

La transformation du visage des banques centrales durant les années 1990

Graydon Paulin, département des Relations internationales

- *Au cours des années 1990, les gouvernements et les banques centrales des pays industrialisés ont fait l'objet de pressions d'origines diverses, y compris l'importance accrue accordée à la stabilité des prix, qui les ont incités à améliorer et à adapter le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire.*
- *Si les cibles établies pour le taux de change et le taux de croissance de la monnaie ont conservé un rôle dans certains pays, les cibles explicites en matière d'inflation sont devenues de plus en plus populaires comme fondement de la politique monétaire.*
- *Sur le plan opérationnel, les banques centrales ont acquis une plus grande indépendance dans la poursuite de leurs objectifs en matière de politique monétaire. Elles sont également devenues des institutions plus ouvertes. L'accent mis dorénavant sur la communication et la transparence est considéré comme important non seulement parce qu'il aide ces institutions à mieux rendre compte au public de leurs actions, mais aussi parce qu'il contribue à augmenter l'efficacité des mesures de politique monétaire prises et à réduire l'incertitude économique.*
- *Parmi les changements opérés par les banques centrales, un grand nombre procédait de l'idée qu'il était important pour ces établissements de renforcer leur crédibilité, car cela leur permettrait de réaliser plus facilement leurs objectifs stratégiques. Bien qu'il soit difficile d'évaluer avec précision la part jouée par l'évolution du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire, on observe que l'inflation et les anticipations d'inflation ont chuté de manière spectaculaire durant la décennie.*

Au cours des années 1990, les banques centrales ont considérablement modifié leur mode de fonctionnement. Les pressions en ce sens émanaient de différentes sources.

L'évolution de la théorie économique a eu une influence constante, quoique subtile parfois, sur le concept de politique monétaire et la façon dont il y a lieu de mettre celle-ci en œuvre. D'autres pressions, plus fortes celles-là, en faveur du changement sont venues des bouleversements économiques et financiers, des modifications de la conjoncture politique et du progrès technologique. Le désir des grands organismes publics de disposer d'une information plus abondante a été un facteur. Enfin, l'expérience même des banques centrales et leur interaction ont influencé leur mode de fonctionnement¹. Face aux forces à l'œuvre, les banques centrales ont montré une faculté d'adaptation supérieure à ce que laisse croire l'image sévère qu'a généralement d'elles le public.

Des années 1990, l'histoire économique retiendra principalement, sur le plan institutionnel, la création de la Banque centrale européenne (BCE), une nouvelle banque centrale transnationale. Cette institution (et l'organisme dont elle a pris la relève, l'Institut monétaire européen) avait pour défi d'élaborer un cadre de politique qui fonctionnerait de manière efficace pour l'ensemble des onze États membres de l'Union européenne. Durant la deuxième moitié des années 1990,

1. L'adoption de meilleures pratiques a été facilitée par les récentes enquêtes sur les activités des banques centrales et la publication de comparaisons détaillées à ce sujet. Ainsi, la Banque d'Angleterre a publié récemment une étude portant sur le cadre de politique de 77 banques centrales nationales (Fry et coll., 1999). Quelque temps auparavant, dans le cadre d'une enquête, la Banque des Règlements Internationaux (1997) comparait les méthodes utilisées pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Le Fonds monétaire international est en train de rédiger un document à l'appui de son *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière*, dans lequel sera examiné un large éventail d'activités menées par les banques centrales.

d'autres institutions comme la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Riksbank de Suède ont aussi fait l'objet de changements législatifs profonds, qui ont modifié considérablement leur mode de fonctionnement. Bien avant, au tournant de la décennie, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande avait subi des réformes, qui ont probablement donné le ton au mouvement. Ailleurs dans le monde, l'évolution des banques centrales a peut-être été moins spectaculaire, mais elle n'en demeure pas moins importante. Ainsi, bien que la portée de la législation régissant la responsabilité de la Banque du Canada à l'égard de la politique monétaire soit demeurée relativement inchangée durant les années 1990, l'incidence cumulative de la vaste gamme d'initiatives entreprises par la Banque pendant cette période est considérable.

Le présent article traite principalement des changements associés au cadre de mise en œuvre de la politique monétaire des banques centrales des pays industrialisés. Un tel cadre comporte divers éléments, notamment un objectif facilement repérable, une stratégie en vue de la réalisation de cet objectif (qui peut être chiffré), des mécanismes opérationnels de mise en œuvre et des structures institutionnelles visant à appuyer la conduite de la politique monétaire. Tenant compte de ces éléments, l'article examine d'abord les différents points de vue sur la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire, puis passe en revue diverses stratégies, notamment l'établissement de cibles pour le taux de change, l'expansion monétaire et l'inflation elle-même comme moyen de réaliser cet objectif. L'article traite ensuite des changements survenus sur le plan des structures institutionnelles en place pour la mise en œuvre de la politique monétaire, lesquels visent l'indépendance, la responsabilité et la transparence des banques centrales.

La clarification des objectifs

Un objectif clair est un important point de départ dans l'élaboration de tout cadre de politique. Toutefois, la législation à laquelle étaient assujetties certaines banques centrales durant la période d'après-guerre n'y contribuait guère, car les objectifs y étant énoncés étaient souvent multiples et parfois incompatibles. L'expérience décevante des années 1970 et 1980 (durant lesquelles la coexistence de taux d'inflation et de taux de chômage élevés n'était pas inhabituelle) ainsi que l'évolution de la théorie économique ont renforcé l'idée qu'il n'existe pas d'arbitrage à long

terme entre l'inflation et le chômage, c'est-à-dire qu'une augmentation de l'inflation ne peut servir à stimuler la croissance économique réelle et à réduire le chômage de façon durable. De fait, cette expérience est à l'origine du consensus de plus en plus large autour de l'idée que la stabilité des prix est l'objectif le plus approprié de la politique monétaire.

Il existe un consensus de plus en plus large autour de l'idée que la stabilité des prix est l'objectif le plus approprié de la politique monétaire.

Fondamentalement, le soutien en faveur de la stabilité des prix n'est pas venu exclusivement des banques centrales, mais aussi des gouvernements. Ainsi, le traité régissant la Banque centrale européenne stipule que l'objectif principal du SEBC [Système européen de banques centrales] est de maintenir la stabilité des prix². Vers la fin des années 1990, divers gouvernements adoptèrent de nouvelles lois désignant explicitement la stabilité des prix comme l'objectif de la politique de la banque centrale. Ce fut le cas notamment au Japon (en avril 1998), au Royaume-Uni (en juin 1998) et en Suède (en janvier 1999). Bien des années auparavant, soit dès 1989, une loi en ce sens avait été votée en Nouvelle-Zélande. Dans certains pays, la conviction que la stabilité des prix est le seul but approprié de la politique monétaire a été appuyée par des déclarations communes de la banque centrale et du gouvernement. Ainsi, bien que le préambule de la loi régissant la Banque du Canada mentionne un certain nombre d'objectifs potentiels, la Banque et le gouvernement canadien ont publié conjointement des déclarations — la première datant de 1991 — dans lesquelles ils soulignent l'importance de la stabilité des prix³.

2. Traité établissant la Communauté européenne, paragraphe 105(1), décembre 1991

3. Voir Banque du Canada (1991), « Cibles de réduction de l'inflation », *Revue de la Banque du Canada*, mars. D'autres déclarations ont été faites en 1993 d'abord, puis en 1998. L'Australie est un autre exemple; voir à ce sujet « Statement on the Conduct of Monetary Policy », Reserve Bank of Australia, août 1996.

Les autorités monétaires ont indiqué que l'accent mis sur la stabilité des prix ne signifie aucunement que la croissance de la production et l'emploi seront négligés. Cet accent tient plutôt au fait que la stabilité des prix est la principale contribution que la politique monétaire peut faire pour favoriser une croissance soutenable et un relèvement optimal du niveau de l'emploi. Dans cette perspective, il est intéressant d'examiner la loi régissant la Réserve fédérale des États-Unis. Bien que celle-ci ait été modifiée à diverses reprises depuis 1913, année de la création de l'institution, cette loi maintient le double objectif de stabilité des prix et de plein emploi. Néanmoins, dans de nombreuses déclarations publiques, les autorités monétaires des États-Unis ont souligné l'importance de la maîtrise de l'inflation, mentionnant souvent de façon explicite la stabilité des prix. À long terme, la stabilité des prix et le plein emploi sont considérés comme tout à fait compatibles. Cecchetti et Ehrmann (1999) présentent des résultats indiquant que le degré d'aversion pour l'inflation manifesté par la Réserve fédérale américaine au cours des années 1990 était en fait comparable à celui observé chez la plupart des autres banques centrales.

Le choix d'une stratégie

Une fois que les banques centrales ont établi un objectif clair, elles doivent adopter une stratégie qui leur permettra de ramener l'inflation au bas niveau jugé acceptable, et de l'y maintenir. Certes, différentes approches ont été appliquées depuis la fin de la guerre, mais la faveur, au cours de la dernière décennie, a été accordée principalement aux stratégies axées sur l'établissement de cibles pour le taux de change, l'expansion de la masse monétaire et le taux d'inflation proprement dit⁴.

L'établissement de cibles en matière de taux de change

En principe, un pays peut intégrer des taux de change fixes à une stratégie cohérente de réduction de l'inflation au fil du temps, en rattachant sa politique monétaire à celle d'un partenaire ayant un faible taux d'inflation. Mais comme il cède alors la prise de décision dans le domaine de la politique monétaire au pays partenaire en question, la politique à laquelle il sera assujéti ne tiendra pas compte de sa conjoncture économique intérieure ni ne se préoccupera de la

4. Mishkin (1999) est une référence utile sur les différentes stratégies de politique monétaire.

croissance de la production et de l'emploi à l'intérieur de ses frontières.

Si l'enthousiasme suscité par les taux de change fixes s'est dissipé depuis la fin de la dernière guerre, le recours à des taux de change cibles est demeuré très en vogue en Europe. Au début des années 1990, neuf pays de l'Union européenne avaient adhéré au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME), un régime de parités fixes⁵. La création de ce mécanisme de change répondait en partie au désir de pays européens de resserrer les liens entre eux. Bénéficiant du soutien du mark allemand, ce mécanisme a donné aux pays participants l'occasion de profiter de la réputation de banque centrale fortement opposée à l'inflation dont jouissait la Bundesbank. Le Royaume-Uni a adhéré au mécanisme de change en octobre 1990. (En janvier 1993, le taux d'inflation au Royaume-Uni, qui était auparavant de plus de 10 %, était tombé à moins de 2 %.) En outre, la Finlande, la Norvège et la Suède ont toutes commencé au début des années 1990 à viser des taux de change stables par rapport à l'unité monétaire européenne (l'écu)⁶.

Les limites de cette approche se sont révélées au grand jour lorsque des conditions économiques divergentes en Europe (causées en partie par la réunification de l'Allemagne en 1991), conjuguées à l'incertitude entourant l'aboutissement du projet de construction de l'Union monétaire européenne (UME), suscitèrent des doutes sur la viabilité du mécanisme de change. Cédant aux pressions croissantes dont ils étaient l'objet, le Royaume-Uni et l'Italie abandonnèrent le mécanisme de change en septembre 1992, et les trois pays nordiques cessèrent d'arrimer leur monnaie à l'écu.

Néanmoins, le nombre de pays membres adhérant au mécanisme de change augmenta dans la seconde moitié des années 1990. L'Italie le réintégra en 1996 et de nouveaux pays, à savoir l'Autriche, la Finlande et la Grèce, vinrent grossir la liste des participants. Au début de 1999, pour les onze premiers membres de l'UME, une union monétaire complète succéda au

5. Ces pays sont l'Allemagne de l'Ouest, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas. Les taux de change pouvaient fluctuer autour d'un taux pivot à l'intérieur de bandes spécifiées, mais, dans certains pays, les dévaluations du taux pivot étaient courantes.

6. L'écu, unité de compte européenne, était composé d'un panier de monnaies de pays de l'UE, et sa valeur était une moyenne pondérée de la valeur de ces monnaies. Il a cessé d'exister à l'apparition de l'euro, en janvier 1999.

mécanisme de change. Quatre pays de l'Union européenne ne font pas partie de l'Union monétaire européenne, dont deux (le Danemark et la Grèce) participent au nouveau mécanisme de change, le SME (bis). La Grande-Bretagne et la Suède, pour leur part, ne sont pas revenues à des régimes de changes fixes⁷.

L'établissement de cibles en matière d'expansion monétaire

Durant les années 1970, un grand nombre de banques centrales adoptèrent, pour lutter contre l'inflation, un taux cible de croissance de la masse monétaire. Dans certains cas, celui-ci prit la relève du taux de change cible. Si cette approche était attrayante en raison de la maîtrise considérable que la banque centrale pouvait exercer sur les agrégats monétaires, sa réussite dépendait de l'existence d'une relation solide entre l'expansion monétaire et l'inflation. Dans la pratique, cette relation se révéla instable, à cause en partie du rythme rapide des innovations financières (voir Thiessen, 1982, et Freedman, 1983, pour une analyse de l'expérience canadienne). Pour cette raison, la stratégie des cibles d'expansion monétaire a considérablement perdu de sa valeur.

Certains pays continuèrent cependant, durant la dernière décennie, d'annoncer des cibles pour la croissance de la monnaie (Tableau 1). Par exemple, la Réserve fédérale des États-Unis est tenue par la loi d'annoncer chaque année des taux cibles d'expansion de la masse monétaire intérieure. Toutefois, il n'existe aucune disposition l'obligeant à atteindre ces cibles, et celles-ci jouent à l'heure actuelle un rôle limité dans les décisions relatives à la politique monétaire. La Banque d'Angleterre a maintenu une fourchette cible pour le taux de croissance de la monnaie au sens étroit durant la plus grande partie de la décennie, lui ajoutant, en 1992, une fourchette cible de croissance de la monnaie au sens large. Néanmoins, l'objectif en matière d'expansion monétaire joua un rôle secondaire dans ce pays durant les années 1990 et fut complètement abandonné en 1998.

L'Allemagne et la Suisse furent les pays qui appliquèrent le plus longtemps la stratégie des cibles d'expansion monétaire. Fait remarquable, ces deux pays ont bénéficié de faibles taux d'inflation durant les années 1990, mais cela ne s'explique pas par une

7. La Grèce devrait adhérer bientôt à l'Union monétaire européenne. La Grande-Bretagne et la Suède se sont engagées à tenir un référendum avant de prendre une décision.

Tableau 1

Cibles d'expansion monétaire et d'inflation pour quelques pays

	Janvier 1990		Janvier 2000	
	Cibles d'expansion monétaire (en %)	Cibles d'inflation (en %)	Cibles d'expansion monétaire (en %)	Cibles d'inflation (en %)
Nouvelle-Zélande		0 à 2		0 à 3
Australie				2 à 3*
Canada				1 à 3
Suède				1 à 3
Royaume-Uni	1 à 5 (M0)			2,5
Suisse	2 (M0)			< 2
États-Unis	3 à 7 (M2)		1 à 5 (M2)	
Allemagne/BCE	4 à 6 (M3)		4,5 (M3)	< 2

* En moyenne sur le cycle économique

stricte adhésion aux cibles annoncées. La Bundesbank a souvent manqué ses cibles de croissance annuelle, et parfois par une marge assez considérable. Néanmoins, elle a souligné l'utilité constante des cibles comme guide dans les discussions relatives à la politique monétaire, à la fois à l'intérieur de l'institution et dans ses communications avec le public. En Suisse, l'instabilité financière amena la Banque nationale suisse (BNS) à mettre fin à l'établissement de cibles annuelles en 1990. Celles-ci furent remplacées par des taux de croissance à moyen terme — soit à cinq ans — qui ont servi davantage de guides que de cibles. La BNS a abandonné les cibles monétaires à la fin de 1999.

Dans le cadre de sa stratégie des « deux piliers », la BCE a adopté une « valeur de référence » annuelle pour la croissance d'un agrégat monétaire large dans la zone euro. Elle a souligné que la valeur de référence n'est pas une cible rigide mais qu'elle « aidera à élaborer et présenter les décisions en matière de taux d'intérêt destinés à maintenir la stabilité des prix à moyen terme⁸ ». Si une cible d'expansion monétaire est attrayante du fait qu'elle imite l'approche de la Bundesbank, qui jouit d'une grande considération, il reste que la stabilité de la relation entre l'inflation et la monnaie dans la zone euro naissante est incertaine. Le deuxième (et peut-être le plus important) pilier de la stratégie de la BCE réside dans l'évaluation prospec-

8. BCE (1999a, p. 51). Cet article comprend une description détaillée de la stratégie de la BCE en matière de politique monétaire.

tive de l'inflation étayée par un objectif explicite d'inflation. Cette approche est examinée dans les paragraphes qui suivent.

L'établissement de cibles en matière d'inflation

Almeida et Goodhart (1998) ont fait ressortir que l'objectif de la stabilité des prix est tellement répandu que presque toutes les banques centrales poursuivent aujourd'hui une cible en matière d'inflation, même si celle-ci n'est pas toujours explicitement définie. Durant la première moitié des années 1990, toutefois, un certain nombre de banques centrales ont adopté des cibles explicites d'inflation à un horizon temporel spécifié⁹. Des cibles d'inflation clairement définies permettent de focaliser les efforts déployés en matière de conduite de la politique sur la variable directement associée à la stabilité des prix. Toutefois, comme l'influence de la politique monétaire ne se fait sentir sur l'inflation qu'après des délais longs et variables (d'au moins plusieurs trimestres), il s'écoule un certain temps avant que les décideurs puissent évaluer le succès des mesures de politique prises. Pour cette raison, cette approche accorde une grande importance aux prévisions de l'inflation, afin que les décideurs puissent intervenir de manière opportune avant que les pressions inflationnistes ne prennent des proportions inacceptables. Svensson (1999) soutient qu'une stratégie de cibles d'inflation adéquatement mise en œuvre est essentiellement l'application d'une cible de l'inflation attendue.

Bien qu'elle puisse paraître évidente aujourd'hui, la stratégie des cibles d'inflation était au début tout à fait révolutionnaire. L'insatisfaction suscitée par les résultats obtenus avec les cibles de taux de change et d'expansion de la masse monétaire avait stimulé la recherche pour d'autres approches, mais les travaux sur l'utilisation de cibles d'inflation étaient assez limités au début des années 1990. De fait, la plupart des publications disponibles aujourd'hui sur les cibles d'inflation ont été rédigées après, plutôt qu'avant, l'introduction de ces cibles. Toutefois, celles-ci se sont révélées bien adaptées aux besoins des banques centrales. Dans l'ensemble, les pays qui ont adopté

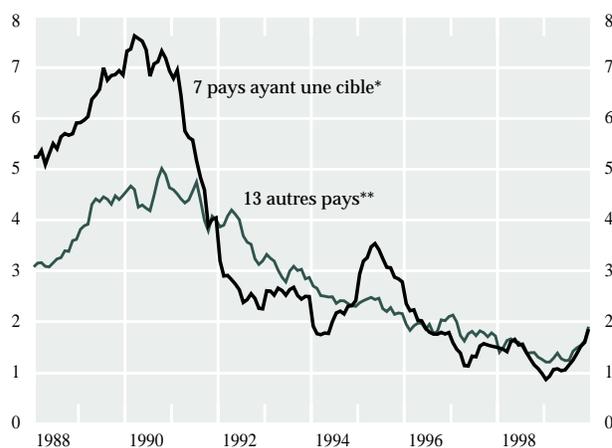
9. Les pays industrialisés les plus souvent cités en exemple à ce sujet comprennent la Nouvelle-Zélande (qui a adopté cette stratégie en 1990), le Canada (1991), le Royaume-Uni (1992), la Suède (1993), la Finlande (1993), l'Australie et l'Espagne (les deux en 1994). Pour une étude approfondie de la tenue économique des pays poursuivant des cibles d'inflation, voir Bernanke et coll. (1999).

des cibles d'inflation avaient souffert de taux d'inflation relativement élevés (Graphique 1). En outre, le Royaume-Uni, la Suède et la Finlande devaient de toute urgence remplacer l'approche du taux de change cible qu'ils avaient abandonnée en 1992¹⁰.

Bien qu'elle puisse paraître évidente aujourd'hui, la stratégie des cibles d'inflation était au tout début tout à fait révolutionnaire.

La participation explicite des gouvernements a été un élément clé de la stratégie des cibles d'inflation. Elle est considérée comme essentielle pour rassurer les agents économiques sur la fermeté de l'engagement du gouvernement à l'égard de l'objectif énoncé. Au Canada et en Nouvelle-Zélande, les déclarations

Graphique 1
Prix à la consommation
Taux de variation sur 12 mois



* Australie, Canada, Espagne, Finlande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède

** Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, États-Unis, France, Irlande, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Portugal et Suisse

10. Le lecteur qui désire se renseigner sur le processus « en coulisses » qui a conduit à l'adoption de cibles d'inflation en Nouvelle-Zélande consultera avec intérêt Reddell (1999).

conjointes de la banque centrale et du gouvernement ont fait ressortir le degré de collaboration et d'entente existant entre les deux instances. En Australie, la Banque de réserve avait annoncé en 1994 une cible d'inflation qui a été reconnue par le gouvernement dans une déclaration commune en 1996. Au Royaume-Uni, c'est le gouvernement qui a le premier fixé une cible d'inflation (de 1 à 4 %, dans l'intention de ramener l'inflation dans la moitié inférieure de la cible avant la fin de la session parlementaire en cours à ce moment-là). Cette approche a été remplacée par la *Bank of England Act* de 1998, qui donne pour instruction à la Banque de poursuivre la stabilité des prix, laquelle est définie dans un premier temps par le gouvernement britannique comme correspondant à un taux d'inflation de 2,5 %. Le gouvernement se réserve le droit de modifier la définition de la stabilité des prix.

Pour la BCE, le mandat que lui a confié la loi de poursuivre la stabilité des prix consiste à maintenir l'inflation en dessous de 2 %. En adoptant cette définition, la BCE a affirmé que celle-ci était « conforme aux définitions qui étaient utilisées par la plupart des BCN [banques centrales nationales] avant le passage à l'Union monétaire » (BCE, 1999a, p. 48). En fait, les critères de convergence auxquels doivent se soumettre les pays désireux d'adhérer à l'UME ont porté un grand nombre de pays de la zone euro à viser des cibles d'inflation. Il est stipulé que le taux d'inflation enregistré par les membres potentiels ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point de pourcentage le taux d'inflation moyen des trois pays ayant le plus faible taux d'inflation¹¹. Au début de l'an 2000, la Banque nationale suisse a également adopté une cible explicite de maîtrise de l'inflation inférieure à 2 %.

Des cibles clairement définies, exprimées en taux d'inflation ou autrement, n'expliquent pas par elles-mêmes de quelle manière les dirigeants de banque centrale prennent leurs décisions en matière de conduite de la politique monétaire. Durant la première moitié des années 1990, un nombre croissant de travaux ont été consacrés à la question des « règles » présidant à la réalisation d'objectifs quantifiables (voir Note technique). Ces règles sont toutefois considérées comme trop limitées pour être suivies de près par les autorités monétaires.

11. Sur la période de référence de 12 mois se terminant en janvier 1998, ces trois pays étaient l'Autriche (1,1 %), la France (1,2 %) et l'Irlande (1,2 %), ce qui portait le taux d'inflation de référence à 2,7 %. À l'exception de la Grèce, les 15 pays membres de l'UE répondaient à ce critère.

Structures institutionnelles d'appui

Un autre élément d'un cadre monétaire efficace est une structure institutionnelle conçue pour faciliter l'atteinte des objectifs de la politique. Une évolution remarquable s'est aussi produite à cet égard.

L'indépendance

Pour aider les banques centrales à s'acquitter de leurs mandats en toute liberté, on a accordé une importance beaucoup plus grande à l'indépendance de ces institutions par rapport aux instances gouvernementales (et indirectement aux autres parties intéressées). Cela réduit la probabilité, par exemple, que les décisions de politique monétaire ne soient influencées par des considérations politiques de nature opportuniste et n'entraînent une intensification de l'inflation.

Pour aider les banques centrales à s'acquitter de leurs mandats en toute liberté, on a accordé une importance beaucoup plus grande à l'indépendance de ces institutions par rapport aux instances gouvernementales.

Malgré l'importance accordée à l'indépendance des banques centrales, celles-ci n'ont généralement pas la possibilité de déterminer leurs objectifs sans se préoccuper des gouvernements (autrement dit, les banques centrales n'ont pas la liberté d'établir leurs propres buts). Comme nous le signalions précédemment, dans de nombreux pays, l'objectif de la stabilité des prix est énoncé dans la législation pertinente ou est mentionné explicitement dans des déclarations conjointes du gouvernement et de la banque centrale. Les banques centrales jouissent cependant maintenant d'une indépendance accrue sur le plan opérationnel (on parle aussi d'indépendance organique), c'est-à-dire qu'elles ont la liberté de choisir toute mesure qu'elles jugent nécessaire pour atteindre l'objectif énoncé. La question de l'indépendance peut également se poser dans d'autres domaines. Par exemple, un long mandat pour les décideurs et l'indépendance financière par rapport aux autorités budgétaires peuvent contribuer à réduire la sensibilité aux influences externes.

Fonctions de réaction et règles d'intervention

L'intérêt pour l'évaluation des facteurs déterminant les décisions de politique monétaire a été vivement stimulé lorsque Taylor (1993) a fait valoir que les interventions des autorités monétaires américaines sur la période 1987-1992 pouvaient être reproduites fidèlement à l'aide d'une simple fonction de réaction comportant seulement un petit nombre de variables. L'équation de Taylor et les nombreuses versions analogues qui ont été examinées par la suite prennent généralement le nom de « règles de Taylor ». Par exemple, Gerlach et Schnabel (1999) ont montré que le taux d'intérêt global (pondéré) pour la période de 1990-1997 dans les pays qui allaient former l'UME pouvait aussi être facilement reproduit à l'aide d'une règle de Taylor.

Le fait que les règles de Taylor parviennent à reproduire le comportement passé permet de penser qu'il serait possible de définir des fonctions de réaction sur lesquelles les autorités pourraient se fonder pour atteindre leurs cibles. Non seulement une telle fonction de réaction fournirait-elle aux autorités un guide susceptible de les aider à formuler leur politique de façon à maintenir l'inflation à un bas niveau, mais, si elle était rendue publique, elle pourrait également contribuer à la transparence de la politique. Depuis, un grand nombre de

recherches ont été consacrées à l'examen d'autres « règles » quantitatives. Des études effectuées récemment ont porté essentiellement sur les règles fondées sur des prévisions d'inflation. Dans ce type de règle, la variation enregistrée par l'instrument de la politique monétaire est une fonction de l'écart que la prévision conditionnelle d'inflation à un horizon donné affiche par rapport à la cible d'inflation¹.

En dépit de l'attention accordée ces derniers temps aux fonctions de réaction, il est peu probable qu'une banque centrale adopte une fonction de réaction explicite pour la mise en œuvre de sa politique monétaire et le réglage de ses instruments d'intervention. Il n'est pas certain que de telles règles puissent fournir toute l'information nécessaire à la formulation de la politique monétaire ou qu'elles ne soient pas sensibles au modèle retenu pour décrire le fonctionnement de l'économie. Au mieux, les règles de politique fondées sur des fonctions de réaction sont utilisées comme des balises, qui nécessitent l'intervention du jugement.

1. Pour des renseignements sur l'évolution récente des règles de rétroaction, y compris celles fondées sur des prévisions d'inflation, voir Armour et Côté (1999-2000).

Par l'adoption de diverses mesures, le législateur a renforcé les pouvoirs accordés aux banques centrales pour prendre des décisions concernant les taux d'intérêt. Par exemple, le mandat de la BCE stipule que « ni la BCE ni aucun membre quelconque de ses organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme » (BCE, 1999b, p. 57). Les banques centrales nationales participant à l'UME doivent également avoir une marge d'indépendance similaire par rapport à leur gouvernement. Récemment, les lois régissant respectivement la Riksbank de Suède et la Banque du Japon ont été modifiées pour empêcher le gouvernement de dicter la conduite de la politique monétaire. De même, la nouvelle

loi régissant la Banque d'Angleterre accorde à cette institution une indépendance opérationnelle par le biais d'un comité indépendant d'experts qui détermine les mesures de politique monétaire. Auparavant, les décisions stratégiques prises en Grande-Bretagne et au Japon étaient supervisées par de hauts fonctionnaires du Trésor.

Il n'est pas nécessaire que l'indépendance sur le plan opérationnel soit prévue explicitement dans la législation pour exister dans les faits. Mais même les banques centrales qui, comme la Banque du Canada, jouissent depuis quelque temps déjà de cette forme d'indépendance ont vu celle-ci s'accroître durant la dernière décennie grâce à la reconnaissance de son importance et à l'unanimité grandissante autour du choix de la stabilité des prix comme objectif approprié

de la politique monétaire. L'acquisition de son indépendance opérationnelle par la banque centrale australienne a été facilitée par la déclaration que le Trésorier et le gouverneur de la Banque de réserve ont faite en 1996 et dans laquelle ils reconnaissent l'indépendance de cette institution et sa responsabilité à l'égard des questions de politique monétaire.

La responsabilité

L'octroi d'une plus grande indépendance aux banques centrales a entraîné un relèvement des normes relatives à la responsabilité des institutions publiques. La responsabilité aide à garantir que les mesures prises par les autorités monétaires sont prises en fonction des objectifs appropriés. Cela est de nature à inspirer confiance dans l'engagement envers la stabilité des prix.

L'octroi d'une plus grande indépendance aux banques centrales a entraîné un relèvement des normes relatives à la responsabilité des institutions publiques.

Des cibles explicites peuvent aider les banques centrales à rendre compte de leurs actes en ce sens qu'elles fournissent une mesure claire en fonction de laquelle peut être évalué le rendement des autorités monétaires. Néanmoins, des événements inattendus peuvent provoquer des écarts par rapport aux cibles. Dans certains cas, des procédures explicites ont été adoptées pour faire face à de telles situations. En Nouvelle-Zélande, l'entente relative aux cibles en matière de politique monétaire oblige la Banque de réserve à expliquer, le cas échéant, pourquoi le taux d'inflation est sorti de la fourchette spécifiée et quelles mesures elle entend prendre pour le ramener dans la fourchette. La loi régissant la Banque d'Angleterre fait obligation au gouverneur d'écrire une lettre ouverte au chancelier de l'Échiquier pour expliquer les déviations de plus de 1 % dans une direction ou dans l'autre par rapport à la cible et les mesures qui seront prises pour ramener l'inflation au taux visé. Si l'écart persiste, le gouverneur doit rédiger une lettre d'explication tous les trois mois.

Les comparutions régulières de cadres supérieurs des banques centrales devant des organes délibérants sont également devenues une composante clé de la responsabilité de ces dernières. Certes, de telles comparutions existent depuis de nombreuses années déjà dans certains pays (p. ex., aux États-Unis, où le président du Conseil de la Réserve fédérale doit se présenter deux fois l'an devant le Congrès en vertu de la Loi Humphrey-Hawkins), mais elles sont maintenant beaucoup plus répandues. Il arrive que les présentations de ce type soient stipulées dans les textes de loi; c'est le cas notamment de la loi révisée sur la Banque d'Angleterre et de la loi régissant la BCE. Dans d'autres cas, il s'agit simplement d'une pratique (p. ex., au Canada, où le gouverneur se présente devant un comité du Parlement après la publication du *Rapport sur la politique monétaire*, un document semestriel).

Tandis que les banques centrales étaient investies de pouvoirs accrus en ce qui concerne la prise des décisions relatives à la conduite de la politique monétaire, on observait également une tendance à confier cette prise de décision à un comité. Cette approche peut être légalement instituée, comme c'est le cas pour la BCE (avec un conseil de 17 membres), la Banque d'Angleterre (un comité de la politique monétaire de neuf membres), la Banque du Japon (un conseil des politiques de neuf membres) et la Riksbank (un conseil de direction de six membres). Elle peut également se réaliser de manière non officielle, comme c'est le cas au Canada, où les décisions de politique monétaire ont été déléguées par le gouverneur à un conseil de direction interne formé de sept membres¹².

La transparence

De la responsabilité découle la transparence globale de la banque centrale et de ses activités de communication. Les banques centrales s'efforcent d'expliquer plus en détail et plus fréquemment les mesures qu'elles prennent et leurs motifs. Elles n'entreprennent pas ces initiatives pour les seules fins de la responsabilité, mais aussi parce qu'elles considèrent l'ouverture comme un moyen d'éviter les malentendus ou la confusion au sujet de leurs actions et d'obtenir un appui pour leurs initiatives stratégiques. Les banques centrales ont sensiblement accru

12. On trouvera dans Courtis et Weller (1999-2000) une enquête sur les structures de prise de décision de 88 banques centrales. Berg et Lindberg (2000) examinent les débuts du nouveau conseil de direction de la Riksbank.

le nombre de leurs conférences de presse, communiqués, allocutions et autres formes de communication publique. De plus, un grand nombre de banques centrales disposent maintenant d'un site Web bien garni grâce auquel elles diffusent une information très variée. Dans certains cas, les banques ont des bureaux régionaux qui jouent un rôle important dans la communication et les échanges de renseignements¹³.

Les banques centrales s'efforcent d'expliquer plus en détail et plus fréquemment les mesures qu'elles prennent et leurs mobiles.

La publication d'un rapport détaillé par les autorités monétaires sur l'évolution économique et les forces qui influencent l'inflation est devenue un outil clé en matière de communication. C'est pourquoi un certain nombre de banques centrales se sont mises récemment à la rédaction (parfois pour se conformer à la législation) de rapports réguliers sur l'inflation. L'Australie, la Grande-Bretagne, le Canada, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, la Suède et le Royaume-Uni publient des rapports semestriels ou trimestriels sur ce sujet. La BCE et la Banque du Japon ne produisent pas de documents de ce type, mais elles accordent toutes deux une importance considérable aux exposés de politique qu'elles incorporent à leurs bulletins mensuels (dont la parution est relativement récente).

Les banques centrales se sont également efforcées de rendre leurs opérations plus transparentes en améliorant la clarté des signaux sur l'orientation de la politique qu'elles envoient aux marchés financiers et en fournissant davantage de renseignements connexes. Ce processus reflète la tendance continue des banques centrales à s'écarter du secret qui, dans le passé, entourait la mise en œuvre de la politique

13. La Banque du Canada a réorganisé ses bureaux régionaux en 1996-1997 en grande partie avec cette considération à l'esprit. Pour un examen plus détaillé des changements qui ont influencé la responsabilité au Canada, voir Freedman (2000) et Thiessen (2000). Ferguson (1999) traite de l'évolution similaire qu'ont connue les États-Unis.

monétaire. Étant donné la nature internationale des marchés financiers, les banques centrales doivent aujourd'hui traiter avec un auditoire beaucoup plus large et plus diversifié qu'autrefois, formé de participants aux marchés tant intérieurs qu'étrangers. Dans un grand nombre de cas, la réduction de l'incertitude peut produire des dividendes sous la forme d'une diminution des primes de risque comprises dans les taux d'intérêt et d'une mise en œuvre plus harmonieuse de la politique monétaire.

Dans cet esprit, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine (FOMC) a commencé à annoncer officiellement en 1994 les modifications qu'il apporte au taux des fonds fédéraux et à expliquer brièvement immédiatement après chaque réunion où des décisions relatives à la politique monétaire sont prises les motifs de ces décisions. De plus, en mai 1999, le Comité a entrepris de publier davantage d'informations sur l'orientation future que prendra vraisemblablement la politique monétaire (le biais)¹⁴. En juin 1994, la Banque du Canada adoptait une fourchette opérationnelle explicite de 50 points de base et, en février 1996, rattachait son taux directeur (le taux officiel d'escompte) à la limite supérieure de cette fourchette. Comme c'est maintenant pratique courante parmi les banques centrales, un communiqué accompagne au Canada chaque modification de la politique. Manifestement, les nouvelles procédures ont réduit l'incertitude sur les marchés financiers tant américains que canadiens¹⁵.

Bien que les banques centrales soient devenues beaucoup plus ouvertes au cours des années 1990, elles n'avaient pas encore trouvé, à la fin de la décennie, une réponse définitive à la question du degré approprié de transparence. Comme l'a fait remarquer Winkler (1999, p. 19), la clarté comporte également un prix et, dans certaines circonstances, elle n'est pas nécessairement servie par la publication sans discrimination de tous les documents imaginables. On craint notamment que la publication intégrale des comptes rendus des réunions où sont prises les

14. On ne tarda pas à avoir le sentiment que cette pratique ouvrait la voie à des erreurs d'interprétation de la part des participants aux marchés et, en janvier 2000, le Comité de l'open market (FOMC) modifiait la formulation du message pour mieux refléter les facteurs pouvant compromettre une tenue satisfaisante de l'économie, et en particulier la manière dont il évaluait les risques d'intensification des pressions inflationnistes ou de ralentissement de l'activité dans un avenir prévisible.

15. Voir Thornton (1996) ainsi que Muller et Zelmer (1999).

décisions de politique monétaire empêche un échange de vues sincère entre les décideurs¹⁶. La BCE constitue à cet égard un cas intéressant. Bien qu'on lui ait souvent reproché un certain manque de transparence (voir Favero et coll., 2000), elle fournit beaucoup d'informations, ce qui tient à son nouveau cadre de politique, et se considère comme une institution ouverte.

Un autre problème auquel sont confrontées les banques centrales est la question de la publication des prévisions internes sur lesquelles elles fondent leurs décisions en matière de politique monétaire (composante essentielle d'un cadre prospectif). Bien qu'aucune banque centrale ne soit légalement tenue de publier ses prévisions, beaucoup d'entre elles rendent publique une quantité limitée d'informations sur leurs attentes à court terme relativement aux variables clés, en général la croissance économique et l'inflation. Certaines, comme la Banque d'Angleterre, la Banque de Norvège et la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, publient des données sur l'orientation future des taux d'intérêt, mais ces données correspondent à la projection de la banque centrale (établie à partir de diverses hypothèses sous-jacentes) seulement dans le cas de la Nouvelle-Zélande. Par ailleurs, on s'inquiète du fait qu'une projection attribuant des valeurs aux variables puisse être interprétée à tort comme un engagement de la banque centrale envers ces valeurs, plutôt que comme une trajectoire provisoire qui peut fort bien ne pas se matérialiser. En outre, on craint que les marchés financiers réagissent en portant rapidement les taux d'intérêt aux niveaux plus élevés ou plus bas envisagés dans la projection pour une date ultérieure.

Conclusion

L'évolution récente du cadre de politique monétaire utilisé dans les pays industrialisés a été fortement influencée par la perception du rôle joué par la crédibilité. Les auteurs d'un grand nombre de publications économiques soutiennent que si la politique monétaire est très crédible (c.-à-d. si les agents économiques estiment que les décideurs sont tout à fait déterminés à réaliser la stabilité des prix et ont les moyens d'y parvenir), cela favorisera l'atteinte

16. Ferguson (1999) fait remarquer qu'un grand nombre de membres du FOMC ont commencé à s'en remettre beaucoup plus à des notes préparées à l'avance lors des réunions de décision, à cause de la pratique, instaurée au milieu des années 1990, consistant à publier les comptes rendus de ces réunions dans leur intégralité cinq ans après leur tenue.

de l'objectif de faible inflation. Les coûts associés à la réduction de l'inflation par rapport aux niveaux inacceptables observés dans le passé et à son maintien à de bas niveaux s'en trouveront réduits. En résumé, une banque centrale qui est crédible parvient plus facilement à réaliser ses objectifs. De plus, comme le but ultime recherché est la santé de l'économie, la crédibilité de la politique bénéficiera d'une bonne tenue de l'économie en général¹⁷.

Plusieurs des changements apportés au cadre de mise en œuvre de la politique par les banques centrales dans les années 1990 visaient donc un accroissement de la crédibilité de la politique menée. L'engagement envers la stabilité des prix a été clarifié non seulement par les dirigeants des banques centrales mais aussi par les autorités gouvernementales. Les banques centrales jouissent maintenant d'une plus grande indépendance opérationnelle dans la poursuite de la stabilité des prix, mais en même temps elles doivent davantage rendre compte de leurs actions devant le public. De plus, la transparence a été renforcée, pas seulement pour faciliter l'obligation de rendre compte, mais aussi pour expliquer les interventions des autorités monétaires et inspirer confiance en elles. Sur les marchés financiers, les banques centrales ont de plus levé le voile sur la mise en œuvre de la politique, qui dans le passé était entourée de mystère, et pris des mesures pour expliquer leurs interventions. En somme, les banques centrales sont devenues beaucoup plus ouvertes.

Plusieurs des changements apportés au cadre de mise en œuvre de la politique par les banques centrales dans les années 1990 visaient donc un accroissement de la crédibilité de la politique menée.

Il est difficile d'évaluer exactement quelle a été la contribution des modifications apportées dans les années 1990 aux résultats obtenus sur le front de

17. Pour une discussion plus détaillée de cette question, voir Amano et Perrier (2000). Blinder (1999) présente les résultats d'une enquête approfondie sur les attitudes des banques centrales (84 d'entre elles) et l'opinion d'économistes des milieux universitaires sur la question de la crédibilité.

Graphique 2

Prix à la consommation

Taux de variation sur 12 mois



* Canada, États-Unis, Japon, Australie, Nouvelle-Zélande, Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Norvège, Pays-Bas, Suisse, Royaume-Uni, Portugal et Suède

Graphique 3

Inflation mesurée par l'IPC dans 20 pays – Écart-type

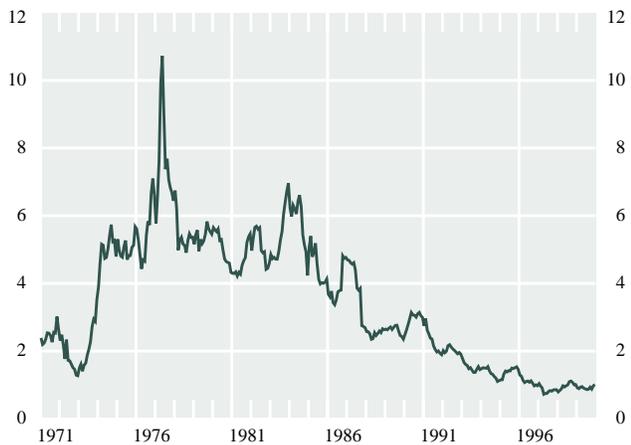


Tableau 2

Taux d'inflation observés et attendus

	Inflation observée 1990-1999	Inflation attendue 2006-2010*
Canada	2,2	1,9
Japon	1,2	1,5
Norvège	2,4	2,0
Suède	3,3	2,0
Suisse	2,3	1,6
Royaume-Uni	3,7	2,4
États-Unis	3,0	2,6
Zone euro :		
France	1,9	1,7
Italie	4,2	1,5
Allemagne	2,6	1,6
Pays-Bas	2,4	2,0
Espagne	4,2	1,9
Moyenne	2,8	1,9

* Consensus Forecasts, avril 2000

l'inflation. Mais on ne peut que se féliciter du fait que le taux d'inflation dans les pays industrialisés soit tombé à de bas niveaux durant ces années (Graphique 2). Il s'est produit une convergence remarquable des taux d'inflation enregistrés dans les divers pays, ce qui s'explique peut-être par l'assez large consensus qui se dégageait sur les objectifs à poursuivre (Graphique 3). Les attentes d'inflation à long terme observées à la fin de la décennie permettent également de croire que les marchés s'attendent à ce que l'inflation reste faible (Tableau 2). Pour les banques centrales, la question clé est désormais de savoir si le cadre de politique amélioré qui a été mis en place est suffisamment robuste pour garantir le maintien de la stabilité des prix¹⁸.

18. Pour une première évaluation des résultats qu'a donnés le nouveau cadre de la Banque d'Angleterre, voir Her Majesty's Treasury (1999).

Ouvrages et articles cités

- Almeida, A. et C. Goodhart (1998). « Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour? », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 51, supplément, p. 19-107.
- Amano R. et P. Perrier (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-20.
- Armour, J. et A. Côté (1999-2000). « L'efficacité des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation : survol de la littérature récente », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 47-61.
- Banque centrale européenne (1999a). « La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel*, janvier, p. 41-53.
- _____ (1999b). « Le cadre institutionnel du Système européen de banques centrales », *Bulletin mensuel*, juillet, p. 55-62.
- Banque des Règlements Internationaux (1997). *Implementation and Tactics of Monetary Policy*, BIS Conference Papers, vol. 3, Bâle, Banque des Règlements Internationaux.
- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-6.
- Berg, C. et H. Lindberg (2000). « Conducting Monetary Policy with a Collegial Board: The New Swedish Legislation One Year On », document de travail n° 2000-03-15, Banque de Suède.
- Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin et A. Posen (1999). *Inflation Targeting—Lessons from the International Experience*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Blinder, A. (1999). « Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? », document de travail n° 7161, National Bureau of Economic Research.
- Cecchetti, S. et M. Ehrmann (1999). « Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes », document de travail n° 7426, National Bureau of Economic Research.
- Courtis, N. et B. Weller (1999-2000). « Governor's Power Diluted », *Central Banking*, vol. 10, p. 29-33.
- Favero, C., C. Wyplosz, T. Persson et X. Freixas (2000). *One Money, Many Countries. Monitoring the European Central Bank 2*, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Ferguson, R. (1999). « Transparency and Responsibility in Monetary Policy », allocution prononcée devant The National Economists Club, Washington (D. C.), <URL : <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES>.
- Freedman, C. (1983). « Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 73, p. 101-106.
- _____ (2000). « The Framework for the Conduct of Monetary Policy in Canada: Some Recent Developments », allocution prononcée devant l'*Ottawa Economics Association*.
- Fry, M., D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger et G. Sterne (1999). *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, communication présentée au colloque des gouverneurs de banque centrale tenu le 4 juin 1999, Londres, Banque d'Angleterre.
- Gerlach, S. et G. Schnabel (1999). « The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area », document de travail n° 73, Banque des Règlements Internationaux.
- Her Majesty's Treasury (1999). *The New Monetary Policy Framework*, Londres, HM Treasury.
- Mishkin, F. (1999). « International Experience with Different Monetary Policy Regimes », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, p. 579-605.
- Muller, P. et M. Zelmer (1999). *Greater Transparency in Monetary Policy: Impact on Financial Markets*, rapport technique n° 86, Ottawa, Banque du Canada.
- Reddell, M. (1999). « Origins and Early Development of the Inflation Target ». In : *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 62, p. 63-71.
- Svensson, L. (1999). « Price Stability As A Target For Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability », document de travail n° 7276, National Bureau of Economic Research.

- Taylor, J. (1993). « Discretion Versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, p. 195-214.
- Thiessen, G. (1982). « The Canadian Experience with Monetary Targeting ». In : *Central Bank Views on Monetary Targeting*, communication présentée à un colloque tenu en mai à la Federal Reserve Bank of New York, p. 100-104.
- Thiessen, G. (2000). « Responsabilité et transparence dans la conduite de la politique monétaire au Canada », allocution prononcée devant la Metropolitan Halifax Chamber of Commerce, 27 janvier, *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 21-24.
- Thornton, D. (1996). « Does the Fed's New Policy of Immediate Disclosure Affect the Market? ». In : *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 78, novembre-décembre, p. 77-88.
- Winkler, B. (1999). « Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making », communication présentée au colloque intitulé *Monetary Policy-Making Under Uncertainty*, Francfort-sur-le-Main, Banque centrale européenne.

