

REVUE ECONOMIQUE

7^e Année
Août 2001

Banque Nationale
de Belgique



Copyright Banque Nationale de Belgique s.a.

La citation et la reproduction à des fins non commerciales sont autorisées,
pour autant qu'il soit fait mention de la source.

ISSN 1372-3162

SOMMAIRE

Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles	9
Responsabilité et transparence des autorités en charge de la politique monétaire	25
Summaries of articles	37
Abstracts of the Working paper series	38

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

SOLDES BUDGETAIRES CORRIGES DES VARIATIONS CONJONCTURELLES

INTRODUCTION

Les mesures classiques du résultat laissé par les opérations budgétaires de l'ensemble des pouvoirs publics, telles que le solde global de financement ou le solde primaire (soit le solde global de financement à l'exclusion des charges d'intérêts), ne donnent qu'une indication imparfaite de l'orientation donnée à la politique budgétaire. En effet, l'évolution de ces soldes n'est pas déterminée uniquement par cette dernière, mais également par un certain nombre de facteurs extérieurs à la sphère d'influence directe des responsables politiques. La conjoncture économique générale est évidemment le principal de ces facteurs. Celle-ci influence le solde budgétaire des pouvoirs publics, vu que, compte tenu de l'effet des stabilisateurs automatiques, la sensibilité de leurs recettes à la conjoncture diffère fortement de celle de leurs dépenses. Une conjoncture plus favorable fait automatiquement progresser les recettes fiscales et parafiscales, tandis que si l'on fait abstraction des dépenses de chômage, les dépenses publiques ne sont guère influencées, ce qui conduit donc à une amélioration du solde des pouvoirs publics. Inversement, une conjoncture moins porteuse va de pair avec une détérioration de ce solde.

Pour cette raison, les organisations internationales, telles que le FMI, l'OCDE et la Commission européenne, utilisent depuis longtemps déjà, dans leurs analyses des politiques budgétaires, les indicateurs dits de soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles, c'est-à-dire de soldes dont l'évolution a été adaptée pour en éliminer l'influence de la conjoncture. Ces indicateurs, en particulier la variation du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles, devraient donner une image

plus fidèle de la politique budgétaire effectivement menée.

Dans la zone euro, l'appréciation de la politique budgétaire intervient comme un des éléments sur lesquels se fondent les décisions de politique monétaire dans le cadre du second pilier. Il importe donc que l'Eurosystème puisse disposer également de mesures fiables du solde des pouvoirs publics corrigé des variations conjoncturelles. Aussi une nouvelle méthode de correction des variations conjoncturelles a-t-elle été élaborée récemment au sein du SEBC, en vue d'une appréciation harmonisée de la politique budgétaire des Etats membres de l'Union européenne. Il a été jugé préférable de ne pas reprendre les indicateurs mis au point par les organisations internationales précitées pour deux raisons : d'une part, les méthodes que celles-ci utilisent sont susceptibles d'améliorations sur un certain nombre de points, d'autre part, les chiffres corrigés des variations conjoncturelles de ces organisations sont compatibles avec leurs propres estimations macroéconomiques et budgétaires, mais ne le sont pas nécessairement avec les projections de l'Eurosystème.

L'utilisation de données corrigées des variations conjoncturelles appelle toutefois un certain nombre d'observations. En premier lieu, il faut rappeler qu'outre la conjoncture, d'autres facteurs, qui ne sont pas directement liés à la politique budgétaire, déterminent également en partie les résultats budgétaires. Ainsi, en Belgique, on peut épinglez comme exemple la crise de la dioxine de 1999, qui indépendamment de son incidence sur la croissance économique, a entraîné un coût budgétaire direct de près de 0,2 p.c. du PIB, au titre de l'indemnisation des pertes de revenus et de la destruction des produits contaminés. Par ailleurs, l'influence de la conjoncture sur les comptes des pouvoirs

publics n'est, à l'évidence, pas directement mesurable : cette influence ne peut qu'être estimée. Toute méthode de correction destinée à tenir compte des variations conjoncturelles a, par conséquent, un caractère approximatif, et il convient de faire preuve de prudence dans l'interprétation des résultats obtenus. Enfin, il ne faut pas confondre les soldes corrigés des variations conjoncturelles avec les soldes structurels, desquels on a éliminé, non seulement l'incidence conjoncturelle mais aussi, dans la mesure du possible, l'influence de tout facteur non récurrent ou temporaire. En effet, certains aspects de la politique budgétaire peuvent également revêtir un tel caractère.

L'objectif du présent article est d'appliquer à la Belgique la nouvelle méthode de correction des variations conjoncturelles qui est utilisée à l'heure actuelle au sein du SEBC (appelée ci-dessous la « méthode standard »). L'article se compose de deux parties. Dans la première partie, la nouvelle méthode est brièvement exposée et les différences par rapport aux méthodes existantes sont commentées. La seconde partie est consacrée à la présentation des soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles calculés selon cette méthode pour la Belgique, ainsi que des résultats de quelques simulations visant à montrer la sensibilité de ces indicateurs à la modification de certains paramètres de la méthode standard.

1. METHODES DE CORRECTION DES VARIATIONS CONJONCTURELLES

1.1 METHODES EXISTANTES

Les méthodes de correction des variations conjoncturelles sont généralement fondées sur une approche en deux étapes. Dans une première étape, l'environnement macroéconomique effectif est comparé à une situation considérée

comme « normale » et l'écart positif ou négatif par rapport à cette conjoncture normale est quantifié. Dans une seconde étape, l'incidence de cet écart sur le budget des pouvoirs publics, appelée composante conjoncturelle du solde budgétaire, est estimée à l'aide d'élasticités ou d'autres paramètres de sensibilités budgétaires. Le solde corrigé des variations conjoncturelles correspond simplement au solde observé dont on a déduit cette composante conjoncturelle.

1.1.1 *Appréciation de l'environnement macroéconomique*

La première étape est probablement la plus controversée : il n'existe pas, en effet, de critères objectifs clairs permettant de définir ce qu'est un environnement macroéconomique « normal ». D'une manière générale, deux approches sont à cet égard possibles.

Une première approche consiste à dériver la situation conjoncturelle normale d'un modèle structurel dans lequel les fluctuations temporaires sont isolées des variations plus durables de l'environnement économique.

Il s'agit le plus souvent d'estimer des fonctions de production macroéconomiques, c'est-à-dire dans la version la plus simple, de mettre en rapport le stock disponible de facteurs de production avec la production totale. Cette approche exige toutefois certaines hypothèses concernant la spécification précise de la fonction de production et un jugement, controversé dans de nombreux cas, sur le taux « normal » d'utilisation du stock de capital et le taux de chômage naturel. En outre, les estimations de fonction de production se heurtent souvent à un certain nombre de problèmes économétriques (tels que la simultanéité entre la production et l'offre de facteurs de production, par exemple). Enfin, les fonctions de production macroéconomiques soulèvent un problème théorique potentiellement important, étant donné que la ligne de partage entre les variations structurelles et les fluctuations temporaires est parfois difficile à tracer, en

raison par exemple, d'effets d'hystérésis : des travailleurs qui perdent leur emploi lors d'une phase de déclin conjoncturel peuvent tomber dans une situation de chômage structurel s'ils perdent leurs compétences au cours de la période d'inactivité. Tant l'OCDE que le FMI utilisent l'approche « fonction de production » pour le calcul de soldes corrigés des variations conjoncturelles.

Indépendamment de l'approche « fonction de production », la production potentielle peut également être dérivée de manière structurelle par le biais de modèles dits de vecteurs autorégressifs structurels ou de modèles macroéconométriques.

Une deuxième approche, plus pragmatique, consiste à assimiler l'environnement économique « normal » à une évolution tendancielle des principales variables macroéconomiques. Cette tendance est alors calculée à l'aide de filtres statistiques. La définition de l'environnement économique « normal » n'est pas fondée sur la théorie économique, mais l'utilisation de filtres statistiques offre l'avantage important de permettre une appréciation harmonisée de la situation macroéconomique dans différents pays. Le filtre le plus utilisé, entre autres par la Commission européenne, est celui de Hodrick-Prescott¹. Ce filtre calcule une tendance non linéaire dans laquelle la valeur tendancielle peut être décrite comme une moyenne mobile centrée et pondérée des valeurs observées : les poids attachés à ces observations décroissent à mesure que celles-ci sont éloignées dans le temps. Lors du lissage de la série temporelle, un compromis est recherché en vue de rester le plus près possible des valeurs observées tout en évitant les variations trop brusques de la croissance tendancielle. La mesure dans laquelle ce dernier objectif contrebalance le premier est déterminée par le paramètre de lissage – symbolisé générale-

ment dans la littérature consacrée à cette problématique par la lettre grecque λ –, la croissance tendancielle étant d'autant moins instable que celui-ci reçoit une valeur élevée.

Le filtre Hodrick-Prescott présente deux défauts notoires. D'une part, l'utilisation de ce filtre ou d'autres procédures de lissage n'est pas indiquée en cas de rupture structurelle soudaine de la tendance, car une telle rupture au cours d'une année donnée sera en effet lissée par le filtre et répartie sur plusieurs années. D'autre part, le filtre Hodrick-Prescott se heurte au problème dit « des points extrêmes ». A la fin (mais aussi au début) de la série temporelle, la valeur tendancielle ne peut plus être calculée comme une moyenne mobile centrée et devient donc trop tributaire des valeurs réellement observées. La tendance peut en être fortement biaisée. Afin de résoudre ce problème des points extrêmes, les séries temporelles sont généralement prolongées (artificiellement) par des estimations. Dans ce cas, le biais affectant les données tendancielles à la fin de la période d'observation est bien entendu inversement proportionnel à la qualité des estimations.

Outre la question de savoir comment appréhender l'environnement macroéconomique normal, le degré de détail avec lequel la situation conjoncturelle est décrite revêt également de l'importance. Dans la plupart des cas, cet examen ne porte que sur le PIB dans son ensemble, de sorte que la comparaison de la situation conjoncturelle avec une situation considérée comme normale revient à calculer l'écart de production.

1.1.2 Incidence sur les comptes des pouvoirs publics

Dans une deuxième étape, on procède à l'estimation de l'incidence sur les comptes des pouvoirs publics des écarts observés par rapport à une situation conjoncturelle normale. Ici également, on peut d'une manière générale distinguer deux approches. Soit on réalise une estimation

¹ Hodrick, R.J., et Prescott, E.C., « Post-war U.S. business cycles : an empirical investigation », *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 29 (1997), pp. 1-16.

économétrique de la relation entre le budget des pouvoirs publics et la conjoncture, soit on déduit la sensibilité du budget à la conjoncture des règles qui régissent les recettes ou les dépenses, ce qui suppose que celles-ci soient connues ou puissent être calculées. Si, par exemple, un impôt est linéaire, son élasticité par rapport à la base imposable est en principe de 1 ; si, en revanche, un impôt a un caractère progressif, l'élasticité – qui est en principe supérieure à 1 – peut être calculée pourvu que les données relatives à la répartition exacte de la base imposable entre les différents taux d'imposition soient disponibles. Les deux approches présentent des avantages et des inconvénients.

Les spécifications économétriques peuvent produire des estimations biaisées ou peu fiables. C'est le cas surtout lorsque les séries temporelles sur lesquelles se base l'évaluation sont biaisées par d'importants changements dans la politique budgétaire. Si, en outre, ces changements ont un lien étroit avec le cycle économique – lorsque par exemple, les pouvoirs publics ont mené dans le passé une politique anticyclique active –, l'élasticité estimée traduira non seulement l'importance des stabilisateurs automatiques, mais également la mesure dans laquelle les pouvoirs publics ont tenté d'aplanir le cycle conjoncturel. Comme la correction destinée à tenir compte des variations conjoncturelles ne peut prendre en considération que l'incidence automatique du cycle conjoncturel, cette élasticité serait dans ce cas surévaluée. Travailler avec des séries temporelles corrigées pour tenir compte d'(importants) changements dans la politique budgétaire ou intégrer ces modifications dans les spécifications économétriques, via des variables de contrôle, pourrait être une solution mais est presque impossible dans la pratique, étant donné que les informations fiables manquent en général¹.

Quant à la sensibilité théorique du budget à la conjoncture, dérivée à l'aide des règles régissant les recettes ou les dépenses, celle-ci ne correspond pas toujours non plus à l'incidence effec-

tive de la conjoncture sur le budget, en particulier lorsque des changements de comportement des agents économiques peuvent être observés au cours du cycle conjoncturel, telles des fluctuations conjoncturelles de l'ampleur de la fraude. La taxe à la valeur ajoutée est un autre exemple : cette taxe est linéaire mais comporte différents taux, selon les types de biens et services consommés. Si la répartition de la consommation privée entre les différentes catégories ne varie pas, l'élasticité de la taxe à la valeur ajoutée par rapport à la consommation privée est en principe unitaire. Mais, lorsque la part des produits relativement les plus taxés augmente en période de bonne conjoncture et diminue dans le cas contraire, cette élasticité observée est alors plus élevée.

1.2 LA NOUVELLE METHODE STANDARD UTILISEE DANS LE CADRE DU SEBC²

La nouvelle méthode standard de correction des variations conjoncturelles utilisée dans le cadre du SEBC respecte la traditionnelle approche en deux étapes présentée ci-dessus. Comme à la Commission européenne, le filtre Hodrick-Prescott y est utilisé pour déterminer l'évolution tendancielle de l'activité économique. La méthode diffère toutefois de celle mise en œuvre par la Commission sur trois points.

En premier lieu, il a été décidé de ne pas assimiler la situation conjoncturelle à la seule évolution du PIB mais de la définir de manière plus large. Le choix d'une approche plus détaillée s'impose dès lors qu'un indicateur synthétique, comme l'écart de production, ne peut à lui seul caractériser la conjoncture, mais il se justifie

¹ L'une des rares études dans laquelle cela a été fait pour la Belgique est celle de R. Savage, « Recettes publiques belges 1960-99 et déterminants : effets « de structures » et impulsions discrétionnaires de politique fiscale », *Bulletin de documentation du Ministère des Finances*, janvier 2000.

² Cette méthode est expliquée plus en détail dans C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula, « Cyclically Adjusted Budget Balances : An Alternative Approach », *European Central Bank Working Paper Series* (automne 2001, à paraître).

surtout parce que la situation budgétaire est déterminée non seulement par la croissance économique elle-même, mais également par la composition de cette dernière.

Cela s'explique par le fait que plusieurs catégories de revenus et de dépenses peuvent être imposées de manière différente. Ainsi, les revenus du travail sont généralement taxés plus lourdement que les bénéfices des entreprises, et les exportations et les investissements ne sont en principe pas soumis aux impôts indirects, alors que c'est le cas de la consommation privée et des investissements en logements. La croissance économique exerce donc un effet d'autant plus favorable sur les comptes des pouvoirs publics qu'elle est soutenue par une hausse des revenus du travail, de la consommation privée et des investissements en logements.

Les méthodes qui sont utilisées à l'heure actuelle par les organisations internationales négligent largement ces effets de composition. En basant la correction des variations conjoncturelles sur l'estimation du rapport entre les diverses rubriques du budget et le PIB, elles prennent en effet en compte la composition moyenne de la croissance économique observée dans le passé. Les effets véritables de modifications de la composition de la croissance ne peuvent être appréhendés qu'en définissant la situation conjoncturelle directement à partir des composantes du PIB.

Concrètement, quatre grandes catégories de recettes et une catégorie de dépenses du budget des pouvoirs publics, dont la sensibilité aux évolutions conjoncturelles est clairement établie, sont prises en considération. Il s'agit des impôts directs payés par les ménages, des cotisations sociales, des impôts directs payés par les sociétés, des impôts indirects et des dépenses liées au chômage. Pour chacune de ces catégories, on a recherché une variable macroéconomique qui en détermine l'évolution de manière plus directe que le PIB : les revenus du travail pour les cotisations sociales et les impôts directs payés par les ménages, la somme de la consommation

privée et des investissements en logements pour les impôts indirects, le revenu primaire brut des entreprises pour les impôts directs payés par les sociétés et le nombre de chômeurs pour les dépenses liées au chômage. Pour analyser la relation entre les impôts directs payés par les ménages et les revenus du travail, une distinction a en outre été faite entre l'emploi et le revenu du travail moyen. Compte tenu du caractère progressif de l'impôt des personnes physiques, ces deux composantes peuvent en effet exercer une incidence différente sur les impôts directs payés par les ménages. Par ailleurs, l'emploi et le revenu du travail moyen ont été limités au secteur privé : la correction des variations conjoncturelles vise en effet à corriger les résultats budgétaires observés des fluctuations conjoncturelles sur lesquelles les pouvoirs publics ne peuvent guère ou pas exercer d'influence, ce qui n'est bien sûr pas le cas pour les revenus du travail perçus dans le secteur des administrations publiques.

Globalement, la nouvelle méthode standard définit donc la situation conjoncturelle au moyen de cinq variables macroéconomiques plutôt que par le seul PIB. Le filtre Hodrick-Prescott est dès lors appliqué à cinq séries distinctes (déflatées, au besoin, des effets de prix) et non au seul PIB, et les élasticités des divers postes du budget sont calculées par rapport à ces cinq variables.

Une seconde innovation importante réside dans le choix du paramètre de lissage utilisé dans le cadre du filtre Hodrick-Prescott. La Commission européenne considère 100 comme la valeur de référence. Des recherches récentes¹ avancent toutefois des valeurs beaucoup plus faibles pour ce paramètre. Des séries temporelles stationnaires peuvent être considérées comme une

¹ Les critères techniques qui poussent à retenir un paramètre de lissage très peu élevé sont notamment exposés dans Pedersen, T.M., « The Hodrick Prescott Filter, the Slutsky Effect, and the Distortionary Effect of Filters », University of Copenhagen, Institute of Economics, *Working Paper* (1998) ; et dans Kaiser, R. et Maravall, A., « Estimation of the Business Cycle : A Modified Hodrick-Prescott Filter », Banco de España – Servicio de Estudios, *Documento de Trabajo*, No. 9912 (1999).

moyenne pondérée de cycles de longueurs différentes. Le choix du paramètre de lissage du filtre Hodrick-Prescott revient en fait à déterminer la longueur des fluctuations que l'on souhaite encore intégrer au niveau de la composante conjoncturelle de la série temporelle. Ainsi, la valeur choisie par la Commission européenne implique notamment que la majeure partie des fluctuations de 15 à 20 ans sont intégrées dans la composante conjoncturelle. Une valeur de 8, qui est plus proche de ce que l'on retrouve dans les recherches récentes, signifie par contre qu'une importante partie des fluctuations d'une longueur de 8 ans ne sont pas comprises dans la composante conjoncturelle mais dans la tendance à long terme.

Pour la nouvelle méthode standard de correction des variations conjoncturelles, on a considéré qu'une période de 8 ans est un délai raisonnable pour analyser l'incidence de la conjoncture sur le budget et que le paramètre de lissage devrait être de 30. Cette valeur implique que les fluctuations conjoncturelles inférieures ou égales à 8 ans sont pratiquement entièrement intégrées dans la composante conjoncturelle, tandis que les fluctuations beaucoup plus longues sont largement englobées dans la composante tendancielle à long terme.

Ce choix est dans une large mesure normatif et doit être placé dans le cadre du pacte européen de stabilité et de croissance. L'obligation qui y est mentionnée de présenter, « à moyen terme », un budget proche de l'équilibre ou en excédent est le plus couramment interprétée comme devant être évaluée sur l'ensemble du cycle conjoncturel, c'est-à-dire qu'elle concerne le solde des administrations publiques corrigé des variations conjoncturelles. Des paramètres de lissage plus élevés signifieraient que les résultats budgétaires sont également corrigés des fluctuations conjoncturelles relativement longues, ce qui allonge le délai au cours duquel les budgets doivent être, en moyenne, proches de l'équilibre ou en excédent. En d'autres termes, plus la valeur du paramètre de lissage est

élevée, plus l'obligation du pacte de stabilité et de croissance peut être interprétée avec souplesse.

Enfin, la nouvelle méthode standard de correction des variations conjoncturelles diffère également de celle des institutions internationales par une sélection plus minutieuse des postes du budget sensibles aux variations conjoncturelles. Ainsi, parmi les diverses catégories du budget, les composantes qui n'ont pas de relation directe avec la variable macroéconomique correspondante ne sont pas prises en compte. Dans le cas des impôts directs payés par les ménages par exemple, il s'agit essentiellement des impôts payés par le personnel des administrations publiques et du précompte mobilier : il est évident qu'aucune de ces deux catégories ne dépend directement de l'évolution de l'emploi et du revenu du travail moyen dans le secteur privé.

2. SOLDES BUDGETAIRES CORRIGES DES VARIATIONS CONJONCTURELLES EN BELGIQUE

2.1 LA METHODE STANDARD

Les données utilisées sont celles des comptes nationaux (en tenant compte, pour les flux budgétaires, de la nouvelle version des comptes des administrations publiques que l'ICN a publiée le 27 juin 2001), complétées pour l'année en cours par les estimations présentées dans la Revue économique de mai 2001. L'exercice porte sur la période allant de 1980 à 2001. En vue de pallier le problème des points extrêmes que pose le filtre Hodrick-Prescott, les séries temporelles macroéconomiques ont été prolongées jusqu'en 2008 avec des hypothèses de travail quant à l'évolution future de la croissance tendancielle.

2.1.1 Réévaluation des élasticités budgétaires

Dans le cadre de la nouvelle méthode de correction des variations conjoncturelles, les élasticités des différentes catégories budgétaires par rapport aux variables macroéconomiques de référence ont été réévaluées. Cette opération a été faite sur la base d'estimations économétriques, sauf dans le cas des élasticités par rapport à l'emploi dans le secteur privé des impôts payés par les ménages et des cotisations de sécurité sociale, pour lesquelles on a retenu l'hypothèse technique d'une élasticité unitaire. Le coefficient estimé de l'élasticité des cotisations de sécurité sociale par rapport au revenu du travail moyen dans le secteur privé, enfin, ne s'est pas avéré significativement différent de la valeur de 1 à laquelle on s'attend en théorie en raison du caractère presque entièrement linéaire du système : il a dès lors été arrondi à cette valeur.

Les élasticités ainsi réévaluées sont particulièrement proches des chiffres récemment publiés par l'OCDE¹. La différence la plus importante réside dans les impôts directs payés par les sociétés. L'élasticité de cette catégorie de recettes par rapport à un quelconque indicateur des bénéfices des sociétés est toutefois particulièrement difficile à évaluer, en raison de l'absence

d'équivalent macroéconomique approprié pour la notion fiscale de « résultats de société », mais aussi et surtout du caractère non linéaire de la règle de calcul de l'impôt : aucun impôt négatif n'est en effet prélevé sur des pertes.

Il est aisé de déduire des méthodes traditionnelles de correction des variations conjoncturelles une mesure synthétique de la sensibilité du budget à la conjoncture. Cette sensibilité indique dans quelle mesure le solde (primaire) varie lorsque la croissance économique est de 1 point de pourcentage supérieure (ou inférieure) aux prévisions. Un tel indicateur n'est en principe pas disponible dans la nouvelle méthode standard, étant donné que la conjoncture n'est pas décrite sur la base du PIB, mais sur celle des variables de référence précitées. Pour connaître l'incidence sur le budget d'une divergence de la croissance du PIB de 1 point de pourcentage, cette dernière doit donc faire l'objet d'une hypothèse sur sa composition en fonction des variables macroéconomiques de référence pour les catégories budgétaires considérées. Toute modi-

¹ van den Noord, Paul, « The size and role of automatic stabilizers in the 1990s and beyond », *Economics Department Working Paper*, n° 230 (janvier 2000).

TABLEAU 1 – ELASTICITES BUDGETAIRES PAR RAPPORT AUX VARIABLES MACRO-ECONOMIQUES DE REFERENCE

Catégorie budgétaire	Variable de référence	BNB/SEBC	OCDE
Impôts directs payés par les ménages	Emploi dans le secteur privé	1,00	1,00
Impôts directs payés par les ménages	Revenu du travail moyen dans le secteur privé	1,36	1,40
Cotisations de sécurité sociale	Emploi dans le secteur privé	1,00	1,00
Cotisations de sécurité sociale	Revenu du travail moyen dans le secteur privé	1,00	0,90
Impôts directs payés par les sociétés	Revenu primaire brut des sociétés	0,72	1,00
Impôts indirects	Consommation privée et investissements en logements	0,97	1,00
Dépenses de chômage	Nombre de chômeurs	0,92	1,00

Sources : BNB, OCDE.

fication dans le choix de la composition de la croissance du PIB débouche sur une autre sensibilité du budget.

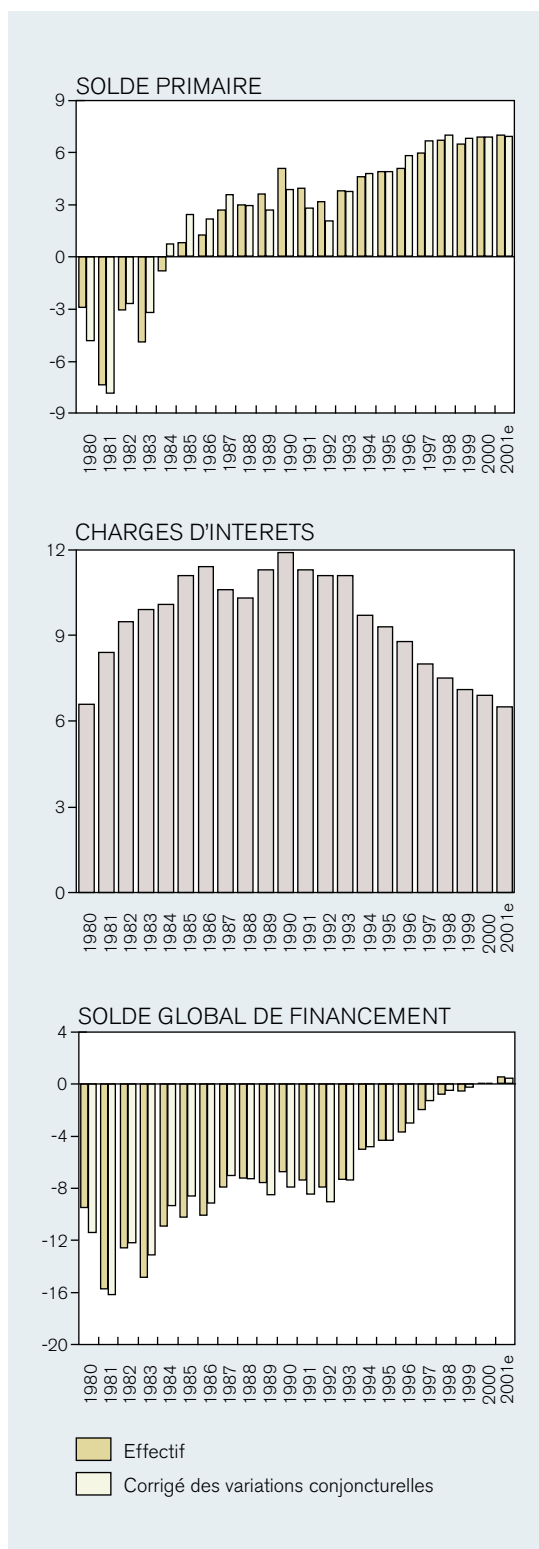
Dans cet article, le cadre de référence suivant a été retenu : pour atteindre une croissance globale du PIB de 1 p.c., toutes les composantes privées du PIB augmentent au même rythme alors que les composantes publiques (pour lesquelles, comme on l'a indiqué plus haut, aucune évolution conjoncturelle indépendante de la politique budgétaire ne peut être supposée) du PIB restent inchangées. Cela implique que la consommation privée, par exemple, progresse de plus de 1 p.c., puisque les dépenses publiques de consommation et de formation brute de capital fixe n'augmentent pas. Il est possible, dans ce cadre de référence, de déduire des élasticités budgétaires estimées et de la sélection précise des postes budgétaires sensibles à la conjoncture, une sensibilité budgétaire de 0,56, soit une valeur comprise entre la plus récente évaluation de l'OCDE qui est de 0,61 et la mesure approximative de 0,50 qui est plus couramment utilisée.

2.1.2 Evolution des soldes corrigés des variations conjoncturelles

Au début des années quatre-vingt, la situation des finances publiques était, comme on le sait, particulièrement préoccupante. La politique accommodante menée lors de la récession de 1981 avait porté le déficit primaire corrigé des variations conjoncturelles à près de 8 p.c. du PIB. Grâce à la politique d'assainissement continue qui fut menée par la suite, ce solde s'est mué, en quelques années, en un excédent supérieur à 3,5 p.c. du PIB. Un relâchement budgétaire s'est cependant produit à la fin de la décennie. Certes, l'excédent primaire effectif a continué à progresser jusqu'en 1990, mais cette évolution n'était imputable qu'à la bonne conjoncture : l'assouplissement budgétaire ressort clairement de la détérioration du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles à

GRAPHIQUE 1 – SOLDES BUDGETAIRES EFFECTIFS ET CORRIGES DES VARIATIONS CONJONCTURELLES

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

TABEAU 2 – SOLDE PRIMAIRE CORRIGE DES VARIATIONS CONJONCTURELLES ET POLITIQUE BUDGETAIRE*(pourcentages du PIB, sauf indication contraire)*

	2000	2001 e
Politique en matière de recettes	-0,5	-0,4
<i>cotisations de sécurité sociale</i>	-0,5	-0,25
<i>impôts</i>	-	-0,15
Politique en matière de dépenses	+0,6	+0,6
<i>croissance réelle des dépenses primaires (en pourcentage)</i>	1,5	1,4
	<i>inférieure à la croissance tendancielle du PIB (2,75 p.c.)</i>	
Autres facteurs	-	-0,15
<i>croissance anormalement faible des recettes de TVA</i>	-	-0,15
Variation du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles	+0,1	0,0

Sources : Documents budgétaires, ICN, BNB.

partir de 1988. En 1992, ce dernier était retombé à 2 p.c. du PIB à peine, soit plus d'un point de pourcentage et demi de moins que cinq ans plus tôt.

Sous l'influence notamment des critères de convergence budgétaires du traité sur l'Union européenne, l'année 1993 a marqué le début d'une seconde période de consolidation au cours de laquelle l'excédent primaire corrigé des influences conjoncturelles a systématiquement progressé, pour atteindre un niveau de près de 7 p.c. du PIB en 1997. Dans les années qui ont suivi, la consolidation budgétaire ne s'est plus renforcée de manière significative et l'excédent primaire corrigé des variations conjoncturelles est demeuré pratiquement inchangé.

Le solde global corrigé des variations conjoncturelles a également affiché une nette tendance à la hausse depuis 1981, en raison de l'amélioration considérable du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles, mais aussi, dans les

années nonante, de la baisse des charges d'intérêts. En 2000, un excédent budgétaire a été enregistré tant sur la base des données effectives que sur celle des données corrigées des influences conjoncturelles.

2.1.3 Confrontation avec la politique budgétaire des années 2000-2001

L'évolution du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles est, comme il a été signalé, un indicateur indirect de la politique budgétaire. Elle peut être comparée à des informations plus directes relatives à cette politique. En ce qui concerne les recettes, il s'agit évidemment de l'incidence budgétaire estimée de mesures, telles que les variations des taux d'imposition ou de la base imposable par exemple. S'agissant des dépenses, l'incidence de la politique budgétaire peut être moins facilement attribuée à des « mesures », étant donné que pour pouvoir la mesurer, il est nécessaire de connaître la croissance « spontanée » des dépenses. Cette incidence est donc difficile à déterminer, mais elle peut être quantifiée grossièrement comme la différence entre la croissance réelle des dépenses primaires et la croissance tendancielle du PIB, multipliée par le rapport entre ces dépenses primaires et le PIB.

En 2000, les mesures en termes de recettes ont principalement consisté en une forte extension des réductions de cotisations de sécurité sociale. Ces dernières auraient réduit le solde des pouvoirs publics de quelque 0,5 p.c. du PIB. En contrepartie, la croissance des dépenses primaires, déflatée à l'aide de l'indice national des prix à la consommation, est toutefois restée limitée à 1,5 p.c. Il s'agit d'une progression nettement moins élevée que la croissance tendancielle du PIB en termes réels qui, calculée sur la base d'un filtre Hodrick-Prescott avec un paramètre de lissage de 30, aurait atteint environ 2,75 p.c. L'incidence de cette maîtrise des dépenses peut dès lors être estimée à près de 0,6 p.c. du PIB. Les réductions des cotisations de sécurité sociale ont

donc été amplement compensées par la faible croissance des dépenses, de sorte que l'excédent primaire corrigé des variations conjoncturelles est resté presque constant.

Les diminutions de prélèvements se poursuivent durant l'année en cours. D'une part, les recettes de l'impôt des personnes physiques sont réduites par une première incidence significative de la suppression progressive de la cotisation complémentaire de crise, ainsi que par la réduction d'impôt pour les habitants de la région flamande. D'autre part, les réductions de cotisations de sécurité sociale en 2001 impliqueraient un coût budgétaire complémentaire d'environ 0,25 p.c. du PIB, lié pour l'essentiel au fait que celles-ci ne sont entrées en vigueur que le 1^{er} avril 2000 et ne jouent donc sur une année entière qu'à partir de 2001. Sous l'effet de ces mesures, le rapport entre les recettes publiques et le PIB se réduirait cette année de quelque 0,4 point de pourcentage. Tout comme l'année précédente, la croissance des dépenses primaires serait toutefois modérée : déflatée au moyen de l'indice national des prix à la consommation, elle atteindrait à peine 1,4 p.c. Comme la croissance tendancielle du PIB s'établirait toujours aux alentours de 2,75 p.c. du PIB, cette progression modérée des dépenses aurait à nouveau une incidence favorable de quelque 0,6 p.c. du PIB sur l'excédent primaire corrigé des variations conjoncturelles.

Au total, l'incidence positive de la faible croissance des dépenses serait un peu plus importante que l'effet négatif des nouvelles diminutions de recettes, de sorte que l'on aurait pu s'attendre en 2001 à un léger accroissement du surplus primaire corrigé de l'influence de la conjoncture. D'autres facteurs contribueraient néanmoins à ce que celui-ci demeure inchangé, le principal d'entre eux consistant en la croissance anormalement faible des recettes de TVA. Au cours des six premiers mois de 2001, celles-ci ont en effet reculé de plus de 4 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Peut-être s'agit-il pour partie d'un phénomène temporaire, étant donné que les chiffres mensuels des recettes de TVA sur la base de caisse présentent un profil assez irrégulier ; ces recettes pourraient alors enregistrer un certain rétablissement au cours de la seconde moitié de l'année. Cependant, dans son estimation concernant l'évolution des recettes de TVA pour 2001, la Banque a, par prudence, retenu un taux de croissance nettement inférieur à celui qui découlerait en principe, en l'absence de mesures importantes, de la croissance prévue de la consommation privée et des investissements en logements. Selon toute vraisemblance, cet élément spécifique n'est pas attribuable à la conjoncture économique et entraîne dès lors logiquement une diminution de l'excédent corrigé des variations conjoncturelles, à concurrence de quelque 0,15 p.c. du PIB. Il ne peut toutefois pas non plus être imputé à la politique budgétaire.

TABLEAU 3 – SOLDES CORRIGES DES VARIATIONS CONJONCTURELLES ET SOLDES STRUCTURELS

(pourcentages du PIB)

	Solde primaire			Solde total		
	1999	2000	2001 e	1999	2000	2001 e
Solde corrigé des variations conjoncturelles	6,8	6,9	6,9	-0,3	0,1	0,4
Principaux facteurs non récurrents	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,1
Solde structurel	6,9	7,1	6,8	-0,2	0,3	0,3
Variation du solde structurel		+0,2	-0,4		+0,4	+0,0

Sources : ICN, BNB.

2.1.4 Soldes structurels

Si, en outre, on élimine des soldes corrigés des variations conjoncturelles les facteurs non récurrents et temporaires, l'on obtient un indicateur de la situation budgétaire fondamentale ou structurelle.

En 1999, les facteurs non récurrents et temporaires ont eu un effet légèrement négatif sur les soldes budgétaires. L'incidence de quelques facteurs défavorables sur les dépenses primaires - dont le coût direct de la crise de la dioxine, estimé à 0,2 p.c. du PIB, a de loin été le plus important - n'a en effet pas été entièrement compensée par la décision de faire rembourser les aides Maribel accordées indûment par le passé. Conformément à la méthodologie du SEC95, ce remboursement devait en effet être comptabilisé en 1999, c'est-à-dire l'année au cours de laquelle la Cour de justice européenne a contraint l'Etat belge à récupérer ces aides auprès des entreprises, que cette récupération ait réellement eu lieu cette année-là ou non.

L'an dernier, les facteurs non récurrents et temporaires ont eu une incidence négative un peu plus importante. Les dépenses ont en effet été gonflées à concurrence de quelque 0,2 p.c. du PIB par plusieurs facteurs particuliers, tels que le versement à la SNCB de la deuxième tranche des fonds qui avaient été reçus en 1997 des autorités néerlandaises en vue de l'aménagement de la ligne à grande vitesse entre Anvers et Rotterdam. En 2000, le solde primaire structurel s'est donc amélioré un peu plus fortement que l'excédent primaire corrigé des variations conjoncturelles.

En 2001, les facteurs non récurrents et temporaires auraient en revanche une incidence favorable sur la situation budgétaire. Les dépenses primaires seraient en effet réduites par le produit de la vente aux enchères de licences UMTS et par la vente de bâtiments prévue par le pouvoir fédéral. Ces deux opérations, qui représentent ensemble environ 0,25 p.c. du PIB, doivent

en effet être déduites des dépenses en capital, conformément à la méthodologie des comptes nationaux. L'influence favorable de ces opérations serait toutefois compensée en partie par la croissance anormalement faible des recettes de TVA. En 2001, le maintien à peu près au même niveau que l'année précédente du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles est donc dû en grande partie à un net retournement de l'incidence des facteurs non récurrents et temporaires. Le surplus primaire structurel diminuerait par conséquent de 0,4 p.c. du PIB cette année. Le solde structurel global resterait quant à lui pratiquement inchangé.

2.2 VARIANTES DE LA MÉTHODE STANDARD

Différentes méthodes peuvent être utilisées pour corriger les soldes budgétaires des variations conjoncturelles. Pour une même méthode, il faut parfois aussi établir un choix entre certains paramètres. On examinera ci-dessous, pour la Belgique, quelques variantes de la méthode standard harmonisée appliquée au sein du SEBC, en abordant successivement les effets de composition, la problématique de la prolongation des séries temporelles et le choix du paramètre de lissage du filtre Hodrick-Prescott.

2.2.1 Effets de composition

Une des principales innovations de la nouvelle méthode standard de correction des variations conjoncturelles est l'approche « désagrégée », dans laquelle la situation conjoncturelle est décrite non par le biais du seul PIB réel mais via une série de variables macroéconomiques, dont les évolutions devraient en principe avoir une incidence plus directe sur les catégories budgétaires retenues. Cette approche permet, on l'a dit, de tenir compte de changements dans la composition de la croissance économique. On peut toutefois se demander si de tels effets de composition ont eu une réelle importance dans le passé.

Pour répondre à cette question, on a recalculé les soldes primaires corrigés des variations conjoncturelles pour la Belgique de 1980 à 2001 sans tenir compte d'effets de composition, à l'instar des méthodes appliquées par les institutions internationales. Dans cette perspective, on a supposé que toutes les séries temporelles considérées présentaient la même déviation par rapport à leur valeur tendancielle que le PIB, ce qui revient à ramener la situation conjoncturelle à l'écart de production. Pour ne pas perturber la comparaison, l'écart de production a, comme dans la méthode standard, été calculé sur la base du filtre Hodrick-Prescott avec un paramètre de lissage de 30. La comparaison de ces soldes primaires corrigés des variations conjoncturelles alternatifs avec les soldes calculés sur base de la nouvelle méthode standard reflète l'importance des effets de composition de la croissance.

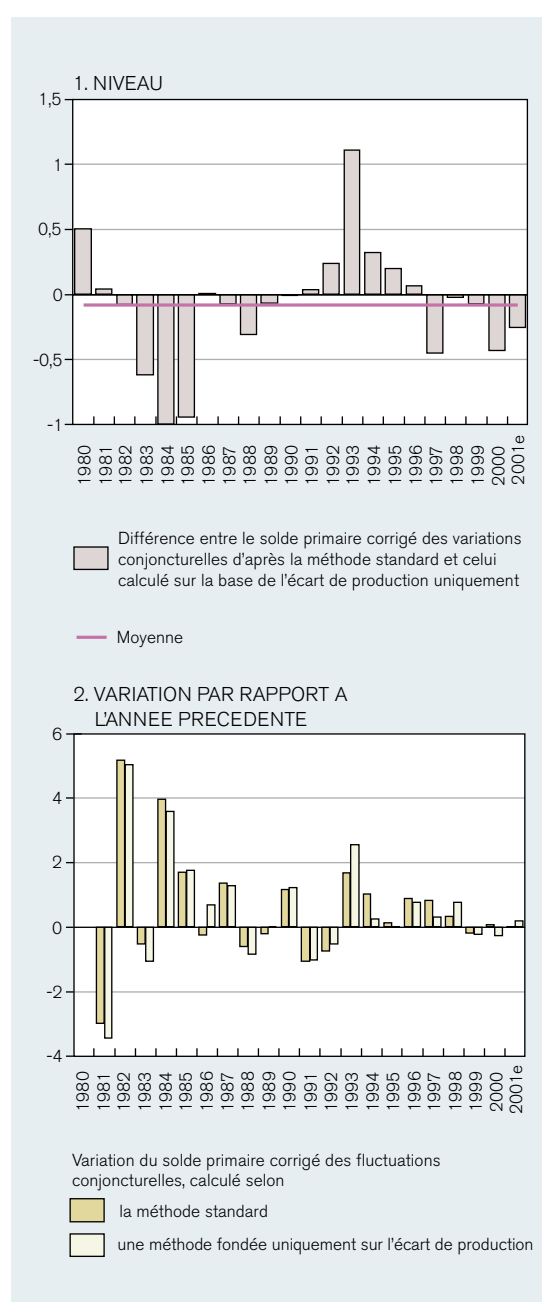
Sur l'ensemble de la période allant de 1980 à 2001, l'écart entre les deux approches est négligeable en moyenne. Ce n'est pas surprenant, puisque l'application du filtre Hodrick-Prescott à chacune des séries temporelles, c'est-à-dire la détermination de valeurs tendancielle différentes pour chaque série, implique que les résultats budgétaires soient corrigés pour tenir compte uniquement de fluctuations temporaires et non de glissements structurels dans la composition du PIB. Sur une période suffisamment longue, les effets de changements dans la composition de la croissance devraient donc être en moyenne pratiquement nuls.

Il n'en demeure pas moins que l'écart entre les deux approches est particulièrement grand pour certaines années. Dans certains cas, comme lors de la récession de 1993, cet écart s'élève à 1 p.c. du PIB, voire davantage. L'approche basée sur l'écart de production fournit même, pour certaines années, une évolution de signe inverse pour le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles. C'est le cas, par exemple, de l'année 2000. La méthode standard indique une légère augmentation du surplus primaire corrigé

des variations conjoncturelles – ce qui suggère un léger resserrement de la politique budgétaire –, alors que, selon l'autre approche, fondée uniquement sur l'écart de production, ce solde

GRAPHIQUE 2 – SOLDES PRIMAIRES CORRIGES DES VARIATIONS CONJONCTURELLES : L'IMPORTANCE DES EFFETS DE COMPOSITION

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

se serait détérioré de 0,3 p.c. du PIB, ce qui indique un assouplissement de la politique budgétaire. Cette différence est à imputer à des effets de composition particulièrement défavorables en 2000 : la croissance des principales variables de référence (les revenus du travail dans le secteur privé d'un côté et la consommation des ménages et les investissements en logements de l'autre) a en effet été considérablement plus basse que la croissance de 4 p.c. de l'activité.

Les effets de composition peuvent donc être très importants. Les méthodes de correction des variations conjoncturelles qui ne les prennent pas en considération risquent de conduire non seulement à surestimer ou sous-estimer le niveau des soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles, mais également à ne pas évaluer correctement l'orientation de la politique budgétaire.

2.2.2 Prolongation des séries temporelles

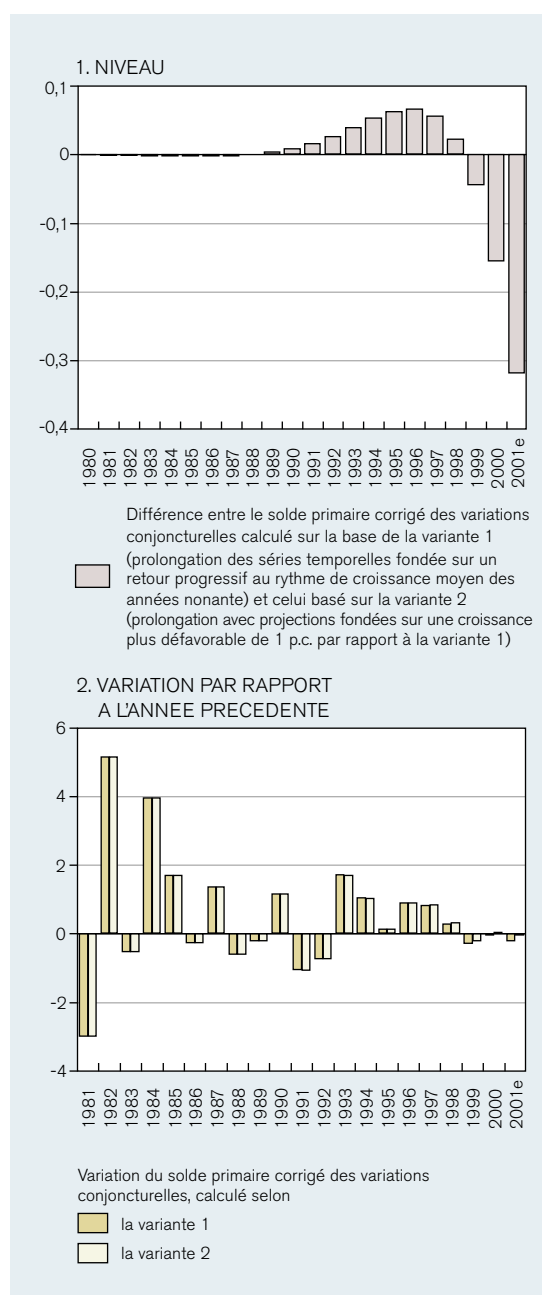
Dans la nouvelle méthode standard de correction des variations conjoncturelles, les séries temporelles macroéconomiques sont prolongées au moyen de projections, étant donné le problème des points extrêmes du filtre Hodrick-Prescott. La manière de prolonger ces séries a toutefois un effet sur les valeurs tendancielle et, par là, sur les soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles.

Pour évaluer l'importance de cette influence, les soldes corrigés des variations conjoncturelles ont été recalculés sur la base de deux variantes. Dans une première variante, les séries temporelles sont prolongées jusqu'en 2008, avec la croissance en 2008 égale à la progression du PIB observée en moyenne de 1990 à 2001, et celle des années intermédiaires déterminée au moyen d'une interpolation linéaire entre 2001 et 2008. Dans l'autre variante, la croissance des séries temporelles pour les années 2002-2008 est chaque fois plus défavorable de 1 point de pourcentage que dans la première variante (c'est-à-dire inférieure, sauf pour le nombre de chômeurs où elle est supérieure).

Il ressort de ces simulations que les résultats des deux dernières années présentent une certaine sensibilité à la manière dont la série temporelle est

GRAPHIQUE 3 – SOLDES PRIMAIRES CORRIGES DES VARIATIONS CONJONCTURELLES : INFLUENCE DE LA PROLONGATION DES SERIES TEMPORELLES MACROECONOMIQUES

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

prolongée. L'écart entre les deux variantes de l'estimation de l'excédent budgétaire primaire corrigé des variations conjoncturelles s'élève en 2001 à quelque 0,3 p.c. du PIB. Il arrive également que l'orientation de la politique budgétaire soit appréciée un peu différemment en fonction de la manière dont les séries sont prolongées : en 2000, par exemple, il y a eu, selon la variante 1, un assouplissement, minime il est vrai, de cette politique, tandis que la variante 2 indique un durcissement, tout aussi infime, de la politique budgétaire.

D'un point de vue théorique, on peut justifier que les valeurs tendancielles (et donc les soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles) soient en partie déterminées par les observations futures. Dans la pratique, cela constitue toutefois un élément d'incertitude supplémentaire dans l'estimation des soldes corrigés des variations conjoncturelles. Il faut donc être bien conscient du fait que les résultats dépendent dans une certaine mesure des projections utilisées pour l'environnement macroéconomique et, par exemple, interpréter avec circonspection de faibles variations du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles.

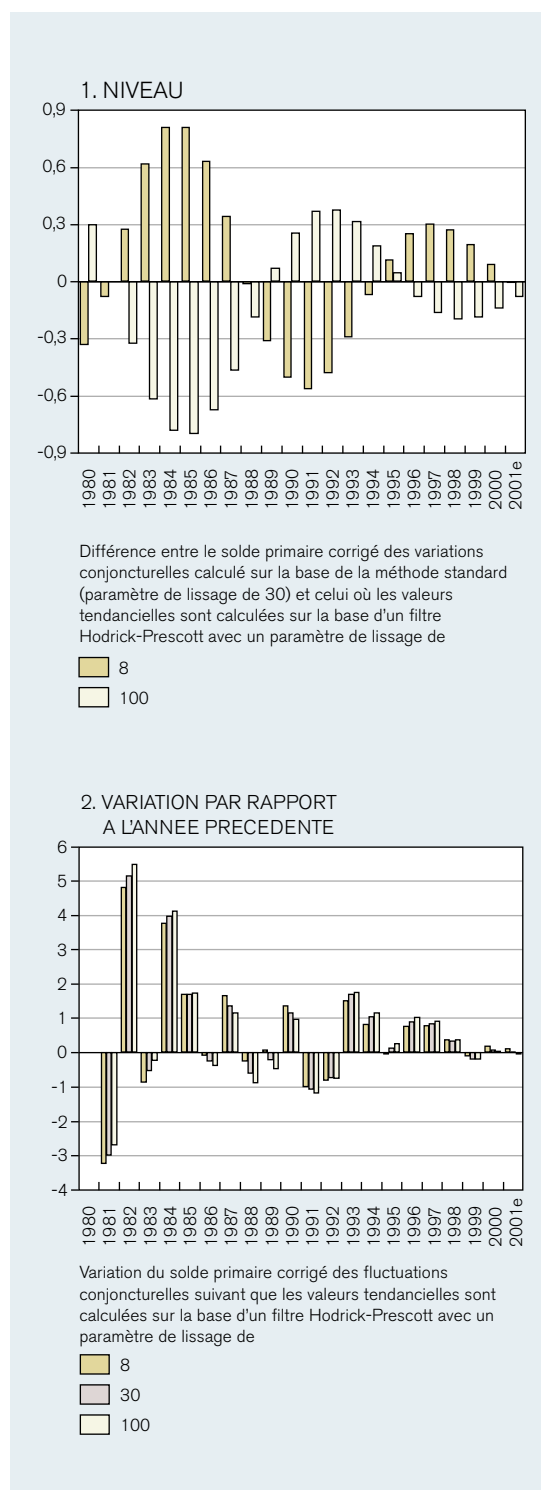
2.2.3 Choix du paramètre de lissage

Les raisons du choix d'une valeur de 30 pour le paramètre de lissage du filtre Hodrick-Prescott, ont déjà été expliquées plus haut. Pour vérifier dans quelle mesure ce choix est déterminant pour les soldes primaires corrigés des variations conjoncturelles, ces derniers ont également été calculés avec des paramètres de lissage de respectivement 100, soit la valeur retenue par la Commission européenne, et 8, une valeur plus proche de celle préconisée dans la littérature la plus récente consacrée à cette problématique.

Les simulations montrent de nouveau que les soldes primaires corrigés des variations conjoncturelles présentent parfois d'importants écarts en fonction du paramètre de lissage choisi. Ces écarts amènent, dans certains cas, à apprécier différemment l'orientation de la politique budgétaire.

GRAPHIQUE 4 – SOLDES PRIMAIRES CORRIGES DES VARIATIONS CONJONCTURELLES : INCIDENCE DU PARAMÈTRE DE LISSAGE DU FILTRE DE HODRICK-PRESCOTT

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

3. CONCLUSION

Dans l'analyse de la politique budgétaire, il est important de tenir compte de l'incidence de l'environnement conjoncturel sur les comptes publics. Pour uniformiser cette analyse, le recours aux soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles se généralise. Etant donné que pour les pays membres de la zone euro, une évaluation de la politique budgétaire est réalisée, entre autres, pour déterminer dans le cadre du deuxième pilier l'orientation à donner à la politique monétaire, de tels indicateurs sont également pertinents pour l'Eurosystème.

Des institutions internationales, comme la Commission européenne, le FMI et l'OCDE, calculent et publient périodiquement des soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles. Les méthodes sur lesquelles se fondent ces institutions sont toutefois perfectibles sur un certain nombre de points. En outre, si elles sont cohérentes avec les perspectives macroéconomiques et budgétaires propres à ces institutions, elles ne le sont pas nécessairement avec les projections de l'Eurosystème.

Cet article a présenté la nouvelle méthode appliquée actuellement par le SEBC en vue d'harmoniser l'analyse de la politique budgétaire dans les Etats membres de l'Union européenne. La principale innovation de cette méthode est qu'à l'opposé des méthodes des institutions internationales susmentionnées, elle ne part pas de l'hypothèse d'une incidence constante de la

croissance réelle du PIB sur le solde des administrations publiques, mais qu'elle tient compte de la composition de la croissance du PIB. La partie empirique de cet article démontre clairement que l'effet qui en découle peut être très important.

L'application la méthode à la Belgique fait apparaître que le surplus primaire corrigé des variations conjoncturelles demeure pratiquement inchangé en 2001, comme l'an passé. Cela indique que les mesures de réduction des recettes sont globalement compensées par la croissance limitée des dépenses primaires. La stabilité de ce surplus occulte toutefois une détérioration du solde primaire structurel en 2001, car les facteurs non récurrents et temporaires, qui avaient pesé sur le solde en 2000, auraient cette année une incidence favorable sur les comptes des pouvoirs publics.

Enfin, il convient de souligner qu'il faut utiliser et interpréter les soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles avec prudence. D'abord, s'il est vrai que ces soldes donnent une image plus fidèle de la politique budgétaire que les résultats budgétaires non corrigés des variations conjoncturelles, ils peuvent aussi être influencés par des facteurs qui n'ont aucun rapport avec la conjoncture au sens strict, sans pour autant pouvoir être contrôlés directement par les pouvoirs publics. En outre, les résultats de la correction des variations conjoncturelles dépendent fortement de la manière dont est définie l'évolution tendancielle de l'environnement macroéconomique.

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.

SUMMARIES OF ARTICLES

CYCLICALLY-ADJUSTED FISCAL BALANCES

Cyclically-adjusted budget indicators are routinely used by international organisations such as the IMF, the OECD and the European Commission, with a view to assessing the stance of fiscal policy. In this paper the new method of cyclical adjustment which is currently used in the ESCB is presented and applied to Belgium. The fiscal stance, as witnessed by the cyclically-adjusted primary balance, is shown to be virtually unchanged in 2000 and 2001 after a large improvement during the previous years. In addition, the structural primary balance, an indicator which additionally excludes temporary or one-off effects not related to the business cycle, is expected to worsen somewhat this year. Evidence is presented that the major innovation of the aforementioned method, the taking into account of composition effects, can have a significant impact on the results providing for more reliable estimates of cyclically-adjusted budget indicators than the traditional methods only focussing on the output gap. It should be stressed, however, that in any case cyclically-adjusted budget indicators should be used and interpreted with the necessary caution.

ACCOUNTABILITY AND TRANSPARENCY OF THE AUTHORITIES IN CHARGE OF MONETARY POLICY

This article discusses reasons, means and some of the limits of the democratic accountability and transparency of central banks. First the logical and historical reasons explaining the greater emphasis on central bank independence during the nineties and its natural counterpart, i.e. accountability, are discussed. Transparency is defined as a way of improving the efficiency of monetary policy by increasing the predictability of central bank reactions. In this respect central banks are faced with a trade-off between clarity and the use of all available information.

In a second part, these concepts are applied to three central banks : the Federal Reserve, the Bank of England and the Eurosystem. The distinctive features of these institutions cannot be judged without considering their economic and institutional contexts. The definition of objectives, hearings and sanctions serve accountability. Announcing the strategy and the publication of inflation forecasts and minutes of the meetings benefit transparency. The Eurosystem appears to be highly independent and quite transparent.

NATIONAL BANK OF BELGIUM – WORKING PAPERS SERIES

16. “A GUIDED TOUR OF THE WORLD OF RATIONAL EXPECTATIONS MODELS AND OPTIMAL POLICIES” BY PHILIPPE JEANFILS, RESEARCH SERIES, JUNE 2001

This working paper after quickly reviewing the different types of existing macro models presents some basic tools that have proved useful for analysing monetary policy in recent years. Through the use of a simple quantitative forward-looking model of output, inflation and interest rate determination, the paper tries to familiarise the reader with some of the techniques used in research on optimal policy, including rational expectations theory, timeconsistency analysis, the Lucas critique and computer simulation techniques. The explanation proceeds gradually. First a single linear difference equation is used to explain how solutions to models with forward-looking expectations can be obtained. Then it deals with methods used to solve more general models for optimal policies. Finally, the potential usefulness of these techniques is explained through a series of applications to monetary policy.

The full text of the publications can be consulted on the internet site of the National Bank of Belgium (<http://www.nbb.be>), heading “Publications”.

Editeur responsable

J. Hilgers

Directeur

Banque Nationale de Belgique
Boulevard de Berlaimont 14 – B-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

M. Van Campen

Chef du service Secrétariat

Tél. : 32 (0)2.221.22.60 – Fax : 32 (0)2.221.32.44
e-mail : secretariat@nbb.be