indice C.

$$(6) \quad \bar{\pi}_C = \alpha q_B = \bar{\pi}_B + \alpha \beta q_B > \bar{\pi}_B$$

Il est plus élevé qu'auparavant. De sorte que la baisse escomptée du rythme d'inflation du pays B est moins forte. Elle s'élève à :

$$(7) \quad \Delta \bar{\pi}_H = \alpha [q_B - (1-\beta)q_H] \leq 0, \text{ if : } q_H \geq \frac{q_B}{1-\beta}$$

Une baisse n'intervient donc que pour autant que, pour le paramètre structurel *bêta* donné, la fonction-objectif imposée à la banque centrale H diverge fortement de la fonction-objectif de la banque centrale leader B quant à l'importance relative accordée à la croissance par rapport à la stabilité des prix, et mesurée par le paramètre *q*.

Pour le cas général des banques centrales dépendantes du gouvernement : premièrement, la coordination internationale des politiques monétaires incite la banque centrale du pays leader à mener une politique monétaire plus expansive que par régime de changes flexibles. Deuxièmement, les membres du mécanisme de change dont les fonctions-objectifs, par rapport au paramètre *q*, ne divergent que peu de celles du leader du système, sont également poussés par la coordination à suivre une voie plus inflationniste. Troisièmement, seuls les pays-membres qui auraient choisi en régime de changes flexibles une croissance nettement plus rapide de la masse monétaire peuvent s'assurer un niveau d'inflation plus bas, en ajustant parfaitement leur politique monétaire à celle du pays leader du système.

Leader du système : une banque centrale indépendante

On peut parvenir à de meilleurs résultats de coordination si l'on choisit une banque indépendante comme leader du système. Le concept d'indépendance de la banque centrale est utilisé dans l'opinion publique de façon très floue parce que l'on s'est habitué à prendre comme modèle de banque centrale indépendante du gouvernement la Bundesbank allemande. On y reviendra dans la partie III.

Ici, on définira le type de la banque centrale indépendante dans un premier temps par la fonction de perte suivante :

$$(8) \quad V_{IB} = x\pi^2 + (y - y_{IB}^C)^2 ; \text{ où : } y_{IB}^C = y_N$$

Elle ne diffère de la fonction-objectif (1) que par le fait que l'objectif d'output correspond au niveau normal des capacités de production. La banque centrale indépendante résiste à la tentation, finalement toujours vaine, de parvenir, par stimulation monétaire, à un output supplémentaire égal à c . La minimisation de la fonction (8) compte tenu de la même structure macroéconomique que plus haut donne comme taux de régime de l'inflation :

$$(9) \quad \bar{\pi}_B = 0$$

La banque centrale indépendante assure donc une stabilité monétaire dans le sens d'un taux moyen d'inflation de zéro. C'est précisément parce qu'elle ne tient pas compte de l'objectif du gouvernement de parvenir par sa politique monétaire à un gain durable en termes d'output qu'elle évite le problème d'une politique monétaire temporellement incohérente. A la différence de la banque centrale dépendante du gouvernement, elle tient son engagement.

L'équation (9) vaut aussi bien pour un régime de changes flexibles que pour le régime de coordination dans lequel cette banque est leader. Sous l'aspect du niveau de l'inflation, qui intéresse ici, il résulte donc un gain de coordination supérieur à celui des autres membres du système de changes fixes. Par rapport au régime de changes flexibles, la banque centrale du pays à forte inflation H parvient, pour autant que sa politique monétaire soit parfaitement ajustée et que la parité soit garantie, au niveau zéro d'inflation et à la réduction suivante :

$$(10) \quad \Delta \bar{\pi}_H = \alpha (1-\beta) q_H < 0$$

Elle est nette et supérieure à celle obtenue lorsque la banque centrale leader est dépendante ; cf. équation 7.

Au total, il apparaît que la coordination internationale peut favoriser la stabilité monétaire, pour autant que premièrement la ligne d'expansion du système de changes fixes soit fixée par une banque centrale indépendante et deuxièmement que les banques centrales des autres pays-membres garantissent les parités par un ajustement parfait de leur politique monétaire. C'est sur ce résultat que se fonde l'interprétation fameuse selon laquelle les banques centrales dépendantes peuvent, en adhérant à un système de parités fixes, emprunter la crédibilité de la banque centrale indépendante leader (Giavazzi et Giovannini, 1987 ; Giavazzi et Pagano, 1988). Toutefois, cette thèse suppose que soit remplie la deuxième condition d'un parfait ajustement sur la politique monétaire de la banque centrale leader. Cela est possible, mais n'est pas certain.

Le problème de la crédibilité

Crédibilité signifie conviction subjective des agents économiques que la banque centrale poursuit une politique apte à assurer durablement la stabilité de la monnaie. Dans l'hypothèse d'anticipations rationnelles, une telle conviction ne se fonde pas sur des promesses, mais sur l'appréciation des intérêts de la banque centrale. Des caractéristiques de la fonction-objectif et des limites données de la politique monétaire dépend la crédibilité d'une banque centrale. La dépendance en soi empêche la crédibilité, parce que la stabilité de la monnaie n'est pas compatible avec l'arbitrage, qui résulte de la fonction-objectif du gouvernement, entre stabilisation de l'output et stabilisation de la monnaie. C'est pourquoi il faut vérifier si ce défaut peut être écarté par une limitation des moyens d'action.

Il y a lieu de douter de la nécessité d'une limitation supplémentaire des moyens d'action parce qu'une banque centrale dépendante du gouvernement pourrait tenter de se forger une réputation de banque centrale axée sur la stabilité de la monnaie en donnant les preuves d'une politique de discipline. L'acquisition de cette réputation réduit les anticipations d'inflation, toutefois la portée dans le temps d'une telle réputation est inévitablement limitée. La pérennité de la dépendance par rapport au gouvernement fragilise l'acquisition de cette réputation parce qu'un changement de gouvernement et l'opportunité politique pourraient contraindre à une réorientation de la politique monétaire. Cela, les agents économiques ne l'oublent jamais. La Banque de France, par exemple, s'est forgé pendant des années, avec constance, une réputation. Néanmoins, à l'automne 1992, elle a été entraînée dans le tourbillon de la spéculation, parce que les anticipations d'échec du gouvernement aux élections pouvaient laisser prévoir une réorientation de la politique monétaire.

Lors de l'adhésion à un système de parités fixes, on fixe des règles de comportement contraignantes afin de stabiliser les taux de change en conformité avec les parités fixées et, de la sorte, obtenir la coordination des politiques monétaires des pays-membres avec celle du leader du système. La crédibilité peut s'instaurer pour autant que, premièrement, les règles soient aptes à favoriser l'ajustement à la politique monétaire du leader et que, deuxièmement, on puisse s'attendre à ce que les réalignements ne soient pas considérés comme une option normale, mais seulement comme une exception en cas de rare nécessité.

Pour ce qui concerne l'adéquation des règles, il faut considérer en particulier les règles d'intervention. La construction asymétrique de Bretton Woods, selon laquelle le pays leader n'est pas soumis à l'obligation d'intervention, donnait la responsabilité du maintien des parités aux autres membres. C'est une condition nécessaire à l'acquisition de la crédibilité. L'obligation symétrique d'intervention marginale dans le cadre du SME affaiblit en revanche la responsabilité des

pays qui veulent se forger une réputation. Elle favorise la divergence monétaire et s'oppose de ce fait à l'acquisition d'une réputation. En même temps, la contrainte de participer aux interventions constitue un obstacle pour la politique monétaire du pays leader. En faveur de la symétrie de l'obligation d'intervention, on allègue qu'elle rend plus risquée la spéculation dans le sens d'un réaligement et qu'elle a donc une force dissuasive. Mais c'est un avantage trompeur. Car la seule chose que l'on obtient, c'est de différer dans le temps les attaques spéculatives provoquées par les divergences des facteurs fondamentaux. Et ces attaques n'en sont alors que plus violentes, de sorte que les réserves monétaires d'un pays peuvent être épuisées en l'espace de quelques jours.

Pour le maintien des parités fixées, c'est la convergence des politiques monétaires qui est décisive, et non pas la disposition à intervenir. Participer à un système de changes fixes, c'est implicitement promettre de veiller à la convergence. Une telle promesse venant d'un gouvernement ou d'une banque centrale dépendante ne mérite pas plus la confiance que la promesse directe de stabilité monétaire, à moins qu'il existe des sanctions automatiques qui réduisent l'attrait de la divergence monétaire.

Pagano et Giavazzi (1988) attirent l'attention sur les pertes induites en termes d'exportation. Si l'on choisit, contrairement aux règles du système, un taux d'expansion monétaire plus élevé, l'accélération de la hausse des prix induit une hausse croissante du taux de change réel, qui réduit la compétitivité des produits d'exportation domestiques. Mais l'expérience montre que la menace de sanctions n'est pas très efficace. A cela, plusieurs explications : tout d'abord, la sanction n'est pas appliquée instantanément, au contraire, il faut du temps avant qu'une politique monétaire plus expansionniste ne provoque une accélération de la hausse des prix ; ensuite, il est certes important de tenir compte des branches exportatrices, mais il est souvent plus important encore de tenir compte de la situation budgétaire de l'Etat et des intérêts de branches produisant pour le marché domestique. Or, ces dernières profitent, tout comme les ménages, de la baisse induite des prix à l'importation.

Mais surtout, il reste la possibilité d'annuler par une dévaluation nominale la réévaluation réelle induite. La possibilité de réaligement et l'accoutumance à celui-ci réduisent a priori l'incitation à respecter une certaine discipline monétaire. Il est vrai que le gouvernement pourrait avoir à en payer le prix politique, parce qu'une dévaluation est un signe tangible d'échec politique et comprise comme telle par les électeurs qui pourraient alors la sanctionner (Melitz, 1988). Mais une sanction électorale future n'est pas une conséquence sûre, d'autant moins que les décisions de vote ne résultent pas de la prise en compte d'un seul facteur. La probabilité de cette sanction est trop faible pour exercer une dissuasion sur les gouvernements. D'ailleurs, ceux-ci agissent le plus souvent à court terme et n'accordent donc en général qu'une faible importance aux incidences lointaines de mesures actuelles.

La menace de dévaluation que porte une politique monétaire trop expansive serait plus efficace si elle s'exprimait dès son entrée en vigueur par une vague de spéculation. Mais pour cela, les anticipations de change sont trop tournées vers l'avant, les changes au comptant ou à terme se maintiennent dans un premier temps à l'intérieur de la bande de fluctuation et exercent donc une influence stabilisatrice sur le système. Les marchés des changes, tournés vers le lendemain, ne tiennent pas compte simplement de la divergence monétaire du moment par rapport au pays de la monnaie leader, mais de l'évolution cumulative vraisemblable à l'avenir. Il faut tout d'abord que l'impression se confirme que la politique monétaire expansive n'est pas de nature temporaire mais durable et qu'en même temps il soit prévisible que ni les réserves monétaires, ni d'éventuels soutiens monétaires à court terme ne suffiraient pour résister à une attaque spéculative, ce n'est qu'alors qu'une spéculation massive à la dévaluation se déclenche.

On peut en conclure qu'on ne peut effectivement pas remédier à une insuffisance de crédibilité de la politique de stabilité en adhérant à un système de changes fixes. Aucun mécanisme de change n'exerce une contrainte absolue de coordination. Il n'y a rien qui puisse s'opposer à un refus, d'abord insignifiant, mais toujours plus fort, d'ajustement. Comme cela est transparent pour les agents économiques, une crédibilité ne peut être acquise de la sorte. Aucun mécanisme de change ne peut se passer de la volonté de coordination. Là où l'autodiscipline manque, l'échec est programmé

Autodiscipline et coordination de banques centrales indépendantes

D'un point de vue économique, l'autodiscipline n'est pas une question de bonne volonté. L'expérience montre que l'intérêt des gouvernements pour la stabilité monétaire est éphémère et qu'il peut, au gré des évènements de politique intérieure, être sacrifié à d'autres intérêts. On peut y pallier par la participation à un système de changes fixes.

L'autodiscipline ne peut s'établir qu'en soustrayant institutionnellement la politique monétaire à la zone d'influence du gouvernement et au processus politique. Un statut d'indépendance est le seul moyen efficace d'instaurer l'autodiscipline d'un gouvernement (Neumann, 1991). C'est généralement admis aujourd'hui. C'est ce que montrent le statut ancré au traité de Maastricht de la Banque Centrale Européenne ainsi que les réformes des lois sur la banque centrale intervenues dans différents pays européens. A cet égard, il est frappant de voir que l'indépendance de la Bundesbank allemande est considérée dans de nombreux pays comme une solution exemplaire, et en même temps excessive. Or, en réalité, l'indépendance de la Bundesbank est nettement restreinte, par exemple par le vague devoir de soutenir la politique économique générale du gouvernement et par la prérogative du gouvernement de fixer la parité de la monnaie en accord avec d'autres pays.

Dans le débat économique, on oublie généralement que l'indépendance de la banque centrale reste incomplète tant que les gouvernements privent la banque centrale de la compétence de change. La stabilité de la monnaie ne peut être garantie que si la politique de change lui est subordonnée. Tant qu'un gouvernement peut imposer à sa banque centrale, même indépendante, des orientations, des cibles, voire des parités de change, il dispose d'un moyen de contraindre la banque centrale à mener une politique monétaire expansionniste.

Aussi, pour engager efficacement le gouvernement, il faut que la banque centrale dispose de la compétence factuelle de fixer seule la politique de change et d'intervention. Cela pourrait être réglé par un mandat général de négociation des accords monétaires internationaux. Mais le transfert de compétence pourrait déjà être acquis en fait par un droit de veto. Une solution minimale pourrait consister à accorder à la banque centrale le droit d'interrompre des interventions obligatoires dans le cadre du système de changes fixes. Cette solution très modérée du problème de compétence permettrait d'éviter que les gouvernements compromettent la politique monétaire de leur banque centrale en lui imposant des directives de change.

La solution nationale du problème de l'insuffisance d'autodiscipline qui consiste à assurer une complète indépendance de la banque centrale est la condition de succès d'une coopération internationale ancrée dans la stabilité. Alors, les avantages du régime de changes fixes seraient mis en valeur : d'une part, la neutralisation de chocs sur la demande de monnaie, qui intervient automatiquement par réaction à l'offre de monnaie, et d'autre part, un meilleur amortissement des effets conjoncturels de chocs réels, dans la mesure où ils sont de caractère global, et touchent donc toutes les économies membres du système de la même façon. Le problème de chocs spécifiquement nationaux demeurerait bien sûr entier. Des chocs très importants de cette nature pourraient requérir une modification des parités. Mais ils seraient rares et des banques centrales indépendantes pourraient s'accorder plus facilement que des gouvernements parce qu'elles tiennent toutes de la même façon à la sauvegarde de la stabilité.

Un système de changes fixes qui serait géré par des banques centrales indépendantes serait stable et ne requerrait pas, comme le SME actuel, une bande extrêmement large de fluctuation (Neumann, 1994). Puisque l'on n'aurait plus de divergence monétaire durable, et que par là-même la cause principale des attaques spéculatives aurait disparu, les anticipations de change auraient un effet stabilisateur. On n'aurait plus que rarement besoin d'interventions, le fait de renoncer à une obligation d'interventions marginales réduites pourrait même renforcer la confiance.

Conclusion

La coordination internationale des politiques monétaires ne peut se substituer à l'autodiscipline. Eu égard à l'objectif de stabilité monétaire durable, la tare congénitale de la dépendance d'une banque centrale par rapport au gouvernement ne peut être guérie par un régime de changes fixes. Les changes fixes sont modifiables, ils sont soumis au calcul de l'opportunité politique. C'est pourquoi ils ne peuvent pas engendrer une crédibilité qui ne serait pas étayée par une constitution monétaire nationale.

L'autodiscipline ne peut être assurée que par une indépendance institutionnelle complète de la banque centrale par rapport au gouvernement et au processus politique. C'est elle qui est le fondement de la crédibilité et en même temps la condition de réussite de la coordination internationale des politiques monétaires. C'est ce qui explique la relation particulière qui existe depuis août 1993 entre les banques centrales d'Allemagne et des Pays-Bas. Elle pourrait être étendue à d'autres banques centrales qui, grâce à des réformes nationales, acquerraient un statut comparable d'indépendance. Ainsi se formerait au sein du SME un petit cercle de stabilité monétaire en régime de flexibilité des taux de change à l'intérieur d'une bande étroite de fluctuation. Il n'est toutefois pas certain que les dernières réformes de lois relatives à la banque centrale intervenues récemment dans certains pays assurent un statut suffisant d'indépendance.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Barro, Robert et David Gordon (1983) : Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics* 12, 101-121.
- Giavazzi, Francesco et Antonio Giovannini (1987) : Models of the EMS : Is Europe a Greater Deutsche Mark Area, in : R. Bryant et R. Potes, *Global Macroeconomics*, New York, 237-265.
- Giavazzi, Francesco et Marco Pagano (1988) : The Advantage of Tying One's Hands : EMS Discipline and Central Bank Credibility, *European Economic Review* 32, 1055-1082.
- Kydland, Finn und Edwaard Prescott (1977) : Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy* 85, 473-493.
- Melitz, Jacques (1988) : Monetary Discipline, Germany and the European Monetary System, *Kredit und Kapital* 21, 481-512.
- Neumann, Manfred J.M. (1991) : Precommitment by Central Bank Independence, *Open Economics Review* 2, 95-112.
- Neumann, Manfred J.M. (1994) : Reforming the European Monetary System, *Intereconomics* 29, 55-58.
- Rogoff, Kenneth (1985) : The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, *The Quarterly Journal of Economics* 100, 1169-1189.