

LISTE DES ABREVIATIONS

| | |
|------|---|
| BCE | Banque centrale européenne |
| BCN | Banques centrales nationales |
| BNB | Banque Nationale de Belgique |
| CE | Commission européenne |
| FMI | Fonds monétaire international |
| ICN | Institut des comptes nationaux |
| OCDE | Organisation de coopération et de développement économiques |
| ONEM | Office national de l'emploi |
| PIB | Produit intérieur brut |
| SEBC | Système européen de banques centrales |
| SEC | Système européen des comptes |
| SNCB | Société nationale des chemins de fer belges |
| TVA | Taxe sur la valeur ajoutée |
| UE | Union européenne |
| UMTS | Universal Mobile Telecommunications System |

SIGNES CONVENTIONNELS

| | |
|------|---|
| – | la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens |
| e | estimation |
| n. | non disponible |
| p | provisoire |
| p.c. | pour cent |
| p.m. | pour mémoire |

RESPONSABILITE ET TRANSPARENCE DES AUTORITES EN CHARGE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

INTRODUCTION

Au cours des années nonante, de nombreuses banques centrales ont à la fois acquis une plus grande autonomie vis-à-vis des pouvoirs politiques et opéré des efforts considérables pour rendre publics et expliquer leurs objectifs, leur stratégie, ainsi que la motivation de leurs décisions en matière de taux d'intérêt.

L'Eurosystème est peut-être l'autorité monétaire la plus indépendante qui soit. Cette caractéristique, de même que la nouveauté de l'institution, expliquent sans doute l'intensité des demandes, ou des critiques, concernant la reddition de comptes et la transparence.

Le présent article vise à discuter des raisons, des moyens et des limites de la responsabilité et de la transparence des banques centrales, puis à comparer la manière dont ces concepts sont appliqués, de jure et de facto, dans le fonctionnement de l'Eurosystème ainsi qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Le point de vue adopté est économique et non juridique et le domaine d'application est limité à l'orientation de la politique monétaire et ne couvre pas l'ensemble des actes des banques centrales.

1. RAISONS, MOYENS ET LIMITES DE LA RESPONSABILITE ET DE LA TRANSPARENCE DES BANQUES CENTRALES

1.1 DEFINITIONS

A la suite de T. Padoa-Schioppa¹, une distinction conceptuelle est établie entre l'obligation de

rendre des comptes (« accountability », terme aussi traduit par « responsabilité ») et la transparence.

L'obligation de rendre des comptes est d'ordre politique et concerne les relations entre la banque centrale, d'une part, la société civile et ses représentants élus, d'autre part. Elle est une forme du contrôle démocratique exercé sur la banque centrale, qui est limité par l'indépendance reconnue à celle-ci, tout en constituant une contrepartie et une légitimation de cette autonomie. La reddition de comptes justifie « ex post » les décisions prises.

La transparence est d'ordre économique et concerne davantage les relations entre la banque centrale et les marchés, notamment financiers. Elle vise à rendre plus prévisible le comportement de la banque centrale, bien que la prévisibilité totale soit impossible. De la sorte, elle renforce l'efficacité de la politique monétaire. Elle concerne l'explication « en temps réel » des décisions prises.

Dans le même ordre d'idées, O. Issing considère que la responsabilité se réfère aux résultats de la politique menée, la transparence, aux raisonnements qui ont motivé les décisions².

En pratique, les informations communiquées par la banque centrale peuvent souvent servir à la fois ses rapports avec les autorités démocratiques et avec les opérateurs de marché. Ainsi, la publication de projections macroéconomiques par la banque centrale répond avant tout à une demande du marché et renvoie à la notion de transparence, mais les prévisions d'inflation

¹ Tommaso Padoa-Schioppa, *An institutional glossary of the Eurosystem*, article pour la conférence sur « The Constitution of the Eurosystem : the Views of the EP and the ECB », 8 March 2000.

² Otmar Issing, *The Eurosystem : Transparent and Accountable*, or « *Willem in Euroland* » CEPR Policy Paper N° 2, 1999.

peuvent aussi servir au contrôle du respect des objectifs par la société civile. De la même manière, la justification des résultats obtenus devant les instances démocratiques intéressera aussi les opérateurs des marchés. La ligne de démarcation entre obligation de rendre des comptes et transparence est floue en raison des caractéristiques de la politique monétaire. Les délais de transmission des impulsions de politique monétaire étant longs, l'action de la banque centrale ne peut pas être jugée immédiatement. Durant ce laps de temps, de multiples autres influences peuvent s'exercer sur l'évolution des prix à court terme. La distinction entre les mouvements temporaires et la tendance de moyen terme est nécessaire, ce qui est difficile et demande aussi du temps. Par conséquent, la justification des décisions prises permet aux instances démocratiques de porter un jugement provisoire sur la politique menée sans attendre son résultat final.

1.2 INDEPENDANCE ET RESPONSABILITE

La marche vers l'indépendance des banques centrales résulte surtout de l'expérience des années 1970 et 1980 et du renouvellement des conceptions économiques.

L'inflation élevée des années 1970 s'est révélée nuisible pour l'activité (stagflation). La responsabilité à cet égard des politiques monétaires trop accommodantes mises en œuvre durant cette période n'est plus contestée. Le phénomène de stagflation a ébranlé la croyance en l'existence d'une relation négative stable à long terme entre l'inflation et le chômage (courbe de Phillips).

Au cours des années quatre-vingt, la mémoire du risque inflationniste s'est révélée longue, en particulier sur les marchés financiers, où la libéralisation des mouvements de capitaux et les innovations financières ont renforcé le pouvoir de sanction. Parallèlement, la fin des années septante et le début des années quatre-vingt ont

été marqués par la généralisation de la prise en compte des anticipations rationnelles dans la pensée économique et la reconnaissance du rôle crucial que jouent les anticipations d'inflation dans l'efficacité de la politique monétaire.

Ainsi, les événements des années septante et quatre-vingt ont mené à un certain consensus au sujet des rapports entre inflation et chômage :

- à long terme, l'inflation est un phénomène monétaire et, à des niveaux modérés, elle n'a guère d'effet sur l'activité et le chômage (neutralité de la monnaie). La politique monétaire n'influence pas les variables réelles à long terme ;
- si elle devient trop forte, l'inflation nuit cependant à la croissance, notamment parce qu'elle provoque des redistributions aveugles et que sa variabilité augmente l'incertitude ;
- c'est seulement à très faible niveau que l'inflation peut mettre « de l'huile dans les roues », facilitant l'ajustement des prix et coûts relatifs en présence de rigidités nominales à la baisse ;
- à court terme, les autorités monétaires peuvent être tentées de stimuler l'économie via une création monétaire non anticipée. La présence de rigidités nominales, dans les salaires en particulier, donne à cette initiative un effet positif temporaire sur l'activité et l'emploi. Toutefois, le soupçon qu'une telle politique puisse être mise en œuvre éveille des anticipations inflationnistes, créant ainsi un « biais d'inflation » ;
- le retour à une inflation plus basse est d'autant plus douloureux (« sacrifice » en termes d'activité et d'emploi) que la crédibilité de la banque centrale a été écornée et que le chômage est caractérisé par une persistance (hystérésis).

Par conséquent, se concentrer sur la stabilité des prix a généralement été reconnu comme le meilleur apport de la politique monétaire à la croissance, tandis que la crédibilité de la banque centrale devait être confortée soit par l'engage-

ment à suivre une règle monétaire, soit par son indépendance. En effet, le « biais d'inflation » serait réduit si, au lieu de mener une politique discrétionnaire, l'autorité monétaire pouvait s'engager à maintenir l'inflation au niveau souhaité par la société, sans chercher à accroître l'activité au-delà de son niveau potentiel. En l'absence d'un moyen simple et crédible qui permette à l'autorité monétaire de s'engager, l'indépendance de la banque centrale a été proposée comme début de solution.

Un gouvernement faisant face à une échéance électorale rapprochée qu'il n'est pas certain de remporter, pourrait être incité à stimuler la croissance temporairement. Une autorité monétaire indépendante du gouvernement aura un horizon temporel plus long. Les faits tendent à accréditer l'importance du cycle électoral comme cause du biais d'inflation. Lorsque la stabilité politique d'un gouvernement en place est très grande, le risque de cycle monétaire lié aux échéances électorales est limité, de sorte qu'une inflation faible peut coexister avec une banque centrale très dépendante du gouvernement, comme ce fut le cas au Japon notamment. Par contre, une banque centrale non indépendante dans un système politique moins stable engendre un biais d'inflation important.

En vue d'assurer plus efficacement la stabilité des prix, le législateur a, dans de nombreux pays, conféré à l'institution contrôlant la création de monnaie, une indépendance par rapport aux instances qui ont intérêt à stimuler celle-ci, renforçant de la sorte sa crédibilité.

Cette délégation de pouvoir limite le contrôle démocratique sur la politique monétaire mais ne l'élimine pas. L'indépendance des banques centrales n'est jamais absolue. A un contrôle « ex ante », par la définition d'objectifs et la nomination des dirigeants, s'ajoute l'obligation de rendre des comptes. Cette surveillance « ex post » peut comprendre des auditions et rencontres, des exigences de publication, voire donner lieu à des sanctions.

La banque centrale doit ainsi justifier ses décisions par rapport aux objectifs qui lui ont été assignés. Elle doit notamment s'expliquer sur l'arbitrage à court terme entre stabilisation des prix et de l'activité – question cruciale en cas de chocs d'offre – et ses rapports avec l'objectif de moyen terme de stabilité des prix.

Si la banque centrale a une responsabilité vis-à-vis de la société tout entière, c'est le parlement qui est le lieu par excellence du contrôle démocratique et, par conséquent, la première instance devant laquelle la banque centrale doit rendre des comptes.

1.3 TRANSPARENCE

A partir des années nonante, les banques centrales ont aussi eu tendance à s'expliquer davantage sur leurs décisions afin de promouvoir une meilleure compréhension et une plus grande prévisibilité de leur action. Cette transparence accrue renforce l'efficacité de la politique monétaire. D'une part, elle augmente la crédibilité de la banque centrale en la forçant à respecter ses objectifs. D'autre part, elle réduit les erreurs d'anticipation des agents économiques et augmente l'influence de la banque centrale sur leurs attentes et leur comportement.

Les limites à la transparence proviennent du caractère complexe et mouvant de la réalité économique et de l'incertitude qui entoure sa représentation. Même si elles sont guidées par certaines variables-clés, les décisions de politique monétaire ne peuvent être automatiques. Elles sont généralement prises collégialement sur la base de jugements prenant en considération un grand nombre de données et de modèles. Il en résulte inévitablement une difficulté de communiquer et une impossibilité d'assurer une prévisibilité totale. A cet égard, la distinction faite par B. Winkler¹

¹ Bernhard Winkler, *Which Kind of Transparency ? On the Need for Clarity in Monetary Policy-making*, ECB Working Paper, n° 26, August 2000.

concernant plusieurs aspects dans le concept de transparence est intéressante. Le degré d'ouverture (« openness ») se rapporte à la quantité et au degré de précision de l'information transmise. La notion de clarté (« clarity ») réfère à la présentation simplifiée et structurée de l'information et à un début d'interprétation de l'information par l'émetteur. Si la manière de raisonner à l'intérieur est identique à celle présentée à l'extérieur, on parlera de sincérité (« honesty »). Enfin, la transmission d'information est grandement facilitée si les deux parties partagent la même représentation du fonctionnement de l'économie (« common understanding »). Or, l'ouverture et la sincérité de la banque centrale pourraient réduire la clarté et la bonne compréhension de son comportement. A l'inverse, trop de simplification peut apparaître comme de l'opacité.

Il n'en reste pas moins utile, pour la banque centrale, de faire preuve de transparence quant à ses objectifs, sa stratégie et son appréciation de la situation économique, tandis que certains aspects plus tactiques de son action, telles les interventions sur le marché des changes, bénéficieront d'un effet de surprise.

2. COMPARAISON DE TROIS BANQUES CENTRALES

Cette deuxième partie montre de quelle manière les concepts de responsabilité et de transparence sont appliqués dans le cas de l'Eurosystème, de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale aux Etats-Unis. Les banques centrales ainsi comparées à l'Eurosystème, qui sont celles des pays avec lesquelles la zone euro entretient des relations économiques prépondérantes, offrent des modèles différents : celui de la Banque d'Angleterre met en œuvre les idées sur la responsabilité et la transparence développées au cours de la dernière décennie, tandis que celui de la Réserve fédérale semble moins ouvert.

Dès l'abord, il faut se souvenir qu'attribuer certains dispositifs concrets à l'un ou l'autre concept – responsabilité ou transparence – comporte une part d'arbitraire. Par ailleurs, l'appréciation des caractéristiques des banques centrales doit tenir compte d'un vaste ensemble d'éléments : le contexte institutionnel, les dispositions juridiques et les pratiques en vigueur. L'ambition de ce bref article n'est pas d'être exhaustif ou de classer les banques centrales en cause.

2.1 INDEPENDANCE ET RESPONSABILITE

2.1.1 Indépendance

Puisque tel n'est pas l'objet principal de cet article, il ne s'agit pas ici de passer en revue les diverses composantes de l'indépendance des banques centrales – organique, personnelle, financière, etc.

Il suffit de souligner que les organes de décision de l'Eurosystème sont sans doute les plus indépendants, car leur autonomie est explicitement garantie par un traité, lequel ne peut être modifié qu'à l'unanimité des Etats membres. L'article 108 du traité instituant la Communauté européenne¹ interdit aux membres de ces organes de décision d'accepter des instructions des autorités politiques, et celles-ci ne peuvent pas chercher à influencer ceux-là. En outre, il est interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'octroyer des crédits aux administrations et entreprises publiques². Enfin, la durée des mandats et les conditions très restrictives de révocation des membres des organes de décision assurent leur indépendance personnelle³.

Il est généralement reconnu que la Réserve fédérale jouit aussi d'un haut degré d'indépendance, bien que celle-ci soit moins confortée

¹ Ci-après « le traité ».

² Article 101 du traité.

³ Article 112 du traité et articles 11 et 14 des statuts du SEBC et de la BCE (annexés au traité).

juridiquement. Cette banque centrale est souvent décrite comme indépendante du gouvernement tout en faisant partie de celui-ci. L'indépendance de la Banque d'Angleterre est plus récente, puisqu'elle date du « Reserve Bank Act » de 1998, qui charge le Comité de politique monétaire de la conduite de cette politique. Elle est aussi, comme on le verra, plus circonscrite.

2.1.2 Objectifs

L'annonce d'objectifs est une condition nécessaire à l'évaluation des performances de la banque centrale. Le choix des objectifs peut relever du parlement, du gouvernement ou de la banque centrale elle-même. Le respect des objectifs fixés est d'autant plus facile à contrôler que ceux-ci sont hiérarchisés et quantifiés.

Le « Federal Reserve Act » assigne à la Réserve fédérale trois objectifs distincts qui sont un niveau d'emploi maximum, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme¹. Etant donné leur caractère potentiellement conflictuel, du moins à court terme, le Board of Governors définit la pondération des objectifs dans son programme stratégique pluriannuel. Pour la période 1997-2002, la Réserve fédérale conduira « une politique monétaire destinée à promouvoir une croissance durable à long terme », sachant que « la stabilité des prix favorise cet objectif ». Même si l'importance de la stabilité des prix, condition d'une croissance durable, est ainsi reconnue, la banque centrale américaine dispose d'un pouvoir discrétionnaire plus important que ses consœurs qui sont statutairement tenues de veiller en priorité au maintien de la valeur interne de la monnaie.

A la suite de la sortie de la livre sterling du mécanisme de change européen en 1992 et en vue de renforcer la crédibilité de l'autorité monétaire, le gouvernement du Royaume-Uni opta pour une stratégie de ciblage de l'inflation. La réforme mise en œuvre par le Reserve Bank Act de 1998, qui reconnaît la responsabilité opérationnelle de la Banque d'Angleterre, érige la

stabilité des prix en objectif primordial. La quantification de l'objectif demeure toutefois une prérogative du Trésor. Cette façon de faire ne supprime pas le « biais d'inflation » mais le réduit dans la mesure où, d'une part, elle tempère les anticipations d'inflation, d'autre part, elle identifie plus clairement les responsabilités respectives du gouvernement et de la banque centrale.

Le maintien de la stabilité des prix est aussi l'objectif principal de l'Eurosystème : c'est sans préjudice de cet objectif que l'Eurosystème doit apporter son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté². Cependant l'Eurosystème se distingue de la Banque d'Angleterre par au moins deux aspects. Primo, c'est le Conseil des gouverneurs de la BCE qui décide du schéma stratégique de la politique monétaire, en ce compris la quantification de l'objectif de stabilité des prix. Secundo, l'horizon temporel qui a été spécifié par le Conseil des gouverneurs est le moyen terme, ce qui lui permet de réagir de façon mesurée à certains chocs. Le contrôle ex post des performances de l'Eurosystème n'en est pas facilité, mais les délais variables et incertains entre les décisions de politique monétaire et leur effet sur les prix, ainsi que l'existence d'autres déterminants de l'évolution des prix à court terme, justifient une telle marge de manœuvre.

2.1.3 Reddition de comptes

Dans les trois cas examinés, des dispositions obligent la banque centrale à rendre compte de ses actions. Si les objectifs sont clairement définis, c'est sur la réalisation de ceux-ci que la banque centrale devra rendre des comptes. Sinon, la banque centrale devra s'expliquer sur les arbitrages effectués. Même si la justification des décisions prises amène la banque centrale à dévoiler sa stratégie, l'explicitation de la stratégie adoptée est avant tout nécessaire à la pré-

¹ Federal Reserve Act, section 2A(1), phrase 1.

² Article 105 du traité.

visibilité du comportement futur de la banque centrale, tandis que la société et ses représentants s'intéressent surtout aux résultats obtenus. C'est pourquoi la stratégie sera abordée dans la partie consacrée à la transparence.

La banque centrale peut être amenée à rendre des comptes au parlement. Par ailleurs, le dialogue peut être organisé avec le gouvernement et d'autres instances. Enfin, des exigences de publication peuvent être imposées.

En vertu du « Humphrey-Hawkins Act » de 1978, le président de la Réserve fédérale doit présenter tous les six mois un rapport devant le Congrès (passage devant les comités compétents à la Chambre des Représentants et au Sénat), afin d'expliquer l'évolution économique et financière récente et l'orientation de la politique monétaire à venir. La couverture médiatique de cet événement (en direct à la télévision) donne lieu à un débat souvent animé, surtout en période préélectorale. L'intérêt exacerbé des acteurs financiers à l'affût de l'un ou l'autre signe annonçant une modification de politique monétaire et les remous générés sur les marchés financiers ont incité le président de la Réserve fédérale à beaucoup de prudence.

Au Royaume-Uni, les auditions parlementaires obligatoires sont limitées à la présentation du rapport annuel par le conseil d'administration de la Banque. Cependant, le gouverneur et d'autres responsables sont régulièrement entendus par le parlement (comité ad hoc de la Chambre des Communes). Deux sessions parlementaires sont consacrées à la présentation du Rapport sur l'inflation. En outre, le gouverneur est entendu en cas de déviation de plus de un point par rapport à l'objectif d'inflation stipulé (voir plus loin).

Dans le cas de la zone euro, le traité indique que le président et les autres membres du Directoire de la BCE peuvent être entendus par le Parlement européen, soit à la demande de ce dernier, soit de leur propre initiative¹. Le texte ne fait pas apparaître une notion d'obligation ; il

est toutefois peu probable qu'un représentant de la BCE refuse de se présenter s'il y est convié. Le président de la BCE a pris l'habitude de se présenter trimestriellement devant la Commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen.

En outre, les relations avec le gouvernement sont organisées de diverses manières. Le président des Etats-Unis et le président de la Réserve fédérale se consultent occasionnellement, tandis que le Board of Governors entretient des rapports étroits avec le président du Council of Economic Advisors. Au Royaume-Uni, un représentant du Trésor peut participer aux réunions du Comité de politique monétaire, sans disposer d'un droit de vote. Enfin, le président du Conseil Ecofin ou de l'Eurogroupe et un membre de la Commission peuvent participer sans voix délibérative aux réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE, tandis que le président de la BCE est invité à participer aux réunions de l'Eurogroupe. De manière générale, l'Eurosystème entretient un dialogue avec les responsables des autres politiques économiques. C'est ainsi, par exemple, que la BCE participe au dialogue macroéconomique, créé en 1999 par le Conseil européen de Cologne.

Enfin, les trois banques centrales étudiées ont l'obligation de publier un rapport annuel qui relate les évolutions économiques et monétaires de l'année précédente. Généralement, ce document comprend aussi un rapport d'activité ainsi que le bilan de la Banque. En outre, les banques centrales sont soumises à la publication régulière (généralement trimestrielle²) de rapports d'activité.

2.1.4 Sanctions éventuelles

La possibilité de sanctionner la banque centrale peut renforcer la crédibilité de l'objectif, mais

¹ Article 113 du traité.

² La BCE publie un bulletin mensuel et va donc au-delà de l'obligation de rapport trimestriel.

peut aussi porter atteinte à l'indépendance de la banque centrale.

La révocation du banquier central par les autorités politiques pourrait être une forme de sanction. Dans le cas de la Réserve fédérale, le président peut être démis de ses fonctions (« removed for cause ») par le président des Etats-Unis. Dans les cas de la Banque d'Angleterre et de l'Eurosystème, les motifs de révocation sont restrictifs (une faute grave ou le fait de ne plus remplir les conditions nécessaires à l'exercice de ses fonctions) et l'impulsion ne peut venir que de l'intérieur (du Directoire ou du Conseil des gouverneurs dans le cas de la BCE ; du Conseil d'administration ou du Comité de politique monétaire dans le cas de la Banque d'Angleterre). En outre, la démission d'office d'un membre du Directoire de la BCE relève de la Cour de Justice européenne.

On pourrait considérer comme une sanction morale la mise en œuvre, au Royaume-Uni, de la convention entre le gouvernement et la Banque selon laquelle, si l'inflation courante s'écarte de plus de un point de pourcentage¹ de l'objectif, le gouverneur doit faire rapport écrit au ministre des Finances sur les causes de la déviation, sa durée attendue et les mesures préconisées pour y remédier rapidement. Le comité parlementaire compétent reçoit copie de cette lettre et peut entendre le gouverneur à ce sujet.

Enfin, un autre type de sanction consiste, pour le gouvernement, à suspendre ou annuler les décisions de la banque centrale et réorienter la politique monétaire (reprise en mains ou « override »). Il est important que soient précisées les modalités d'application de cette procédure, sa durée et sa portée. La présence de ce mécanisme révèle que la politique monétaire demeure, *in fine*, sous la responsabilité du gouvernement, au même titre que les autres politiques économiques. Un tel mécanisme n'existe ni aux Etats-Unis ni dans la zone euro, mais bien au

Royaume-Uni, où il date de 1998 et fait figure de contrepoids au transfert de la responsabilité opérationnelle de la politique monétaire du Trésor vers le Comité de politique monétaire. Son application nécessite des circonstances économiques exceptionnelles et doit aller dans le sens de l'intérêt général. Le gouvernement peut réorienter les taux d'intérêt et même modifier certaines dispositions relatives au Comité de politique monétaire. La durée de la reprise en mains est limitée à trois mois (renouvelable). La Banque ne peut faire appel de cette décision mais le gouvernement doit d'abord obtenir l'approbation du parlement. Vu l'implication historique du gouvernement britannique dans les questions monétaires, la présence de ce dispositif a ceci de positif que l'influence de l'exécutif est canalisée, institutionnalisée et mise au grand jour.

2.2 TRANSPARENCE

2.2.1 Stratégie

Pour rendre leur comportement plus prévisible, les autorités monétaires doivent expliquer comment elles comptent atteindre leur objectif, c'est-à-dire définir leur stratégie. La stratégie est liée au modèle de fonctionnement de l'économie que la banque centrale tient pour vraisemblable et peut comprendre la définition d'un objectif intermédiaire. La banque centrale fait face à un dilemme entre la clarté du message, qui supposerait l'annonce d'une règle la plus simple possible, et l'incertitude entourant les mécanismes de transmission, qui implique l'utilisation d'un maximum d'indicateurs. Qualifier une stratégie de plus ou moins transparente recèle une part de subjectivité.

La stratégie de la Réserve fédérale est assez difficile à définir. En vertu du « Humphrey-Hawkins Act » de 1978, cette banque centrale est tenue d'annoncer semestriellement des fourchettes pour la croissance des agrégats monétaires et de crédit et d'en expliquer les éventuelles déviations devant le Congrès et le public.

¹ En valeur absolue.

Toutefois les écarts fréquents de la vitesse de circulation de la monnaie par rapport à son sentier tendanciel ont fortement réduit l'importance de ces objectifs, menant à la politique quasiment discrétionnaire conduite actuellement.

La Banque d'Angleterre applique une stratégie de ciblage de l'inflation. Celle-ci consiste à prévoir l'inflation future sur la base d'indicateurs issus des sphères réelle et monétaire de l'économie. Ces prévisions sont publiées et tiennent lieu d'objectif intermédiaire : si la prévision d'inflation dépasse l'objectif officiel, cela signale un relèvement à venir des taux d'intérêt et vice-versa. Pour permettre l'évaluation de la cohérence de ses décisions par les agents économiques, la Banque détaille les hypothèses sous-jacentes au modèle (voir plus loin).

En ce qui concerne l'Eurosystème, la stratégie des deux piliers s'articule, d'une part, autour de la croissance de l'agrégat monétaire M3, d'autre part, autour d'une large palette d'autres indicateurs précurseurs de l'inflation. La valeur de référence pour M3 ne constitue pas un objectif intermédiaire et reflète le caractère « monétaire » de l'inflation à long terme. Le second pilier tient notamment compte de la relation positive à court terme entre l'écart de production et l'inflation. La stratégie de l'Eurosystème se justifie par l'incertitude entourant le nouveau régime monétaire et l'existence de deux « paradigmes » pour représenter le processus inflationniste et la transmission des impulsions de politique monétaire : l'un met l'accent sur la création de monnaie, l'autre sur l'interaction entre demande et offre sur les marchés des biens et services et du travail. Cette stratégie permet une utilisation structurée de l'ensemble des informations disponibles.

2.2.2 Prévisions d'inflation

Quand une banque centrale applique une stratégie de ciblage de l'inflation, la prévision d'inflation sert d'objectif intermédiaire. Dans ce cas, la divulgation de cette information est une

condition *sine qua non* de la transparence. Dans le cadre d'une autre stratégie, par exemple celle de l'Eurosystème, avantages et inconvénients de la publication de prévisions d'inflation sont à placer dans la balance. Une telle communication améliore la compréhension par le public des décisions passées et futures, tout en soulignant le caractère anticipateur de la politique monétaire. Le risque majeur est que le public comprenne mal le caractère conditionnel, incertain et partiel des projections. Des projections conditionnelles¹ peuvent s'écarter de l'objectif et, si leur nature est mal perçue, susciter des anticipations inflationnistes ou déflationnistes injustifiées. Si, par ailleurs, les projections tendent à ne pas se réaliser, la banque centrale peut voir sa crédibilité entamée. Enfin, si le public assimile la publication des projections à un glissement vers une stratégie de ciblage de l'inflation, il pourrait attendre une réaction mécanique de l'organe de décision de la banque centrale, alors que celui-ci doit prendre d'autres éléments en considération.

Ces risques expliquent la prudence ayant entouré la première publication des projections de l'Eurosystème. La BCE publie dorénavant deux fois par an les principaux résultats des projections établies de concert par ses experts et ceux des banques centrales nationales de la zone euro. Pour en exprimer le caractère incertain, ces résultats sont présentés sous la forme d'intervalles. Les projections sont élaborées à taux d'intérêt à court terme et cours de change constants. Elles constituent un élément important pris en considération par le Conseil des gouverneurs, à un moment donné, dans le cadre du deuxième pilier de la stratégie de politique monétaire.

La Banque d'Angleterre publie trimestriellement un Rapport sur l'inflation qui inclut des projections à taux d'intérêt inchangés ainsi que des projections basées sur les taux d'intérêt futurs attendus dans le marché. Il est fait usage de

¹ C'est-à-dire soumises à certaines contraintes, la plus courante étant un taux d'intérêt inchangé.

graphiques en éventail, qui illustrent le degré d'incertitude et la distribution des risques autour de la projection centrale. Contrairement aux projections de l'Eurosystème, qui ne sont pas nécessairement endossées par l'organe de décision, la projection principale reflète la vue de la majorité des membres du Comité de politique monétaire ; en outre, des projections sont établies sur la base d'autres scénarios. Ce document est présenté au parlement, après que le gouverneur en a informé le ministre des Finances.

Aux Etats-Unis, les membres du Board of Governors et les présidents des banques fédérées présentent deux fois par an des projections d'inflation et de croissance sous la forme d'intervalles (souvent larges) qui reflètent l'éventail de leurs opinions. Les hypothèses sont variables. Ces prévisions n'occupent pas une place prépondérante dans la stratégie et la communication de la Réserve fédérale. Le discours officiel souligne d'ailleurs que ce sont les prévisions préparées par les experts du Board of Governors en vue des réunions du Federal Open Market Committee, publiées après cinq ans, qui sont prises en compte lors de l'élaboration de la politique monétaire.

2.2.3 Procès-verbaux des réunions

La divulgation des procès-verbaux des réunions des organes de décision, en ce éventuellement comprise la teneur des votes, concerne sans doute davantage la transparence que la responsabilité, car elle révèle au public les débats ayant mené à la décision finale et le poids accordé à telle ou telle information. Si le but est de minimiser les erreurs d'anticipation du marché, il faut cependant que la publication ait lieu rapidement après la réunion.

Aux Etats-Unis, cette question a fait l'objet d'un débat houleux dans les années septante à la suite de la demande d'un étudiant d'avoir un accès immédiat aux procès-verbaux des réunions du Federal Open Market Committee, en vertu du

« Freedom of Information Act » de 1966. La défense du Federal Open Market Committee pour la confidentialité s'articula autour des arguments suivants : risque de spéculation déloyale (l'information ne bénéficiant qu'aux « grands » investisseurs), réaction inappropriée des marchés, tort aux intérêts commerciaux du gouvernement (volatilité accrue des taux d'intérêt, politiques d'open-market plus coûteuses), difficulté de lissage des taux d'intérêt et préengagement non souhaitable de la Réserve fédérale. Finalement, le Federal Open Market Committee fut tenu de diffuser, à la suite de chaque réunion, le procès-verbal (votes compris) de la réunion précédente (ce qui correspond à un délai de six à huit semaines).

Depuis la création du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre en 1998, les procès-verbaux des réunions de celui-ci (votes compris) sont publiés au plus tard dans un délai de six semaines. Ce délai a été ramené à deux semaines en pratique. Les discussions relatives à des interventions sur les marchés financiers peuvent avoir un délai de publication plus long, si la divulgation risque d'entraver la réussite de l'opération.

Le traité laisse au Conseil des gouverneurs de la BCE le choix de publier le résultat de ses délibérations, tout en précisant que les réunions doivent être confidentielles¹. Le législateur a voulu promouvoir une responsabilité collective des membres de ce Conseil. L'absence de publication des positions individuelles permet de faciliter la discussion au sein du Conseil afin de parvenir à un accord le plus large possible. Par ailleurs, une conférence de presse du président, introduite par un compte rendu détaillé de l'évaluation de la situation économique et monétaire faite par le Conseil des gouverneurs, est organisée au moins une fois par mois. L'Eurosystème fournit ainsi une information détaillée « en temps réel ».

¹ Article 10.4 des statuts du SEBC et de la BCE.

CONCLUSION

Dans de nombreux pays, le législateur a considéré que confier les clés de la politique monétaire à une institution indépendante, capable de se tenir à des objectifs de moyen et long terme, accroissait l'efficacité de la politique monétaire en réduisant le biais inflationniste. Des trois banques centrales considérées dans cet article, c'est l'Eurosystème qui jouit de la plus grande autonomie. Un contrôle démocratique s'exerce néanmoins toujours sur la banque centrale, dont l'ampleur et les formes varient. Les obligations imposées à cet égard à l'Eurosystème sont relativement limitées : ses organes de décision restent maîtres de la définition précise de leur objectif – dans le respect toutefois de la claire priorité donnée par le traité au maintien de la stabilité des prix –, ils ne peuvent être sanctionnés et ils ne sont tenus de présenter des rapports que trimestriellement. Cependant, l'Eurosystème va au-delà de ces obligations. Le Conseil des gouverneurs de la BCE est soucieux d'entretenir un dialogue approfondi avec les autorités politiques et s'expose volontiers au débat avec le Parlement européen et le public.

A l'exigence démocratique s'ajoute la demande, de la part des acteurs de la vie économique, d'une plus grande transparence et prévisibilité du comportement de la banque centrale, qui requiert aussi des efforts de communication. A cet égard, l'Eurosystème se montre plus ouvert que la Réserve fédérale des Etats-Unis, en explicitant sa stratégie et en expliquant ses décisions « en temps réel ». La reconnaissance de la complexité de la réalité économique et de l'incertitude qui affecte sa représentation, sans doute aggravée par le changement de régime que constitue l'unification monétaire européenne, a conduit à l'adoption d'une stratégie relativement complexe, mais qui permet l'utilisation structurée de toute l'information disponible.

Les modalités de la responsabilité et de la transparence des banques centrales considérées seront encore amenées à se modifier. En particulier, la communication de l'Eurosystème est dans une période d'apprentissage réciproque. De plus, la création de l'euro fait partie d'un processus plus vaste d'intégration européenne et pourra susciter de nouveaux progrès sur la voie de l'union économique et politique, qui transformeront le contexte institutionnel dans lequel la politique monétaire unique prend place.

ORIENTATION BIBLIOGRAPHIQUE

Amtenbrink F. (1999) :

The Democratic Accountability of Central Banks, Hart Publishing Ltd, Oxford, UK.

Barro R.J. and Gordon D.B. (1983) :

Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, vol. 12, pp. 101-121.

Buiter H.W. (1999) :

Alice in Euroland, Journal of Common Market Studies, 37(2), pp. 181-209.

De Haan J. and Eijffinger S.C. (2000) :

The Democratic Accountability of the European Central Bank : A Comment on Two Fairy Tales, Journal of Common Market Studies, 38(3), pp. 393-407.

Deutsche Bundesbank :

Monetary Policy Transparency, Monthly Report, March 2000, pp. 15-29.

Gärtner M. (2000) :

Political Macroeconomics : A Survey of Recent Developments, Journal of Economic Surveys, 14(5), pp. 527-561.

Kydland F.E. and Prescott E.C (1977) :

Rules Rather than Discretion : the Inconsistency of Optimal Plans, Journal of Political Economy, 85(3), pp. 473-491.

Issing O. (1999) :

The Eurosystem : Transparent and Accountable, or 'Willem in Euroland', CEPR Policy Paper n° 2, 1999.

Padoa-Schioppa T. (2000) :

An Institutional Glossary of the Eurosystem, Speech at the conference on *The Constitution of the Eurosystem : the Views of the EP and the ECB*, 8 March 2000, Frankfurt.

Piga G. (2000) :

Dependent and accountable : Evidence from the modern theory of central banking, Journal of Economic Surveys, 14(5), pp. 563-595.

Winkler B. (2000) :

Which Kind of Transparency ? On the Need for Clarity in Monetary Policy-making, ECB Working Paper n° 26, August 2000.