

## COMMENTAIRE

OLIVIER DAVANNE

Manfred Neumann plaide ici avec conviction pour un système monétaire international bâti autour de banques centrales libres de toute interférence politique, y compris, contrairement à la situation actuelle, en matière de taux de change. Sa réflexion part d'un postulat initial qu'il est difficile de contester : la nécessaire stabilité des prix. La poursuite d'une inflation très modérée et stable est à la fois nécessaire du point de vue de l'intérêt national et, comme le souligne à juste titre Manfred Neumann, une contribution essentielle à la stabilité des taux de change. Les grandes crises de change s'expliquent la plupart du temps par une perte de crédibilité des autorités monétaires en matière de lutte contre l'inflation. L'indépendance de la Banque centrale est un des moyens d'atteindre cet objectif de stabilité des prix et c'est sans excès d'états d'âme que la France a accepté que la future Banque centrale européenne soit totalement protégée des pressions politiques.

Ainsi, ce commentaire ne livrera pas un combat d'arrière-garde : il ne discutera que très brièvement les arguments de nature théorique avancés dans cet article en faveur de l'indépendance des banques centrales, même s'ils gagneraient à être nuancés, pour se concentrer sur la question, beaucoup plus d'actualité, qui est abordée dans les deux dernières pages : comment améliorer le fonctionnement du système monétaire international, notamment en Europe ? Soulignons d'entrée de jeu que le projet d'aller encore plus loin qu'aujourd'hui dans l'indépendance en ôtant aux gouvernements toute compétence sur les parités de change ne nous paraît pas fondé, notamment en Europe. L'avenir monétaire de l'Union européenne nous paraît d'abord reposer sur l'application dans les délais du traité de Maastricht qui a fixé les étapes qui doivent nous conduire vers la monnaie unique. De ce point de vue, la véritable priorité semble être d'améliorer la convergence des économies, aussi bien sur le plan de leurs performances macroéconomiques (chômage, inflation, finances publiques...) que sur celui, trop souvent oublié, de leurs modes de fonctionnement.

Plusieurs affirmations de Manfred Neumann sur l'impossibilité absolue de mener une politique monétaire sage sans indépendance de la Banque centrale se heurtent de toute évidence à l'expérience française des dix dernières années. Une revue française n'est pas le meilleur endroit pour affirmer que : « 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 événements de politique intérieure, être sacrifié à d'autres intérêts. (...) L'autodiscipline ne peut s'établir qu'en soustrayant institutionnellement la politique monétaire à la zone d'influence du gouvernement et au processus politique. » Dès 1993, l'inflation française était revenue autour de 2 %, le niveau jugé optimal par la Bundesbank, avant même que la responsabilité de la politique monétaire ne soit, au début de cette année, confiée à la Banque de France rendue indépendante. Dans son enthousiasme pour les Banques centrales indépendantes, Manfred Neumann sous-estime probablement l'incitation qu'ont aujourd'hui les gouvernements à contrôler l'inflation, notamment quand ils ont pris des engagements publics et très clairs en faveur de la stabilité des taux de change. Dans la plupart des pays, les ménages ont en effet conservé un souvenir très négatif des dévaluations et fortes hausses de prix des années soixante-dix et sont davantage prêts que par le passé à sanctionner électoralement les gouvernements qui renieraient leurs engagements en matière de lutte contre l'inflation. La nécessité pour les gouvernants de préserver leur réputation dans un monde où les capitaux circulent librement constitue également un puissant frein aux politiques laxistes. En tout état de cause, il suffit d'examiner l'exemple du Japon pour constater que l'indépendance de la Banque centrale n'est pas une nécessité absolue pour assurer un haut degré de stabilité monétaire. L'expérience du Royaume uni, qui tente d'établir un équilibre entre les pouvoirs de la Banque centrale et celle du gouvernement, est à cet égard intéressante. Elle mériterait d'être discutée dans le cadre de la théorie des jeux chère à Manfred Neumann pour évaluer dans quelle mesure les décisions récentes, notamment la publication des minutes des entretiens entre le gouverneur de la Banque d'Angleterre et le Chancelier de l'Echiquier, limitent effectivement le risque de dérives inflationnistes tout en laissant pour l'essentiel au gouvernement, comptable devant l'opinion, la maîtrise de la politique économique.

Au total, l'indépendance de la Banque centrale à la mode française ou allemande est une des façons globalement satisfaisantes d'assurer la nécessaire stabilité des prix. Manfred Neumann n'est cependant pas satisfait de la situation actuelle car la responsabilité de fixer les taux de change échappe à ces institutions pour revenir aux gouvernements. Il est difficile de le suivre sur ce terrain. D'une part, les variations du taux de change n'affecte pas par définition que le pays considéré mais aussi les relations qu'il entretient avec ses partenaires : il est donc normal que les gouvernements démocratiquement élus, et jusqu'à preuve du contraire en charge des affaires étrangères, aient un droit de regard significatif. D'autre part, les Banques centrales indépendantes ne sont, dans la réalité des faits, contraintes de suivre les directives des gouvernements en matière de change que dans la mesure où celles-ci ne sont pas contradictoires avec la stabilité des prix. Les contraintes de change nées du SME n'ont pas empêché la Bundesbank de relever son taux d'escompte en juillet 1992, ni de

décevoir les marchés en le maintenant inchangé à la fin du mois de juillet 1993, avec les résultats que l'on sait sur la stabilité du système en septembre 1992 puis pendant l'été 1993. La maîtrise de la politique de change par le gouvernement n'a pas à l'évidence menacé la stabilité monétaire en Allemagne et il n'y a pas de raisons qu'il en aille différemment à l'avenir en France. En fait, plus que de véritables dérives inflationnistes, Manfred Neumann craint vraisemblablement le retour chez certains partenaires de l'Allemagne de la « tentation anglaise », c'est-à-dire d'une politique qui, tout en conservant la priorité donnée à la stabilité monétaire interne, c'est-à-dire à la lutte contre l'inflation, tolèreraient de plus grandes fluctuations du taux de change contre mark. Manfred Neumann semble, probablement avec raison, plus confiant dans les banquiers centraux hors d'Allemagne que dans les hommes politiques pour poursuivre résolument la politique actuelle qui donne la priorité à la défense des parités. Dans un autre article récent, il souligne qu'une plus grande volatilité des taux de change pourrait avoir des effets négatifs sur l'intégration économique et monétaire des pays européens<sup>1</sup>. On peut comprendre ou partager cette préoccupation mais il n'en reste pas moins qu'il n'apparaît pas acceptable de priver les gouvernements d'un droit de regard sur les taux de change tant que celui-ci ne compromet pas la stabilité des prix. Le type de relations monétaires que l'Allemagne entretient avec ses plus proches voisins résulte de choix politiques fondamentaux, qui sont du ressort naturel des gouvernements élus, pas des banquiers centraux.

La meilleure contribution que les gouvernements européens puissent apporter à la stabilité des changes dans le moyen et le long terme, ce serait vraisemblablement d'améliorer la convergence de leurs économies pour rendre possible l'introduction d'une monnaie unique en Europe avant la fin du siècle. Au-delà des contraintes juridiques imposées par le traité de Maastricht, une monnaie unique ne sera un succès sur le plan économique, et d'ailleurs acceptable politiquement, que si les économies concernées ont atteint un haut niveau de convergence. Dans le cas contraire, des exigences nationales divergentes en matière de fixation des taux d'intérêt créeront tôt ou tard de fortes tensions au sein de la Banque centrale européenne comme entre les gouvernements. Cet effort de convergence doit être mené sur deux fronts. Rappelons en premier lieu la nécessité de la convergence macroéconomique traditionnelle, telle qu'elle est définie dans le traité de Maastricht (convergence de l'inflation, des taux d'intérêt, des finances publiques). Il est souvent reproché aux « critères de Maastricht » de ne pas suffisamment prendre en compte la convergence de l'économie réelle. Aucune mention n'est faite du taux de chômage ou du taux de croissance économique alors même que ce sont des éléments importants

<sup>1</sup> Voir Manfred J.M. Neumann, *Reforming the European Monetary System*, *Intereconomies*, March/April 1994.

pour déterminer le niveau souhaitable des taux d'intérêt. Cependant, la convergence imposée en matière d'inflation limite quelque peu la portée de cette critique : si à un moment donné, deux pays divergent fortement dans le cycle économique en termes de croissance ou de chômage, il est peu probable qu'ils aient le même taux d'inflation. Ce point de vue, le critère inflation, absolument central, aurait probablement gagné à être plus strict dans le traité de Maastricht (les taux d'inflation ne doivent pas s'éloigner de plus de 1,5 % du taux moyen des trois pays les plus vertueux. Un seuil de 1 % aurait probablement été plus adapté). Le second type de convergence nécessaire, celui portant sur les structures économiques, est malheureusement moins discuté. Pour le bon fonctionnement d'une zone monétaire, il est important que les économies qui la composent réagissent de façon raisonnablement similaire aux ondes de choc en provenance du reste du monde. Dans le cas contraire, un choc externe, comme par exemple une brutale augmentation du prix du pétrole, créera une divergence économique, porteuse également de tensions politiques, entre les pays membres liés par la même politique monétaire. Dans ce cadre, les modes de fonctionnement très différents des marchés du travail dans les pays européens constituent un véritable motif d'inquiétude. Il n'y a pas grand-chose de commun entre le marché du travail français, où la négociation salariale est notamment de plus en plus menée entreprise par entreprise, et le marché du travail allemand caractérisé par des syndicats beaucoup plus puissants et des négociations salariales menées au niveau national. Dans le cadre de la marche vers la monnaie unique, il serait probablement utile d'avoir des échanges de vue plus poussés sur le « modèle social » européen. Il apparaîtrait souhaitable d'assurer plus de cohérence entre les réformes structurelles que les différents pays européens entreprennent ou vont entreprendre pour répondre aux défis communs tels le niveau excessif du chômage ou le vieillissement de la population.